

SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES
SUGEVAL

INFORME FINAL DE GESTIÓN

Danilo Montero Rodríguez

Marzo 2007

ÍNDICE

I.	Resumen ejecutivo.....	3
II.	Introducción	5
III.	Labor sustantiva institucional.....	5
IV.	Cambios en el entorno	10
V.	Resultados de la gestión.....	13
	1. Propuesta de una estrategia de desarrollo.....	13
	2. Generación del nuevo marco reglamentario.....	14
	3. Nuevo enfoque de supervisión	15
	4. Esfuerzos en educación al inversionista.....	17
	5. Enfoque internacionalización del mercado	19
	6. Coordinación con otras instituciones públicas	21
	7. Resolución de casos de procesos administrativos.....	22
	8. Proyecto de reforma a la Ley reguladora en el capítulo de sanciones.....	23
	9. Fortalecimiento de la estructura de la organización	23
VI.	Observaciones o sugerencias.....	26
	1. Reforma a la ley reguladora en su capítulo de sanciones	26
	2. Generación de un mercado líquido y profundo de la deuda pública	27
	3. Profundizar el proceso de internacionalización del mercado costarricense.....	28
	4. Mantener el énfasis en la educación del inversionista	28
	5. Alcanzar la meta de una supervisión basada en riesgos.....	29
	Anexo	30

I. Resumen ejecutivo

El 28 de marzo del 2005 inicié mis funciones como Superintendente General de la Sugeval, según consta en el artículo 4 de la Sesión 500-2005 del 24 de febrero del 2005, y finalicé tales funciones el día 8 de marzo de 2007, como consta en el artículo 5 de la Sesión 634-2007, celebrada en esa misma fecha.

En forma general mis funciones estuvieron enfocadas a cumplir con las responsabilidades y labores sustantivas que prevé la ley 7732 (Ley reguladora del mercado de valores) y su reglamentación, y como jerarca de la institución, a velar por el estricto cumplimiento de los objetivos que la misma ley, en el artículo 3, asigna a la Superintendencia:

"velará 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 la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines. Regirá sus actividades por lo dispuesto en esta ley, sus reglamentos y las demás leyes aplicables.

La Superintendencia regulará, supervisará y fiscalizará los mercados de valores, la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos y los actos o contratos relacionados con ellos, según lo dispuesto en esta ley."

A continuación un resumen de las labores más importantes desarrolladas como Superintendente en el periodo de casi dos años:

- ✓ Elaboración de una estrategia para el desarrollo de largo plazo del mercado de valores costarricense
- ✓ Revisión y discusión interna de normativa de mercados de referencia
- ✓ Elaboración, revisión y presentación al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CNS), con su respectiva aprobación, de un nuevo marco reglamentario para Oferta Pública, Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, actividad de custodia, calificadoras de riesgo, sistema de anotación en cuenta y bolsas de comercio.
- ✓ Elaboración, revisión y presentación al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CNS), para enviar en consulta al medio, de un marco reglamentario para la gestión integral de riesgos.

- ✓ Coordinación para que finalmente iniciara funciones el sistema de anotaciones en cuenta del Banco Central de Costa Rica, para las nuevas emisiones del Banco y del Ministerio de Hacienda, a partir de enero de 2007.
- ✓ Adopción de las medidas para la efectiva entrada en funcionamiento del régimen de custodia de valores para las carteras de los fondos de inversión, a partir de noviembre de 2006.
- ✓ Autorización y entrada en operación de nuevas entidades de custodia de valores, conforme al nuevo régimen, incluyendo entidades bancarias, a partir de enero 2007.
- ✓ Aprobación de un presupuesto extraordinario, en el último trimestre de 2006, para la adquisición del equipo de cómputo requerido para la habilitación de un sitio de procesamiento alterno, que inicialmente operará en las instalaciones del Banco Central de Costa Rica.
- ✓ Autorización de nuevas figuras de oferta pública como programas de emisiones, el primer fondo de desarrollo inmobiliario y la primera sociedad titularizadora, de acuerdo con la nueva normativa.
- ✓ Ejecución de una nueva estrategia en materia de educación al inversionista que contempló entre varios aspectos dos ferias del inversionista y siete jornadas del inversionista, eventos diseñados para la educación y formación en materia de inversiones.
- ✓ Finalización de la evaluación del marco legal costarricense para suscribir un acuerdo de entendimiento (MMoU) para formar parte del Anexo B de IOSCO, y se inició el proceso de evaluación del grado de cumplimiento de los 30 Principios de IOSCO, como parte del proceso de internacionalización del mercado local.
- ✓ Realización de al menos una visita a cada una de las juntas directivas de los puestos de bolsa o sociedades administradoras de fondos, para explicar el enfoque de desarrollo del mercado propuesta en la estrategia de la Sugeval.
- ✓ Resolución de la totalidad de los Procesos Administrativos pendientes de la crisis de los fondos de inversión de 2004, y cuando correspondió, fueron elevados en apelación ante el Consejo.

