

**Logros obtenidos en la regulación y supervisión
del mercado de valores entre 1998 y 2003**

Adolfo Rodríguez Herrera
Superintendente General de Valores
Marzo del 2003

[Algunos indicadores sobre la evolución cuantitativa del mercado](#)

[Apertura y liberalización](#)

[Gestión de riesgo](#)

[La Información](#)

[La Supervisión](#)

[Anexo 1: Modernización institucional](#)

[Anexo 2: Comunicación](#)

Logros obtenidos en la regulación y supervisión del mercado de valores entre 1998 y 2003

El mercado de valores costarricense ha experimentado profundos cambios desde 1998, año en que entró en vigencia la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores y se creó la Superintendencia General de Valores. Cinco años después de la aprobación de la Ley, es posible afirmar que el mercado costarricense no sólo ha tenido un crecimiento considerable, especialmente en algunos productos como los fondos de inversión, sino que ha experimentado una mejora notable en diversos campos, como (i) la diversidad de productos disponibles para el inversionista, (ii) la cantidad, la calidad y la oportunidad de la información relacionada con dichos productos y las entidades que los ofrecen, y (iii) los instrumentos de gestión de riesgo establecidos para el mercado y para las entidades.

Esto ha sido el resultado de una estrategia de desarrollo del mercado que involucraba a varias instituciones y en la cual la Superintendencia ha jugado un papel muy activo. Dicha estrategia tenía tres grandes componentes: el desarrollo de la regulación y la supervisión, cuyos ejes fueron la promulgación de la Ley y el desarrollo de la Superintendencia y su cuerpo normativo; el desarrollo de la infraestructura, principalmente a través del desarrollo del Sistema de Anotación en Cuenta por parte del Banco Central; y la modernización de la gestión de la deuda pública, a cargo del Ministerio de Hacienda y del Banco Central.

En lo que se refiere a las responsabilidades de la Superintendencia dentro de esta estrategia general, los esfuerzos en materia de regulación y supervisión han girado en torno al impulso de un proceso de liberalización paulatina, tendiente

a promover el ofrecimiento en el mercado regulado de una serie de productos y servicios hasta entonces prohibidos. Este proceso de apertura fue paulatino, porque debía ser acompañado de un aumento en la disponibilidad y calidad de la información brindada a los inversionistas, de una mejora en los instrumentos de gestión de riesgo del mercado y de las entidades, y de un desarrollo de la capacidad de supervisión, para lo cual fue necesario un profundo proceso de desarrollo institucional en la Superintendencia General de Valores y un gran esfuerzo de comunicación y de negociación con los diferentes sectores fiscalizados.

ALGUNOS INDICADORES SOBRE LA EVOLUCION CUANTITATIVA DEL MERCADO

Con el fin de dar un vistazo muy general de la evolución cuantitativa mostrada por nuestro mercado de valores desde la promulgación de la ley, se presentan a continuación unos cuantos indicadores.

Emisores de valores

A pesar de los esfuerzos realizados, la participación del sector privado en el mercado de valores sigue siendo muy limitada. Ello obedece a una serie de causas, muchas de las cuales no guardan relación con la supervisión y la regulación. No obstante, algunos indicadores dejan ver que la situación no ha desmejorado sino que por el contrario hay algunos limitados avances. Los tres cuadros siguientes dejan ver (i) un aumento en las captaciones del sector privado (en términos corrientes se multiplicaron por 3,5 y como proporción del PIB se duplicaron), (ii) un importante alargamiento en los plazos de las captaciones (iii) y un aumento en la capitalización del mercado (acciones en circulación valoradas a precios de mercado).

MERCADO PRIMARIO DE DEUDA				
SALDO DE CAPTACIONES SEGÚN EMISOR				
(millones de colones)				
Dic-98			Dic-02	
EMISOR	MONTO	% del PIB	MONTO	% del PIB
Sector público no financiero (1)	1.006.241,2	27,8%	2.419.737,0	39,8%
Sector financiero público (2)	464.116,0	12,8%	762.208,2	12,5%
Sector financiero privado	222.064,8	6,1%	408.018,2	6,7%
Sector no financiero	23.891,4	0,7%	80.851,9	1,3%
Total	1.470.357,2	47,3%	3.670.815,3	60,4%

Fuente: Ministerio de Hacienda, BCCR y SUGEVAL

(1) Incluye Ministerio de Hacienda (solo deuda en títulos) y BCCR.

(2) Incluye al Banco Popular y de Desarrollo Comunal.

SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO: ESTRUCTURA DE SALDOS SEGÚN PLAZO (millones de colones)		
	1998	2002
De 0 a 3 meses	30,30%	3,70%
De 3 a 6 meses	18,40%	6,92%
De 6 a 12 meses	23,20%	6,13%
Más de 12 meses	28,10%	83,24%
TOTAL	100,00%	100,00%

Capitalización de mercado		
	1999	2002
Millones de colones	610.000	1.136.625
Porcentaje del PIB	13,52%	18,71%

Volumen negociado en el mercado secundario		
	1997	2002
Miles de millones	3.556,46	7.315,9
Porcentaje con respecto al PIB	98%	120%

Negociaciones de valores

Por otra parte, se ha dado un aumento discreto en el volumen de las negociaciones en mercado secundario. Una serie de dificultades –entre otras las limitaciones del proceso de estandarización realizado por el Ministerio de Hacienda y las restricciones legales que sufre la negociación de valores en nuestro país- impidieron que el proceso de estandarización diera lugar a un mayor crecimiento del mercado secundario.

Fondos de inversión

Mucho más espectaculares han sido los resultados alcanzados en el desarrollo de la figura de fondos de inversión, en parte por el dismantelamiento de figuras semejantes no reguladas (fideicomisos y comisiones de confianza) y de las carteras de los puestos de bolsa, pero sobre todo como resultado de una captación neta de recursos.

Inversión colectiva				
	1998		2002	
	Monto (4)	% del PIB	Monto (4)	% del PIB
Fondos de Inversión	49.119	1,35%	730.686	12,03%
Carteras Puesto de Bolsa (1)	160.876	4,44%	25.216	0,42%
Fondos de Pensión (2)	17.526	0,48%	324.957	5,35%
Fideicomisos (3)	224.661	6,20%	5.107	0,08%
Total	452.182	12,47%	1.085.966	17,87%

(1) Incluye los saldos de las carteras de OPAB y CAV de los Puestos de Bolsa

(2) Incluye los saldos del portafolio total de las operadoras en funcionamiento

(3) Fideicomisos administrados como fondos de inversión

(4) Millones de colones

Capitalización de las entidades fiscalizadas

Finalmente, cabe destacar que con la promulgación de la ley y de la normativa prudencial, los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión han debido hacer un gran esfuerzo de capitalización. El cuadro siguiente compara la situación de 1998 y la situación actual:

Intermediarios de valores: activos y patrimonio				
	1997		2002	
	Monto (1)	% del PIB	Monto (1)	% del PIB
Puestos de Bolsa				
Activos	13.632	0,46%	82470	1,36%
Patrimonio	5911	0,20%	25439	0,42%
Ingresos	7512	0,25%	24556	0,40%
Soc. Adm. de fondos de inversión				
Activos	378,8	0,01%	12.912,5	0,21%
Patrimonio	215,7	0,01%	6.764,5	0,11%
Ingresos	549,6	0,02%	13.238,2	0,22%

(1) Millones de colones

APERTURA Y LIBERALIZACIÓN

Al momento de entrada en vigencia de la Ley, prácticamente no existían en el mercado local opciones de inversión diferentes de las emisiones tradicionales de deuda y acciones, en tanto que los fondos de inversión apenas iniciaban su desarrollo. En lo que se refiere a los productos extranjeros, únicamente se permitía la oferta pública de emisiones con riesgo soberano. La ausencia de una cultura de riesgo en los inversionistas costarricenses y las deficiencias en la calidad de la información disponible, pretendían ser suplidas por un carácter excesivamente conservador y proteccionista de la regulación. Ante ello se siguió una estrategia de apertura gradual del mercado de valores a nuevos productos, tanto locales como extranjeros, sustentada fundamentalmente en una mejor revelación de los riesgos de esos productos, lo cual a su vez se traduciría en una mayor responsabilidad del inversionista en la escogencia de sus inversiones.

Desde esa estrategia y en lo tocante a los productos locales ya existentes, la reglamentación inicial de la Superintendencia se dirigió a revisar y racionalizar los requisitos exigidos. Como resultado de esta revisión se emitieron el primer "Reglamento sobre requisitos de autorización de oferta pública" y la "Guía para la elaboración de prospectos", con los cuales se dio una significativa simplificación en los trámites para la autorización de emisiones de deuda y de acciones. También se emitió un "Reglamento general sobre sociedades administradoras y fondos de inversión", que contenía tanto los requisitos de autorización de fondos, fundamentalmente orientados a la presentación de información sobre las carteras, como la normativa prudencial para su administración por parte de las sociedades administradoras, la cual contemplaba reglas mínimas sobre activos autorizados, diversificación de activos y endeudamiento.

En lo tocante a nuevos productos, se inició un proceso intenso de autorización de nuevos productos que antes no existían o se encontraban al margen de la regulación. Así, se reglamentaron los fondos inmobiliarios, las operaciones por cuenta propia de los intermediarios con sus clientes y las emisiones provenientes de procesos de titularización.

En lo tocante a los productos extranjeros, la reglamentación inicial abrió la oferta pública a productos de emisores privados provenientes de ciertos mercados, considerados más desarrollados que el costarricense, y estableció una distinción entre mercados homologados y no homologados, gracias a la cual el mercado quedó prácticamente abierto a los valores provenientes del primer tipo de mercados y creó facilidades para que los puestos ejecutaran órdenes de clientes en los mercados no homologados. En una segunda etapa, la normativa de títulos extranjeros fue complementada con un Reglamento para la comercialización de fondos extranjeros, que se sustentaba también en esa distinción. Finalmente con la reciente aprobación del "Reglamento sobre

oferta pública" se eliminó la distinción entre mercado homologado y no homologado como criterio para determinar si un producto puede ser de oferta pública, aunque sí se mantuvo como un criterio importante de cara a la información que debe presentarse para el trámite de autorización, con lo cual también se ha completado la apertura en relación con los productos extranjeros.

Finalmente se realizó una revisión integral de la normativa sobre sociedades administradoras y fondos de inversión y de la normativa de oferta pública. Las reformas más importantes introducidas por la primera de ellas se relacionan con la normativa prudencial aplicable a los fondos de inversión: por un lado se liberalizaron las reglas relativas a los porcentajes de inversión con el propósito de fortalecer la responsabilidad de las sociedades administradoras por la gestión de las carteras que administran, y por otro lado se introdujeron mecanismos adicionales de protección de los inversionistas, en particular con el establecimiento obligatorio de la actividad de custodia y de la valoración a precios de mercado. En relación con la oferta pública, además de que se integraron en un solo reglamento todos los requisitos de autorización existentes para los diferentes tipos de productos, se dio un último paso de apertura al establecerse en forma clara ciertos supuestos excluidos de la oferta pública y otorgar a los intermediarios la autorización para colocar bajo ciertas condiciones los valores excluidos de oferta pública entre sus inversionistas sofisticados.