En síntesis, se logró renovar casi la totalidad de la normativa del mercado, se avanzó en la introducción de un nuevo enfoque de supervisión basada en riesgos, conforme a los estándares internacionales, y se crearon las condiciones para un desarrollo del mercado acorde con una economía más dinámica, integrada y competitiva.

II. Introducción

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CNS) acordó nombrar al suscrito como superintendente general de la Sugeval por un período de 5 años, a partir del 28 de marzo de 2005, según el artículo 4 de la Sesión 500-2005 del 24 de febrero del 2005. Mi nota de renuncia fue conocida y aceptada por el mismo Consejo el día 8 de marzo de 2007, como consta en el artículo 5 de la Sesión 634-2007, efectiva al finalizar ese mismo día.

En consecuencia, presento a continuación el informe final de la gestión que desempeñé durante casi 2 años como superintendente general de valores. El informe se presenta de conformidad con los siguientes documentos:

1. Directriz D-1-2005-CO-DFOE, de la Contraloría General de la República, *"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"*.
2. *"Directrices complementarias al informe final de gestión establecido en la Ley General de Control Interno"*, aprobadas por el Consejo Nacional de Supervisión Financiera, según el artículo 16, de la Sesión 534-2005, celebrada el 27 de octubre del 2005.

III. Labor sustantiva institucional

El nombramiento del Superintendente al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, que se crea mediante artículo 169 de la Ley 7732, Ley Reguladora del Mercado de Valores del 19 de diciembre de 1997. Se trata de un órgano colegiado de dirección superior de las tres Superintendencias del Sistema Financiero: Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y Superintendencia de Pensiones (SUPEN).

Corresponde al CONASSIF dictar los lineamientos y políticas relativas al marco regulatorio. Su creación obedece a la necesidad de fortalecer la coordinación de las Superintendencias en la regulación y supervisión de las entidades que operan en el sistema financiero costarricense.

Las principales funciones que le competen al CONASSIF, según el artículo 171 de la mencionada Ley, son las siguientes:

1. Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión,

fiscalización y vigilancia que deben ejecutar las Superintendencias.

2. Ordenar la suspensión de las operaciones y la intervención de los sujetos regulados por las Superintendencias.
3. Suspender o revocar la autorización otorgada a los sujetos regulados por las diferentes Superintendencias o la autorización para realizar la oferta pública, cuando corresponda.
4. Aprobar las normas aplicables a los procedimientos, requisitos y plazos para la fusión o transformación de las entidades financieras.
5. Aprobar las normas atinentes a la constitución, traspaso, registro y funcionamiento de los grupos financieros.
6. Conocer y resolver en apelación los recursos interpuestos contra las resoluciones dictadas por las Superintendencias.
7. Conocer, en apelación, de las resoluciones que dicten las bolsas de valores respecto a la autorización de los puestos de bolsa y la imposición de sanciones a los puestos y agentes de bolsa.
8. Reglamentar el intercambio de información que podrán realizar entre sí las diferentes Superintendencias, para el cumplimiento la supervisión prudencial.
9. Aprobar las normas generales de organización de las Superintendencias y las auditorías internas.
10. Aprobar el plan anual operativo, los presupuestos, sus modificaciones y la liquidación presupuestaria de las Superintendencias.
11. Designar comités consultivos que examinen determinados temas y emitan recomendaciones con carácter no vinculante.
12. Aprobar las normas que definan cuáles personas físicas o jurídicas relacionadas se considerarán parte del mismo grupo de interés económico, para asegurar una diversificación adecuada de las carteras y resolver y evitar los conflictos de interés.
13. Aprobar las disposiciones relativas a las normas contables y de auditoría, así como la frecuencia y divulgación de las auditorías externas a que obligatoriamente deberán someterse los sujetos supervisados.
14. Aprobar las normas referentes a la periodicidad, el alcance, los

procedimientos y la publicación de los informes rendidos por las auditorías externas de las entidades fiscalizadas, con el fin de lograr la mayor confiabilidad de estas auditorías.

15. Aprobar las normas aplicables a las auditorías internas de los entes fiscalizados por las Superintendencias, para que estas ejecuten debidamente las funciones propias de su actividad.
16. Aprobar las normas garantes de la supervisión y el resguardo de la solidez financiera de los regímenes de pensiones.
17. Resolver los conflictos de competencia que se presenten entre las Superintendencias.
18. Nombrar y remover al Superintendentes, Intendentes, auditores y subauditor interno de la SUGEF.

Por su parte, al Superintendente le corresponden las siguientes atribuciones, según señala el artículo 8 de la Ley reguladora:

- 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.