Lamentablemente la Ley Reguladora del Mercado de Valores impide que el proceso de apertura llevado a cabo por la Superintendencia en materia de productos y servicios se haya extendido hacia la organización de mercados y el ingreso de nuevos participantes. La ley establece la exclusividad a las bolsas de valores para la organización de mercados de valores, la obligación de que todo valor de oferta pública sea negociado en mercado secundario en los mercados de bolsa y erige a los puestos de bolsa como el único intermediario autorizado para participar en esos mercados, con lo cual nuestro mercado no se ha beneficiado de los efectos positivos sobre la competencia y la flexibilidad en la negociación de valores experimentados por la mayor parte de los mercados de valores, especialmente en la última década. Realizar los cambios legales que faciliten una liberalización en la organización de mercados secundarios y el ingreso de nuevos participantes al mercado, es uno de los principales desafíos que enfrenta el país para el desarrollo de su mercado de valores.

GESTIÓN DE RIESGO

La gestión de riesgo impulsada por la Superintendencia ha tenido tres ejes: el requerimiento de recursos propios en función del nivel de riesgo asumido por los intermediarios, el mejoramiento del control interno de los intermediarios y el desarrollo de la infraestructura del mercado.

En primer lugar, el esfuerzo de la Superintendencia se centró en el establecimiento de una normativa prudencial dirigida a promover una mayor capitalización de las entidades en función de los riesgos asumidos en su actividad. En lo que se refiere a las sociedades administradoras de fondos de inversión, esta normativa era inexistente al momento de la entrada en vigencia de la Ley. Esta situación podía considerarse razonable en un mercado en el cual los inversionistas mantenían sus recursos en el balance de los bancos, no así en un mercado que mostraba ya una tendencia clara de traslado de un volumen significativo de recursos anteriormente administrados en productos típicamente bancarios hacia la figura de los fondos de inversión. Tampoco existía al momento de entrada en vigencia de la Ley una normativa prudencial integral aplicable a los puestos de bolsa. En consecuencia, se evaluó de una manera integral los riesgos en que pueden incurrir los puestos de bolsa, y se emitió una normativa prudencial aplicable que les exige recursos propios en adición al capital legal en función del volumen de sus principales actividades (compraventas, recompras, custodia administración de carteras) y que impone a las posiciones abiertas a plazo límites en función del patrimonio.

En segundo lugar, tanto la regulación como la supervisión realizada por la Superintendencia, y en particular los procesos de supervisión in situ y la evaluación que realizada de la gestión interna de los participantes, han coadyuvado a que estos últimos redefinan sus procesos claves, lo cual ha implicado la separación de funciones cuya realización por parte de una misma persona debilita la seguridad de la operación o aumenta la posibilidad de conflictos de interés. A partir de esta redefinición, se han establecido procedimientos internos para el cumplimiento de esas funciones o procesos claves y se ha dado una mejora significativa en la documentación de las operaciones resultantes de esos procesos, incluyendo los expedientes de los clientes. Este mismo esfuerzo se ha dado en el campo del cumplimiento de la normativa contra el narcotráfico, donde se ve ahora un esfuerzo importante de capacitación de los oficiales de cumplimiento en temas de conocimiento del cliente y detección de operaciones sospechosas. Por otra parte, se ha exigido una administración más profesional de la tecnología de información, de modo que los participantes han debido establecer procedimientos operativos, requisitos de seguridad y planes de contingencia. Esta administración más eficiente ha llevado a una mayor automatización de los procesos internos de los participantes y con ello se han disminuido en forma considerable los errores producto de la intervención humana. Igualmente ha conllevado una mejora en la calidad y la oportunidad de la información remitida a la Superintendencia y al mercado en general. Finalmente producto de la normativa contable emitida puede decirse que los registros contables de las entidades hoy en día constituyen una mejor herramienta de análisis de la situación financiera de los participantes.

Finalmente, se introdujeron diversos cambios al sistema de liquidación de valores y se apoyó el proyecto de anotación en cuenta del Banco Central. En materia de liquidación de valores existían únicamente algunas regulaciones específicas

emanadas de la Bolsa Nacional de Valores para la liquidación de las operaciones de recompras y de las demás operaciones de bolsa. En el caso de las operaciones a plazo, el riesgo de liquidación se gestionaba con el aporte de márgenes a un fideicomiso de garantía administrado por la Bolsa Nacional de Valores y con la obligación del vendedor a plazo de aportar el subyacente de la operación a ese mismo fideicomiso de garantía. Sin embargo, no existía normativa que limitara la exposición de los puestos en este tipo de operaciones. En el caso operaciones de compraventa, el riesgo de incumplimiento del comprador se gestionaba mediante una garantía por puesto de bolsa de cinco millones de colones a la Bolsa Nacional de Valores, lo cual resultaba insuficiente para el volumen en las operaciones de compraventa y para el grado de concatenación de las operaciones de mercado secundario; el riesgo de incumplimiento del vendedor se gestionaba mediante la entrega previa de los valores, mecanismo que pudo ser adecuado para gestionar el riesgo de entrega de valores en un mercado de títulos individuales pero que implica una gran rigidez operativa en un mundo de valores estandarizados, ya que elimina al intermediario la posibilidad de asignar las compras y ventas entre sus clientes con posterioridad a la ejecución de las operaciones.