IV. Cambios en el entorno

Si bien permanecí en el cargo algo menos de dos años, en el entorno financiero, local y regional, se produjeron intensos cambios que habrán de marcar sin duda el desarrollo del sistema financiero, no solo a nivel del mercado de valores sino de la misma actividad bancaria. Estos cambios, por su parte, se originan de un proceso de transformación paulatino de toda la estructura económica del país, junto con un prolongado periodo de alta liquidez de los mercados financieros internacionales.

Dichos cambios, además, no estuvieron asociados a reformas legales, las cuales ya se habían producido durante la segunda mitad de los años noventa. Los cambios del entorno del periodo se pueden resumir en tres aspectos:

Reducción significativa de la oferta de papeles negociables

Una mejora relativa pero sostenida de las condiciones económicas del país, asociado de una alta liquidez mundial, ha supuesto no solo un mejoramiento de las posibilidades de inversión de los costarricenses sino un ingreso masivo de capitales al país, creando una capacidad incrementada de financiamiento de los bancos.

Por otro lado, con la reforma a la Ley del trabajador, los regímenes de pensiones han tenido que adoptar un manejo más activo de sus inversiones. Y al mismo tiempo, la mejora relativa de las finanzas del Gobierno redujo las necesidades de captación en el mercado de valores, dejando el espacio casi exclusivo al Banco Central de Costa Rica.

Estas circunstancias han conducido a un proceso doble de efecto único. Por un lado, una gestión muy agresiva de los bancos comerciales por colocar sus excesos de liquidez mediante préstamos a las empresas. De esta manera, desde 2005 se aprecia un proceso sostenido de salida de bolsa por parte de empresas inscritas, con su correspondiente reducción en la oferta de papeles, que se une a la menor oferta del Ministerio de Hacienda.

Por el otro lado, una demanda creciente de los fondos de pensiones por papeles en que invertir, que se unió a la recuperación relativa de los fondos de inversión, luego de la crisis de 2004.

El efecto es un estrujamiento del mercado, que conduce a una presión sobre los precios de los papeles disponibles, similar a la que se puede apreciar a nivel internacional. En el caso de inversiones en moneda extranjera, esa presión ha sido atendida mediante el traslado de capitales a papeles extranjeros, en especial

bonos del Tesoro de los EEUU. Sin embargo, en colones esa presión no es tan fácil de gestionar, lo que ha conducido a una reducción importante en los niveles de rentabilidad, estimulados al mismo tiempo por las disminuciones que el Banco Central de Costa Rica ha promovido de las tasas de interés internas, en especial a partir del último trimestre de 2006, cuando introdujo cambios en el régimen cambiario de mini-devaluaciones.

Independientemente del entorno monetario de este proceso, lo cierto es que el mercado de valores muestra una curiosa transformación, en que junto a las grandes oportunidades que podría brindar una economía líquida, se van agotando las empresas que den materia prima al mercado local.

Compra de bancos por parte de entidades internacionales

El segundo cambio significativo que se da en el periodo en que serví como Superintendente, es la compra de empresas inscritas en bolsa por parte de extranjeros y, más importante aun, la entrada de bancos extranjeros con operación mundial.

En efecto, el grupo inglés HSBC adquirió el Banco Banex, miembro del Grupo Banistmo de Panamá, mientras la corporación canadiense Banco Nova Scotia adquirió la casi totalidad de acciones de Banco Interfin, procesos que fueron culminados con sendas OPA's, una en Panamá y la segunda en Costa Rica.

Por su parte, Citigroup de Nueva York cerró la compra de Banco Uno, así como la compra masiva de activos y subsidiarias de la corporación UBCI (Grupo Banco Cuscatlán), con operaciones en toda la región. El primero fue un negocio privado, pues el Grupo Uno no cotizaba sus acciones en bolsa. En el caso de Cuscatlán, se trata de una operación más compleja, pues no se adquieren las acciones de la casa matriz sino los activos de las empresas que la componen, a la vez que se trata de acciones de UBCI que cotiza en cuatro mercados de bolsa: Costa Rica, Panamá, El Salvador y España.

La principal consecuencia, a la fecha de este informe, es un intenso proceso de ajustes en la operación de la industria bancaria, tanto a nivel local como de la región como un todo. Ello seguramente tendrá impacto en el funcionamiento de los grupos financieros y, en particular, de sus subsidiarias del mercado de valores, porque se trata de "jugadores" con amplia experiencia global, pero a quienes podría resultarles poco atractivos los pequeños y poco sofisticados mercados de la región.

Un Banco Central menos alineado con el mercado de valores

La Ley reguladora del mercado promulgada en 1997 tenía, no solo una clara identificación con el modelo español, sino que además reproducía la filosofía adoptada en aquel país. Por un lado, asignaba a los intermediarios una serie de funciones vitales para la correcta formación de precios en los mercados secundarios y que creaba diversos mecanismos que perseguían dotar al mercado español de condiciones para competir en un entorno más globalizado. Mecanismos como la anotación en cuenta, la estandarización de la deuda pública, la figura de la custodia de valores, el papel de las carteras colectivas, son solo algunas de las manifestaciones de esa visión, la que fue liderada por el Banco Central de Costa Rica.

Durante el periodo que me correspondió desempeñar como Superintendente se produjo un cambio paulatino en la visión del Banco Central de Costa Rica, explicado en parte por el cambio en los miembros de su junta directiva, pero también por un aumento sustancial en los grados de libertad del ente emisor para ejercer su política monetaria, pues logra menores niveles de inflación y niveles nunca antes vistos de reservas internacionales.

En su preocupación por bajar los niveles de sus pérdidas cuasi-fiscales, busca reducir los costos de su política monetaria bajando las tasas de interés, tratando de alcanzar niveles más parecidos a los de los bancos comerciales. Ello lo conduce a la apertura de mecanismos de colocación de depósitos desestandarizados (Central Directo), que en criterio del suscrito solo drenó liquidez que de otra manera tenía la capacidad de colaborar en la formación de precios en el mercado secundario.

Al mismo tiempo, diversas situaciones ocurridas en meses previos a mi llegada condujeron a que, mecanismos como el manejo de la anotación de la deuda pública, que la ley preveía que fuera administrado por el sector privado, fueran encontrando cada vez más resistencia, hasta que se resolvió que se dejara en el Banco Central de Costa Rica.

Finalmente, en su esfuerzo por controlar la inflación y al mismo tiempo manejar un cambio en el régimen cambiario, el Banco Central de Costa Rica se vio obligado a un manejo de sus tasas de interés mucho menos predecible de lo que recomiendan los expertos internacionales, provocando una mayor volatilidad de los retornos en el mercado, en especial durante enero y febrero 2007, limitando en mi criterio la capacidad de los agentes económicos de realizar pronósticos razonables.

Este tipo de circunstancias confirma un cambio en la forma en que el Banco Central de Costa Rica percibe el papel de los mercados de valores locales. Si bien puede ser justificado por objetivos de control de la inflación, es probable que sus efectos sean permanentes en la operación o en la existencia misma del mercado.

V. Resultados de la gestión

En casi dos años de desempeño como Superintendente de valores hubo oportunidad para cubrir una amplia gama de temas, con base en las atribuciones que me otorgaba la Ley y según los objetivos propuestos en la estrategia. A continuación se presenta un resumen agrupado por la materia de que se trata.

1. Propuesta de una estrategia de desarrollo

El primer esfuerzo se refiere a la generación de una estrategia para el desarrollo del mercado de valores (ver anexo para mayor detalle), que respondiera a un objetivo de transformarlo en cuatro sentidos:

- Reducir al mínimo el riesgo sistémico
- Propiciar un proceso de apertura controlada del mercado, como una táctica más efectiva para atacar algunas de las causas de la crisis de los fondos de 2004
- Introducir incentivos directos a la operación de las carteras colectivas, como un mecanismo idóneo para la mejor gestión de los riesgos de los inversores
- Realizar mejoras sustanciales a la operación de la Sugeval, para poder satisfacer las demandas de servicio de un mercado más complejo

La estrategia contenía un primer componente de acciones de corto plazo, uno a dos años, que cubría cuatro aspectos que orientaron el trabajo:

1. Mejorar y ampliar la oferta de productos y servicios
2. Una gestión de riesgos más estructurada y estricta en las carteras colectivas
3. Adecuar supervisión para una actuación oportuna
4. Mayor capacitación e información para el inversionista

De esta manera, se logró que todo el proceso de reforma que se realizó tuviera un norte y una columna vertebral que le daba sentido. Cabe indicar que la estrategia siempre partió de que lo ideal habría sido la reforma a la Ley reguladora, pero esa iniciativa se consideró que consumiría valiosos recursos que se podían dedicar a mejorar el marco regulatorio en un periodo más corto.

Conviene indicar que, como es de esperar, cualquier proceso agresivo de reforma refleja la visión personal del funcionario que la propone y promueve. En mi caso personal, la estrategia está inspirada en una filosofía de relativa

liberalización del mercado para efectos de política pública, partiendo de que el otorgamiento de mayores facultades de acción a los regulados es más efectivo que la aplicación de reglas obligatorias, para crear una cultura de mercado. Esta premisa quedó reflejada a lo largo de la mayor parte de la regulación que se menciona en el siguiente apartado. Al mismo tiempo, explica la necesidad de un enfoque renovado en materia de supervisión, con una clara orientación hacia la gestión integral de los riesgos, tarea que implica un esfuerzo interno de los regulados mucho mayor, pues son ellos quienes deben definir políticas y procedimientos para controlar sus riesgos, en vez de existir reglas únicas y fijas impuestas por la entidad reguladora. Esta perspectiva, en criterio del suscrito, no solo es la que domina en los mercados de mayor experiencia sino también es más conveniente, en términos de costo y en efectividad.