Estas normas han sido mejoradas con varias medidas. La primera medida fue la descentralización de la liquidación financiera, anteriormente concentrada en un único banco, con lo cual se buscó lograr una mayor flexibilidad para que los puestos escogieran a su propio banco liquidador y establecieran arreglos específicos con él para resolver problemas coyunturales de liquidez en el marco de la liquidación. Con ello además los bancos dieron un primer paso en la provisión de servicios de valor agregado al mercado de valores. La segunda medida fue el paso de la liquidación financiera de t a $t+1$, con lo cual se avanzó hacia una mayor convergencia del ciclo de liquidación de efectivo y el de valores, convergencia que se dará de forma plena cuando entre en vigencia el Sistema de Anotación en Cuenta y se produzca la entrega contra pago. La tercera medida fue la constitución de un fondo de garantía para gestionar el riesgo de liquidación de las operaciones que se realizan en los mercados de bolsa. En consonancia con los principios y las mejores prácticas internacionales, el fondo de garantía se constituye con aportes de todos los puestos miembros de la Bolsa Nacional de Valores, como mecanismo de último recurso que permitirá a la Bolsa como cámara de compensación, utilizar los recursos del fondo para hacer pago de una operación en caso de que un puesto de bolsa se vea imposibilitado de cumplirla. Este mecanismo de gestión del riesgo de incumplimiento de la liquidación financiera (incumplimiento del comprador) se ve complementado con un sistema de préstamo de valores que permitirá gestionar el riesgo de incumplimiento de la liquidación de valores (incumplimiento del vendedor).

No obstante, una adecuada gestión del riesgo no se realizará hasta que entre en funcionamiento el Sistema de Anotación en Cuenta, que integrará plenamente la liquidación de efectivo y la liquidación de valores y permitirá la entrega contra pago. Ese sistema está a punto de ser concluido exitosamente.

En su diseño y desarrollo, realizados bajo la responsabilidad del Banco Central de Costa Rica, han participado activamente asesores externos de DTCC (EUA), Bancoval (España), el SCLV (España) y diversos asesores informáticos.

Esta normativa de gestión de riesgos ha sido complementada con la actualización anual del capital mínimo exigido a los participantes, con base en el índice de precios al consumidor.

LA INFORMACIÓN

Dado que en los mercados de valores el riesgo de la inversión corresponde al inversionista, la mayor responsabilidad que afronta la Superintendencia ha sido procurar que éste cuente de una manera fácil y oportuna con información suficiente y veraz tanto sobre los diferentes productos en que puede invertir, como sobre los participantes del mercado. Este objetivo ha estado presente en toda la regulación y supervisión del mercado y en la gestión misma de información por parte de la Superintendencia.

En relación con la regulación, este objetivo se ha traducido en una evaluación de los diferentes productos disponibles en el mercado de valores con el propósito de determinar el tipo de información requerida por el inversionista para tomar una decisión informada, así como la oportunidad en que ésta debe hacerse disponible. Este esfuerzo ha sido constante, pues los mercados financieros se encuentran en constante evolución y constantemente surgen nuevos productos de inversión que requieren de información más especializada y compleja. Se ha tratado no obstante de lograr un balance efectivo entre la necesidad de información del inversionista y el costo que ella supone para los emisores y los demás participantes del mercado.

En primer lugar se han establecido obligaciones de suministro de información al momento de realizar el trámite de autorización de oferta pública o de autorización del intermediario correspondiente. Los requerimientos de información han sido establecidos en el Reglamento sobre oferta pública de valores y el Reglamento general sobre sociedades administradoras y fondos de inversión.

También se ha establecido una serie de obligaciones de suministro de información periódica y hechos relevantes, con los cuales se busca que la información dada al público se mantenga actualizada. Estas obligaciones se encuentran contenidas en el Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información.

El establecimiento de estas obligaciones fue complementado dentro de la Superintendencia con una profunda reingeniería de los procesos relacionados con la autorización de oferta pública de valores y de intermediarios. Estos procesos no solamente implican una revisión formal para constatar que la lista

de documentos exigidos en la reglamentación correspondiente haya sido presentada, sino que implica también una labor sustancial de análisis del producto que se busca ofrecer con el propósito de determinar si éste se encuentra adecuadamente explicado y si sus riesgos han sido revelados de una manera exhaustiva. Esta revisión ha significado un gran reto para la Superintendencia, ya que requiere que sus funcionarios conozcan de la actividad económica subyacente al producto con el propósito de que su análisis de las revelaciones realizadas por el participante sea realmente efectivo y útil, y al mismo tiempo que este proceso se realice de una manera ágil y eficiente, de modo que no constituya un obstáculo para la autorización de nuevos productos. Aparte de los esfuerzos de capacitación, la Superintendencia ha desarrollado procedimientos detallados y ha automatizado todo el proceso, de manera que los tiempos de respuesta y la calidad del análisis han mejorado sustancialmente. Recientemente, la Ley de protección al ciudadano contra los trámites excesivos ha venido a coadyuvar en el ordenamiento de los procesos, al imponer más responsabilidad en los participantes en relación con la gestión de sus solicitudes.

En segundo lugar, se ha producido mejoras importantes en la calidad de las auditorías externas anuales como resultado tanto de los cambios reglamentarios como de los esfuerzos de revisión realizados por la Superintendencia. Con las auditorías externas se busca que el público inversionista cuente con una opinión profesional e independiente sobre la razonabilidad de los estados financieros de la entidad correspondiente. El reglamento aprobado procura el cumplimiento de los requisitos de idoneidad e independencia con el establecimiento de un conjunto de condiciones que debe reunir el auditor designado y exige al auditor la presentación de un informe complementario que debe contener información sobre el cumplimiento de la normativa del mercado de valores, sobre el control interno de la entidad correspondiente y sobre los procesos de gestión de información. La realización de talleres de capacitación para los auditores y la discusión con ellos de las debilidades detectadas en sus informes, han permitido que los cambios normativos se traduzcan efectivamente en mejoras notables en los procesos de auditoría externa. Un mayor control de calidad sobre las auditorías externas requeriría una modificación legal que dé a la Superintendencia potestades sancionatorias sobre dichos profesionales.

En tercer lugar, se ha ejercido un mayor control sobre los procedimientos seguidos por las empresas calificadoras de riesgo y se les ha exigido que realicen una revelación más completa de las razones y argumentos en que sustentan sus calificaciones. En ese marco se comenzó a realizar visitas de inspección a las calificadoras, lo cual ha contribuido a la adopción de mejores procedimientos de control interno por parte de ellas.