2. Generación del nuevo marco reglamentario

Con la orientación de la estrategia, se abordó el esfuerzo de generar los reglamentos que pudieran satisfacer los objetivos en ella propuestos. Si bien se tomó como base las reglas ya existentes, una gran parte de ella fue actualizada, ya fuera porque la experiencia de los funcionarios de la Sugeval así lo mostraba o bien porque otros órganos reguladores recomendaban un cambio en los criterios que les habían dado origen en su momento, 6 o 7 años atrás. En este proceso, mi papel incluyó hacer el balance entre una apertura razonable para la realización de negocios y un nuevo marco de reglas que obligara a una mejor divulgación al inversor de los riesgos.

En un espacio de cerca de 18 meses, la Sugeval desarrolló y logró la aprobación de los siguientes reglamentos, lo que supuso cambiar prácticamente toda la normativa existente:

- Reglamento de oferta pública de valores
- Reglamento de Sociedades y fondos de inversión
- Reglamento de custodia de valores
- Reglamento sobre calificación de valores y calificadoras
- Reglamento para la anotación en cuenta de valores

Asimismo, como consecuencia de un criterio de la Procuraduría General de la República, se definió que corresponde a la Sugeval supervisar la operación de las bolsas de comercio, razón por la cual también se generó un Reglamento para ese tipo de actividad.

Para completar las acciones de corto plazo indicadas en la estrategia, se elaboró y se envió en consulta, durante febrero y marzo de 2007, el Reglamento para la gestión de riesgos. En mi criterio, no solo se trata de una herramienta vital para

favorecer la estabilidad del mercado sino que ha de resultar la piedra angular para el desarrollo de un mercado más ordenado y dinámico, por lo que no tengo duda en considerarlo el Reglamento más importante que la Sugeval pueda elaborar desde sus orígenes.

Junto con el marco reglamentario vino el desarrollo de los Acuerdos del superintendente, que le dan contenido a aspectos particulares que el Consejo asigna al regulador. Para ello, justo antes de mi salida, se encontraban en su fase final de elaboración dos de los acuerdos más importantes, a saber: Guía para la elaboración de prospectos de emisiones de valores y Guía para la elaboración de prospectos de fondos de inversión.

En concordancia con el enfoque normativo, y sobre la base de los contenidos en esas regulaciones, se procedió a generar o actualizar los Acuerdos del Despacho, los cuales están en vigencia:

- Acuerdo para la anotación en cuenta
- Acuerdo para la implantación del servicio de custodia de valores
- Acuerdo de Tecnología de Información (TI) para puestos de bolsa y sociedades administradoras de fondos
- Modificación del Acuerdo de valoración de carteras de los fondos de inversión (se extendió la obligación de valorar a precios de mercado todos los títulos en los fondos de inversión o de pensiones, excepto los de menos de 180 días en los fondos de mercado de dinero)
- Modificación del Acuerdo para la recompra de acciones por parte de las empresas emisoras (se aumentó el margen de acciones que la empresa puede adquirir por semana)

Conviene agregar que, en cuanto al Reglamento de auditores externos y gobierno corporativo, aun cuando fue impugnado ante la Sala Constitucional, se procedió a tramitar el registro de las firmas de auditores, autorizadas para brindar tales servicios a las empresas reguladas del sistema financiero, en coordinación con las otras dos superintendencias.

Al momento de la elaboración del presente informe, se encontraba en proceso de revisión los comentarios y observaciones, luego de su periodo de consulta, un borrador de Acuerdo para la elaboración del perfil del inversionista, mediante el cual se perseguía formalizar un mecanismo para lograr una mejor asociación entre los objetivos del cliente y las operaciones que se realizan por cuenta de él.

3. Nuevo enfoque de supervisión

Siempre en el marco que define la estrategia propuesta, se inició un proceso de cambios en el enfoque de la supervisión de los regulados. En un contexto de mayor dinamismo de los mercados y la economía en general, se estimó que la supervisión debe ser más inmediata, de manera que sin impedir que se respeten los mecanismos formales de actuación, la entidad pudiera enviar al medio el mensaje de que está plenamente involucrada en la operación de los mercados.