En cuarto lugar, se ha transformado de manera profunda la gestión misma de la información, tanto en su envío por parte de los sujetos obligados, como en los mecanismos para hacerla disponible al público inversionista. En relación con las entidades fiscalizadas, la Superintendencia implementó un sistema de envío de

información por medios electrónicos que permite asegurar la integridad de la información enviada por el participante y su rápida recepción y agiliza el proceso de su análisis por parte de la Superintendencia. Este sistema permite que la información remitida sea puesta a disposición del mercado apenas es recibida por parte de la Superintendencia y facilita las tareas de análisis de los encargados de la supervisión. En relación con la disponibilidad de la información por el público inversionista, la Superintendencia ha trabajado en dos vías: creó un Centro de Información que brinda atención al público inversionista en forma personal e implementó un sitio web, en el cual se mantiene disponible toda la información del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, además de otra serie de información valiosa para el mercado, como la normativa aplicable. No obstante estos esfuerzos deben completarse con un plan de educación al inversionista que deberá desarrollarse en un futuro cercano.

LA SUPERVISIÓN

Todos los logros alcanzados en los campos anteriores no se habrían alcanzado en el mismo grado sin el diseño de un adecuado esquema de supervisión del mercado de valores. Esta labor no ha sido fácil. La Comisión Nacional de Valores prácticamente no realizaba ninguna función de supervisión. Esto se debía a diversos factores, entre los cuales cabe destacar que la información periódica se recibía en papel y la mayor parte del personal asignado a funciones de supervisión estaba concentrado en tareas de digitación de dicha información y en tareas relacionadas con la autorización de oferta pública. Con la primera reestructuración de la Superintendencia se buscó segregar mejor las diversas funciones sustantivas y establecer departamentos especializados en cada una de ellas, de manera que se hicieran efectivamente visitas de inspección y se realizara análisis a distancia de la información periódica. Sin embargo, persistieron durante algún tiempo algunos problemas. En primer lugar, la supervisión a distancia y la supervisión in situ continuaron durante mucho tiempo profundamente segmentadas y sin una adecuada retroalimentación en relación con los hallazgos encontrados. En segundo lugar, el tipo de supervisión in situ que se hacía continuó basado en auditorías de tipo financiero que duplicaban el trabajo de los auditores externos y no resultaban útiles para el cumplimiento de los fines de protección al inversionista y detección del riesgo sistémico que corresponde cumplir a la Superintendencia. En tercer lugar, el surgimiento de nuevas actividades en los participantes ha requerido la definición de una cantidad importante de nuevas rutinas de supervisión. Finalmente, los recursos asignados a la supervisión no han aumentado, a diferencia de lo ocurrido con el volumen y la complejidad en las operaciones de las entidades fiscalizadas, lo cual ha obligado a concentrar muchos esfuerzos para el mejoramiento continuo de los procesos de supervisión de forma que los recursos sean asignados de manera eficiente para dar cobertura a las áreas más importantes en cada una de las entidades.

Como primer paso para lograr el diseño de procesos de supervisión eficientes, se ha dado prioridad a la creación de herramientas automatizadas para el procesamiento de algunos datos que son relevantes para efectos de los análisis. Antes de 1998, la mayoría de los procesos de explotación de datos eran manuales y eso consumía una cantidad importante de tiempo de los funcionarios. En la actualidad la mayoría de la información que sirve como base de los procesos de supervisión llega electrónicamente a las bases de datos de la Superintendencia; gracias a ello, los principales procedimientos operativos de supervisión, como es el caso de la verificación algunos parámetros de la normativa, la medición de algunos niveles de riesgo en las entidades y la verificación de consistencia en la información, son realizados de forma automática, con lo que se ha liberado una cantidad importante de recursos para destinarlos a labores de análisis.

A la hora de rediseñar la supervisión in situ, se realizó una labor exhaustiva de análisis de la operativa de cada una de las entidades y productos que son objeto de fiscalización, con el propósito de identificar las áreas críticas y definir los procedimientos de supervisión aplicables en cada una de ellas. Actualmente la supervisión se concentra en los siguientes ámbitos: (i) el análisis de la solvencia de las entidades fiscalizadas, (ii) la evaluación de la calidad y suficiencia de la información que las entidades suministran a los inversionistas, (iii) el control de que las entidades estén haciendo una administración adecuada de los recursos de los clientes, (iv) el control de que los procedimientos internos reduzcan las posibilidades de incurrir en errores operativos o malos manejos y que garanticen su detección y corrección oportuna si llegaran a presentarse, y (v) la evaluación de los recursos tecnológicos de las entidades para verificar que garanticen el adecuado funcionamiento en las cuatro áreas anteriores.

En relación con la supervisión a distancia, se ha venido trabajando en el diseño de una metodología de calificación tanto de puestos de bolsa como de sociedades administradoras de fondos de inversión, cuyo propósito es asignar a cada entidad una calificación producto de la aplicación de distintas rutinas de supervisión que permiten evaluar la situación financiera, la estructura de control interno y el cumplimiento de las disposiciones normativas. Los modelos consisten en la aplicación a distancia de un conjunto de indicadores de alerta (usando como insumo la información periódica) y en la aplicación de una metodología para la evaluación de la gestión administrativa y de riesgo, el control y el cumplimiento de la normativa (usando como insumo los resultados de las visitas de inspección). La calificación sirve como base para la definición de prioridades en materia de asignación de los recursos de inspección entre las diversas entidades y entre esas diversas áreas.