Los siguientes esfuerzos reflejan ese cambio de enfoque:

- Visitas personales a las juntas directivas de los regulados, con el fin de transmitirles de primera fuente los objetivos de la estrategia y las preocupaciones sobre el funcionamiento del mercado, y a la vez que abría la oportunidad de los directores de comprender la gravedad de sus responsabilidades
- Visitas personales a aquellas entidades que en mi opinión mostraban problemas de control más allá de lo aceptable, por lo que dejamos de limitarnos a que nuestras inquietudes quedaran contenidas en un oficio sino que, acompañado de los funcionarios correspondientes, hacíamos ver nuestros puntos y buscamos compromisos de la administración de la entidad de que se tratara. La experiencia de resultados en el muy corto plazo sugieren que fue un enfoque efectivo.
- Todos los informes de visita de inspección, a partir de setiembre de 2005 se comenzaron a enviar con copia a las juntas directivas. Si bien al principio la medida generó algún estrés entre los gerentes, luego se comprendió que era de alto beneficio para lograr mayor compromiso.
- A partir de mediados de 2006 se comenzó a enviar a las sociedades administradoras el resultado de la evaluación de desempeño operativo que le aplica la Sugeval, según una metodología que también se hizo del conocimiento de cada administración. De esta forma, no solo saben qué calificación obtienen sino por qué.
- Ante la quiebra de la firma Refco en los Estados Unidos de América, y el posible incumplimiento de sus obligaciones, como custodio de algunos puestos de bolsa, se requirió de inmediato, como medida precautoria, una provisión de al menos el 50% de la posición en valores mantenidos por medio de esa firma. La desenlace posterior del caso demostró que la actuación de la Sugeval fue oportuna y equilibrada.

En criterio del suscrito, este tipo de actuaciones le aporta credibilidad a la Superintendencia a la vez que le permite ir consolidando, en el largo plazo, una cultura de gestión y control más robusta y efectiva.

El nuevo enfoque de supervisión, en todo caso, considero que es un proceso que puede tomar al menos tres años más, hasta alcanzar un estándar conocido como

“supervisión basada en riesgos”. Para ello se requieren completar al menos tres etapas más:

- Contar con una regulación en materia de gestión de riesgos, la cual se completó en el mes de febrero de 2007, y a la fecha de este informe se encuentra en consulta del medio. Su aprobación estaba prevista hacia mayo de este mismo año y su implantación durante los siguientes doce meses.
- Una labor de capacitación de los inspectores de la Sugeval, de forma que respondan a un perfil de profesionales más críticos pero además dotados de mayores niveles de información y margen de acción en sus visitas.
- Elaboración de nuevas guías de trabajo de los inspectores para pasar a criterios más dinámicos a través de métricas y parámetros que identifiquen de manera más inmediata las áreas débiles de los regulados

Finalmente, se debe mencionar que uno de los proyectos más ambiciosos que se abordó durante 2006 y debe quedar completado en 2007, se refiere a un sistema de alarmas del mercado, que permita a la Sugeval anticipar movimientos extraordinarios en los precios, volúmenes o concentración de operaciones durante la misma sesión, con escasa diferencia de minutos, a fin de lograr una actuación más oportuna y efectiva. Los avances logrados en el diseño de la aplicación, a la fecha de este informe, sugieren una herramienta de un inmenso valor para contar con indicadores esenciales en la determinación de posibles manipulaciones de precios, una de las faltas más difíciles de probar a nivel internacional.

4. Esfuerzos en educación al inversionista

Uno de los objetivos más importantes que le asigna la Ley reguladora a la Superintendencia es velar por la protección del inversionista. Si bien se puede entender de varias maneras, se estimó que la forma más duradera es aquella en la que el inversor es dotado de los conocimientos suficientes para discriminar si una inversión le conviene o no, según sus propios objetivos.

Para tales fines, se partió además de que había una disponibilidad limitada de recursos para abarcar demasiadas iniciativas, por lo que se buscó concentrar esfuerzos en unas pocas de alto alcance, a la vez que vincular al medio, como parte de sus obligaciones para con sus clientes. Por lo tanto, se adoptaron dos esquemas para ofrecer ese conocimiento:

- **Las jornadas del inversionista.** Son charlas trimestrales, con una duración media de 90 minutos, a cargo de funcionarios de la misma Sugeval, dirigidas a un público muy amplio, con temas esenciales para la

toma de decisiones y en un lenguaje llano y sin tecnicismos innecesarios. Durante mi periodo se realizaron siete jornadas, seis en San José y una Liberia, Guanacaste, en coordinación con la UCR y la UNA, dos en 2005 y cinco en 2006, y ya quedaron programadas al menos cuatro para 2007. A partir de las jornadas de 2006 se adoptó la práctica de invitar a un comentarista, por lo general un experto del mercado o del tema en cuestión. La mayor parte de las jornadas han sido en el Auditorio del TSE, que amablemente lo ha facilitado, y los costos de un refrigerio son cubiertos por la Sugeval.