Por otra parte, la Superintendencia ha rediseñado sus informes de inspección, de manera que estos constituyan la principal herramienta para que el intermediario elabore su plan de corrección de las situaciones de riesgo detectadas. Este rediseño de los informes ha ido acompañado de la exigencia

de planes más concretos de corrección por parte de los sujetos fiscalizados, que contemplen tanto las medidas detalladas que se tomarán como una calendarización clara de su implementación. A su vez, estos planes constituyen la principal herramienta de seguimiento de la Superintendencia de la entidad fiscalizada y en caso de incumplimiento constituyen, también, los documentos más importantes para la apertura de los procedimientos disciplinarios correspondientes.

Tres desafíos principales se abren para el futuro cercano en materia de supervisión. En primer lugar, la supervisión de los mercados secundarios de valores, en la cual deberá jugar un papel protagónico la Bolsa Nacional de Valores en su carácter de órgano autorregulador del mercado. Se ha logrado ya una definición del papel de la Bolsa en este campo, como supervisor primario del mercado. Igualmente la Bolsa ha preparado un documento inicial interpretativo de lo que considerará prácticas de manipulación de precios. Ese documento deberá ser ampliamente discutido y, a partir de él, deberán establecerse los mecanismos que permitan identificar su existencia, y los sistemas de negociación deberán modificarse para ofrecer a los operadores y al supervisor una serie de facilidades inexistentes. Igualmente deberán establecerse los mecanismos adecuados para la detección de operaciones con información privilegiada.

En segundo lugar, la fiscalización de la relación entre los puestos de bolsa y los inversionistas, particularmente en lo que se refiere a la asesoría de inversión. Este campo es igualmente una responsabilidad principalmente de la Bolsa, entidad responsable de evaluar los requisitos de los corredores de bolsa y de otorgarles su licencia. En este campo la agenda debe ser ambiciosa, e incluye la revisión de los procedimientos de otorgamiento y actualización de licencias así como de la documentación de las relaciones de asesoría.

En tercer lugar, finalmente, el inicio de la fiscalización de bancos en sus funciones de custodia y de intermediación de valores, para las cuales están autorizados por la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. La administración de carteras y la asesoría financiera son actividades realizadas por algunos bancos, sin someterse a las diferentes regulaciones (conflicto de interés, documentación de instrucciones y confirmaciones, etc.) que rigen para los puestos de bolsa, lo cual podría ir en perjuicio de los intereses de los inversionistas e introduce distorsiones perniciosas a la competencia entre las diferentes entidades del mercado.

ANEXO 1

MODERNIZACION INSTITUCIONAL

Las tareas que ha cumplido la Superintendencia en el proceso de modernización del mercado costarricense, han requerido de una profunda transformación en la institución y de un esfuerzo de comunicación y de negociación muy intensos.

Modernización institucional

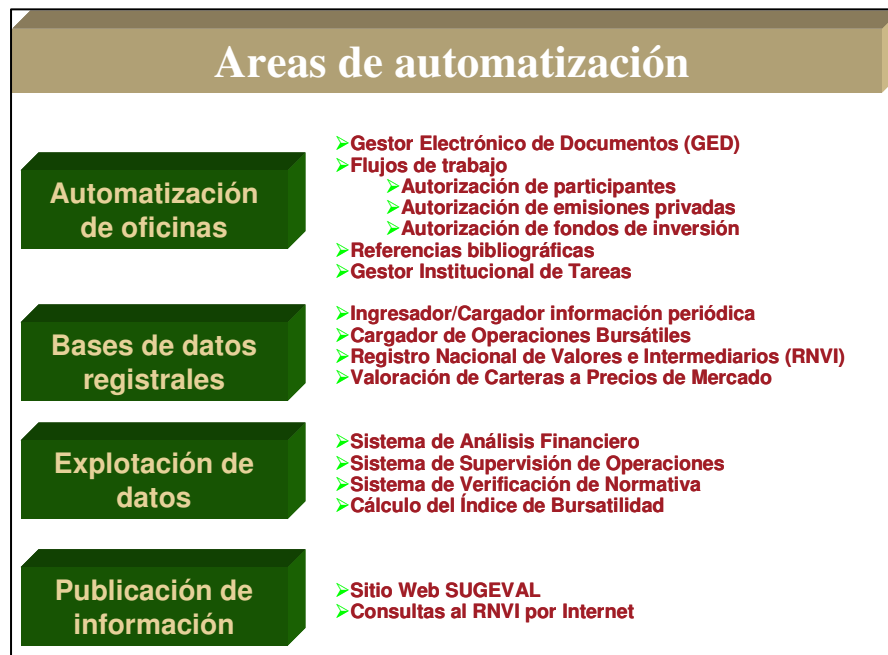
En la transformación institucional han sido centrales dos tipos de actividades: la reestructuración, que ha tenido dos fases e implicó la renovación de casi el 50% del personal heredado de la Comisión Nacional de Valores, y la automatización de diversos procesos.

Paralelo a los esfuerzos de modernización, desde finales del año 1998 la SUGEVAL arrancó el proceso de concepción y desarrollo del Sistema Integrado de Información.

La construcción del Sistema Integrado de Información (SII) ha incluido acciones y desarrollos en cuatro áreas: 1-automatización de oficinas, 2-bases de datos registrales, 3-explotación de datos y 4-publicación de información. En el primer caso se trata de la integración y centralización de toda la información documental de carácter oficial, procedente de los supervisados y, en general, tanto del exterior como del interior de la SUGEVAL, en un repositorio diseñado para esos fines: el Gestor Electrónico de Documentos (GED). En este contexto también se incluye el Sistema de Referencias Bibliográficas y la automatización de procesos con tecnología de flujos de trabajo. En el ámbito de las bases de datos registrales, se incluyen los sistemas que permiten traer en forma electrónica, la información proveniente de las entidades supervisadas (estados financieros, estados de captación, información diaria de los fondos de inversión, operaciones bursátiles, etc.), la cual es almacenada en las bases de datos que soportan las aplicaciones de SUGEVAL. En el área de explotación de datos, se contemplan una serie de subsistemas para el análisis de la información como son el Sistema de Análisis Financiero, el Sistema de Análisis y Supervisión de Operaciones Bursátiles, el Sistema de Verificación de Normativa y el Sistema para el Cálculo del Índice de Bursatilidad. Con respecto a la publicación de información, la línea que se ha seguido es utilizar la red internet para poner a disposición del medio en general, toda la información de carácter público que se tenga almacenada en las bases de datos, principalmente en lo que respecta al Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI).