- **Las ferias del inversionista.** Se trata de un evento más elaborado, en las que durante dos días los inversores pueden asistir en forma gratuita a charlas sobre inversiones, a cargo de invitados que cumplen, como requisito esencial, ser comunicadores. Por lo tanto, no solo se trata de expositores conocedores de su campo sino con amplia capacidad para transmitir con facilidad ese conocimiento. La primera feria se realizó en el CENAC en noviembre de 2005 y la segunda en ese mismo mes de 2006 en Pueblo Antiguo, y a mi salida ya está muy avanzada la organización de la tercera, habiendo asumido Sugeval hasta la fecha todo el peso de la coordinación. Una de las características de las ferias ha sido la participación del medio, por medio de "*stands*" en los cuales ofrecen material y asesoría a los asistentes. Mediante el patrocinio de puestos de bolsa, sociedades de fondos y en particular de la Bolsa Nacional de Valores S.A., se logra cubrir los costos del evento. La idea sería que en un futuro cercano el sector privado asuma el manejo total de la organización de las ferias.
- **Curso libre en la UCR:** En coordinación con la Universidad de Costa Rica, en julio 2006 se logró impartir el primer curso libre sobre mercados de valores, que estuvo a cargo de funcionarios de la Sugeval, y una asistencia muy activa de personas interesadas en conocer nuevos conceptos para la toma de decisiones. Para 2007 se tiene previsto volver a impartirlos en los dos periodos previstos por la UCR.

Los esfuerzos anteriores han sido acompañados de varias iniciativas relacionadas con la difusión y divulgación de información relevante:

- Se elaboraron nuevos diseños de folletos, más sencillos y directos en su mensaje
- Se amplió el contenido de la Web de la Sugeval, con una sección dedicada a revelar empresas que han sido denunciadas por estar realizando oferta no autorizada de servicios con valores
- Se amplió la base de datos de direcciones de correo electrónico de personas interesadas (inversionistas no sofisticados y potenciales inversionistas) en recibir reportes de Hechos Relevantes y de información estadística que genera la institución

5. Enfoque internacionalización del mercado

Una de las limitaciones más importantes para que los inversionistas sean adecuadamente protegidos, es el escaso margen para diversificar sus riesgos en mercados pequeños como el local, lo que explica el interés de la estrategia de promover una apertura controlada. Al mismo tiempo, cuanto más pequeña y concentrada sea la actividad, mayor riesgo sistémico se acumula, con el consiguiente perjuicio de los inversores y el sistema en general. Por lo tanto, me propuse avanzar en un enfoque de mayor internacionalización del mercado local, tanto en el sentido de facilitar el acceso de los inversores a papeles extranjeros como a la eventual presencia de intermediarios foráneos.

Los resultados han sido más evidentes en el primer sentido, ya que por medio de los fondos de inversión, los inversores están teniendo acceso a valores de una gran liquidez y calidad crediticia, como son los bonos del Tesoro de EEUU, al punto que a febrero de 2007, cerca de una tercera parte de los fondos en dólares estaban invertidos en papel extranjero, mientras que no era ni 1% en marzo 2005.

El ingreso de foráneos es probable que tome más tiempo, en parte porque Costa Rica es una plaza poco atractiva en tamaño y en parte porque la tecnología permite un acceso muy rápido y barato a algunos intermediarios, sin pasar por la autorización de la Sugeval, tema que en su momento podrá ser abordado. En todo caso, para que el país goce de cierto reconocimiento, debe satisfacer algunos estándares básicos, que IOSCO ha venido señalando:

- Suscripción de acuerdos de entendimiento (MMoU) para el intercambio de información con otros reguladores. En una primera etapa, y con recursos aportados por FIRST INITIATIVE, se logró el análisis del marco legal para determinar en forma preliminar los cambios que requiere para poder satisfacer un MMoU. A finales de 2006 se inició el proceso formal de evaluación que debe terminar hacia mediados de 2007. Aunque se trata de reformas legales muy polémicas, como permitir el acceso del regulador a información de sujetos no regulados o a las cuentas corrientes, lo más importante será que Costa Rica pueda figurar en el Anexo B de IOSCO, lo que supone al menos la voluntad de promover las reformas a más tardar el 31 de diciembre de 2010.
- Evaluación del cumplimiento de los 30 principios de IOSCO. Algunos de esos principios no son aplicables a los productos que se comercializan en nuestros mercados o bien suponen niveles de desarrollo que están lejos del actual. En todo caso, IOSCO y la mayoría de intermediarios internacionales valora al menos el interés de someter al país al examen y,

sobre los resultados, enfocar las posibles reformas. Esta evaluación se inició a inicios de 2007 y debe estar culminada hacia agosto de este mismo año.

En ese mismo interés de que el país goce de algún reconocimiento internacional, Sugeval se involucró durante mi periodo en tres eventos de gran relevancia:

- Seminario del Toronto Center, en marzo de 2006, en materia de formación de liderazgo en reguladores. Fue instruido por expertos del más alto nivel que se puede lograr, incluyendo el ex regulador del mercado de Australia, y funcionarios de la Comisión de Valores de Canadá. Estuvo dirigido a ejecutivos de alto rango de las entidades reguladoras de la región, y contó igualmente con el patrocinio de FIRST INITIATIVE
- Sugeval se involucró en la elaboración del primer estudio exhaustivo que se realiza de la industria de carteras colectivas de Iberoamérica, el cual fue coordinado por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV), que quedó plasmado en un valioso instrumento de consulta, que contiene información tanto relativa al marco legal de cada país como a cifras de la industria de cada país o sobre los mecanismos de divulgación o comercialización de fondos.
- Con el auspicio también del Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, se coordinó un seminario a nivel iberoamericano en materia de titularización de activos, a realizarse en Costa Rica en el mes de abril 2007. Junto a expositores de España, Colombia, México y Chile, Costa Rica podrá exponer los avances logrados en ese tipo de figuras, permitiendo dar a conocer la capacidad del mercado.