La estrategia de construcción e implantación fue planteada para ser cubierta por etapas, en cada una de las cuales se ha pretendido construir la

infraestructura tecnológica necesaria y cubrir los elementos mínimos que garanticen el inicio de operación de los nuevos sistemas y su integración futura con las otras aplicaciones que forman parte de este sistema. Es así como SUGEVAL en los últimos 4 años ha desarrollado e implementado más de 16 aplicaciones informáticas distribuidas en las 4 áreas de automatización descritas anteriormente. En la siguiente figura se resumen dichas aplicaciones:



ANEXO 2

Comunicación

Desde su creación en el año 1998, la Superintendencia ha realizado grandes esfuerzos en materia de comunicación, con el principal propósito de divulgar su estrategia de desarrollo del mercado de valores y de facilitar el proceso de negociación relacionado con las diversas transformaciones. Las actividades más importantes se resumen a continuación:

- **Jornada anual**

A partir de 1999 se realiza cada año la Jornada SUGEVAL, con el fin de celebrar la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores que se dio el 27 de marzo de 1998. Este evento ha contado con la participación de expositores nacionales e internacionales de gran trayectoria y ha reunido a un promedio de 150 personas cada año para reflexionar sobre distintos temas de interés para el desarrollo del mercado de valores costarricense.

Fecha	Tema	Cantidad de participantes
9 de abril de 1999	Banca, Apertura y Mercado de Valores	150
24 de marzo del 2000	El futuro de la negociación de valores	180
4 de mayo del 2001	Integración y competencia de los mercados de valores	150
10 de mayo del 2002	Servicios de valores agregado en el mercado de valores	120

- **Talleres y seminarios**

Durante los últimos cinco años, la SUGEVAL ha organizado talleres y seminarios de capacitación dirigidos a grupos específicos. En algunos casos, estas actividades han sido impartidas por expositores nacionales e internacionales, en otros, por los propios colaboradores de la Superintendencia. Algunos de los temas tratados en los talleres han sido: estandarización de la deuda privada, valoración a precios de mercado, la transición hacia anotación en cuenta, los sistemas cargadores e ingresadores de información financiera, la deuda pública en Costa Rica, la actividad de custodia, la titularización de hipotecas.

- **Foros periódicos**

Estas actividades -concebidas como espacios de reflexión e intercambio sobre los procesos de cambio enfrentados por el mercado de valores costarricense- dieron inicio en mayo 2000. Con la participación de expositores nacionales e internacionales se han generado amplias discusiones en los 11 foros efectuados durante el período 2000-2002. A cada foro han asistido más de cien personas de los diversos sectores del mercado.

AÑO	TEMA	EXPOSITORES	PARTICIPANTES
2000	1. El futuro de la titularización en Costa Rica	Javier Cascante Tesorero Tesorería Nacional, Fiorella Carvajal Directora Asesoría Jurídica SUGEVAL	180
	2. Desafíos de la liquidación de valores en tiempos de cambios	José Rafael Brenes, Gerente Banco Central Dennis Earle, Managing Director DTCC	180
	3. Fondos de capital de riesgo	Federico Carrillo Gerente Bolsa Nacional de Valores, Sergio Sauma Director Finanzas Corporativas de la Corporación Interfin, Elian Villegas Director Oferta Pública SUGEVAL	220

AÑO	TEMA	EXPOSITORES	PARTICIPANTES
	4. Valoración a precios de mercado	Adolfo Rodríguez, Superintendente SUGEVAL, Rodolfo Méndez Subgerente Bolsa Nacional de Valores	210
	5. Títulos extranjeros	Rafael del Carpio y Joel Cohen Serior Vice Presidents BAC Securities Corp. de Miami	160
	6. Desarrollo de los mercados de deuda pública	Clemente del Valle Funcionario Banco Mundial y Exdirector General de Crédito Público Colombia	160
2001	1. La oferta pública de valores en los albores del siglo XXI	Adolfo Rodríguez, Superintendente SUGEVAL, Fiorella Carvajal Directora Asesoría Jurídica SUGEVAL	96
	2. Modernización de la supervisión bancaria	Bernardo Alfaro Superintendente SUGEF, Gerardo Corrales Gerente Financiero Banco de San José	134

AÑO	TEMA	EXPOSITORES	PARTICIPANTES
	3.Custodia de valores	Antonio Romero, Consejero Técnico de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera España, Alfredo Salamanca, Director Deutsche Bank, New York, USA	128

AÑO	TEMA	EXPOSITORES	PARTICIPANTES
2002	1. The Enron Case: Implications for board members and external auditors	Daniel Levin Socio Levin & Srinivasan LLP, New York	100
	2. La Modernización de la Tesorería Nacional y de la Gestión de la Deuda Pública: Logros y Pendientes	Javier Cascante Elizondo Tesorero Tesorería Nacional	125

- **Otras actividades de capacitación**

Para atender solicitudes específicas de sectores directa o indirectamente relacionados con el mercado de valores costarricense, la SUGEVAL ha programado otro tipo de actividades de capacitación, a cargo de funcionarios de la Institución.

Desde octubre del 2001 se inició una capacitación conjunta para los funcionarios del Ministerio Público, de la SUGEF y de la SUGEVAL, con el objetivo de dotar de conocimientos comunes a los colaboradores de las tres instituciones. Esta actividad se extendió hasta el año 2002 y ha tenido una participación de alrededor de 30 personas.

Por otra parte, en el 2002, para atender una solicitud en ese sentido, se ofreció capacitación a funcionarios de la Contraloría General de la República, Por medio de una charla impartida a un grupo de alrededor de 30 personas que trabajan en el área de inspección, se explicaron los procedimientos empleados

en la supervisión de bolsa, puestos de bolsa y sociedades de fondos de inversión.

Finalmente, se impartió capacitación a los funcionarios de Tributación Directa. Dicha actividad consistió en una sesión de varias horas, mediante la cual se transmitió conocimientos en materia de fondos de inversión a un grupo de 30 personas.

- **Memorias anuales**

En atención a lo que dispone el artículo párrafo segundo del artículo cuatro de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y con el fin de dar a conocer al mercado los principales logros de su quehacer, la SUGEVAL elabora cada año la Memoria Institucional, en la cual se resume las principales actividades llevadas a cabo por la Superintendencia en los distintos ámbitos de su quehacer: elaboración de normativa, autorización de oferta pública de valores y servicios, supervisión e información y comunicación. También se hace un recuento de los logros alcanzados en materia de desarrollo institucional. LA memoria constituye un momento importante para fijar posición en torno a la estrategia de desarrollo prevista para los meses siguientes.

Además, a partir de 1999 se ha publicado consecutivamente el Informe Anual de los Mercados de Valores. Resume el panorama general del mercado de valores costarricense: sus características, participantes y principales mercados. Asimismo, analiza la evolución y características del mercado primario y resume lo acontecido en el mercado secundario, en inversión colectiva y en las operaciones que llevan a cabo los puestos de bolsa. Esta publicación se ha convertido en un instrumento útil para los estudiosos del mercado y para los interesados en conocer las principales tendencias de su desarrollo.

- **Informes periódicos**

Desde el primer trimestre del 2002 se implementaron una serie de mejoras en la difusión de los reportes que produce la SUGEVAL, específicamente en cuanto a tiempo de entrega y contenidos.

El Boletín Estadístico mensual existente salió de circulación (se produjo hasta diciembre del 2001) y en su lugar, se puso a disposición del público a través de internet el informe semanal y el informe quincenal, los cuales circulan por correo electrónico a una lista de alrededor de 1300 usuarios.

El Informe Semanal del Mercado contiene el resumen de la actividad bursátil del país, con algunos indicadores financieros de los mercados internacionales, así como de los acuerdos emitidos por los reguladores:

- Aprobaciones de Oferta Pública
- Volúmenes negociados por semana

- Volúmenes de negociación del mercado primario y secundario
- Resumen de las subastas
- Resumen de las recompras y compraventas
- Volúmenes negociados en el mercado secundario, en el mercado de liquidez y en el mercado interbancario
- Acuerdos tomados por la Superintendencia General de Valores y por el Banco Central de Costa Rica
- Comunicados de la Bolsa Nacional de Valores
- Eventos de interés para el mercado
- Noticias nacionales e internacionales

Por su parte, el Informe Quincenal de Fondos de Inversión incluye el resumen de la información reportada por los fondos de inversión:

- Activos totales administrados por fondos de inversión tanto en colones como en dólares y número de inversionistas
- Activos administrados por sociedades administradoras de fondos de inversión
- Rendimientos pagados por los fondos de inversión
- Valores de participación de los fondos de inversión
- Información sobre los fondos de inversión inmobiliarios
- Comisiones cobradas a los clientes de los fondos de inversión y comisiones pagadas a los puestos de bolsa
- Inversiones por sector público o privado

A febrero del 2003 se han difundido un total de 86 informes semanales y 50 informes quincenales.

• **Cartas informativas**

Se concibieron como un instrumento para informar al mercado de valores sobre las actividades que realiza la Superintendencia, los proyectos que emprende y en general, sobre novedades como la aprobación de reglamentos y acuerdos que puedan resultar de su interés.

Del año 1999 a marzo del 2003 se han difundido un total de 62 cartas informativas, las cuales circulan electrónicamente a una lista de destinatarios de alrededor de 1300.

• **Otros instrumentos**

En un esfuerzo por fomentar el desarrollo de la cultura financiera de los inversionistas y del público en general, la Superintendencia ha elaborado una serie de folletos informativos sobre diversos temas.

A lo largo de estos cinco años, se han adicionado nuevos ejemplares con base en las consultas atendidas a través del Área de Gestión de Información de la

SUGEVAL y para apoyar algunos procesos de cambio, como la valoración a precios de mercado.

Actualmente se cuenta con un total de 14 tipos de folletos que versan sobre la Superintendencia y sus funciones, los productos existentes en el mercado y otros temas de interés, los cuales han sido distribuidos entre los puestos de bolsa, con el fin de que los divulguen entre sus clientes.

Por otra parte, desde la creación de la SUGEVAL se ha trabajado en la producción de publicaciones en los medios de comunicación escrita dirigidas a los participantes del mercado de valores, sobre distintos temas de su interés.

Desde el año 1999 se llevan a cabo dos publicaciones anuales, una en marzo y otra en octubre, con el fin de informar al público sobre las entidades que regula la Superintendencia y de atender lo acordado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

Con el fin de dar a conocer el quehacer de la Institución en lo que respecta a servicios informativos, en el año 2002 se trabajó en el diseño de tres avisos para prensa escrita que se publicaron durante tres lunes consecutivos (La Nación, La República, El Financiero: 9, 16 y 23 de diciembre).

El texto de las publicaciones versó sobre:

- El nuevo sitio web de la Superintendencia:
- El Registro Nacional de Valores e Intermediarios
- Publicaciones periódicas que produce la SUGEVAL: informe semanal del mercado e informe quincenal de fondos de inversión.

El objetivo de estos mensajes es potenciar al usuario en el empleo de los servicios informativos que la SUGEVAL