En este apartado conviene agregar que el suscrito mantuvo y mantiene el criterio de que no se justifica efectuar esfuerzos exclusivos para la integración de los mercados de la región. Si bien es un tema que regularmente genera algún interés, lo cierto es que la integración regional se ha venido consolidando con la sola actuación de grupos financieros con cobertura centroamericana, fenómeno que seguramente se tenderá a profundizar con la entrada de los grupos mundiales, que se mencionó más arriba.

Mi tesis personal es que el país debe realizar una serie de esfuerzos que permitan la integración más amplia posible del mercado local, que incluye la región pero no se debe limitar a ella. Además, se trata de mercados con similares debilidades o incluso más intensas que las costarricenses, por lo que serían muy limitados los beneficios esperados a la par de los recursos requeridos para lograr tal integración. En todo caso, podría ser un proceso a nivel de bolsas, para lo cual serán ellas las llamadas a valorar la factibilidad y el potencial del proyecto.

Consideraciones similares condujeron a asignar una prioridad baja a los esfuerzos de un proyecto de homologación de la normativa de los mercados de la región. La tarea supone una complejidad tal que obliga al consumo de recursos que resultan de mayor provecho en la atención de las limitaciones internas del mercado local. En este sentido, el avance más concreto fue adoptar este tema como el “hilo conductor” del seminario del Toronto Center ya mencionado, para lo cual representantes de cada uno de los órganos reguladores se dieron a la tarea de elaborar un documento que se encuentra en etapa de autorización por parte del respectivo jerarca. En el caso de Sugeval, el suscrito manifestó su aprobación el borrador propuesto.

6. Coordinación con otras instituciones públicas

Con el fin de mejorar la eficiencia en nuestras acciones, propicié el acercamiento con otras instituciones, tanto para un intercambio fluido de información como para un mejor manejo de los temas relacionados con valores:

- En primer lugar, estimulé mecanismos más dinámicos de comunicación con las otras dos Superintendencias, tanto al nivel de los reguladores como de los siguientes niveles
- Con el Ministerio Público se logró un provechoso acercamiento durante 2006, con el Fiscal General y con algunos de sus principales colaboradores, sobre todo para la atención de los casos que les trasladamos en materia de oferta no autorizada de valores o servicios
- Con los asesores de la Asamblea Legislativa a inicios de 2006, en particular para exponerles los objetivos y contenidos del proyecto de reforma a la ley reguladora en materia de sanciones.
- Desde que asumí mis funciones busqué estrechar relaciones con la Contraloría General de la República, dado que ambas instituciones ejercemos funciones de control vitales sobre entidades públicas. Para ello, desde marzo 2005 ofrecí toda la colaboración a la señora Contralora así como a sus funcionarios, a quienes incluso expusimos los alcances de nuestra estrategia. Durante 2006 los apoyamos con los casos relacionados con la quiebra de Refco y a inicios de 2007 les expusimos nuestras preocupaciones en materia de control interno en una entidad pública regulada por la Sugeval.
- Un esfuerzo similar se realizó con la Procuraduría General, en particular durante 2005 en el caso del fideicomiso creado para proteger los intereses del Estado contra la Corporación Fischel.
- A inicios de 2007, y como consecuencia de la ley que promueve la titularización de hipotecas, se logró una reunión de coordinación con los jefes del Banco Nacional y el Banhvi, socios fundadores de la Titularizadora Latinoamericana.

En materia de coordinación, el Comité de Superintendentes siguió jugando un papel vital, no solo para armonizar regulaciones sino para el intercambio de ideas en materia regulatoria. Dos de los temas más importantes coordinados en esta instancia fueron:

- Homologación contable, proyecto que se completó en su fase de diseño y consulta del nuevo catálogo contable, el cual se tiene previsto entre a regir a partir de 2008
- Compra de equipo de cómputo en forma consolidada para las tres superintendencias.

7. Resolución de casos de procesos administrativos

Una de las principales consecuencias de la crisis de fondos de inversión fue la apertura de más de 60 procedimientos administrativos contra entidades reguladas o algunos operadores del mercado, en algunos casos de oficio y en otros por la interposición de denuncias de clientes. Mediante una adecuada asignación de los recursos técnicos de la División de Asesoría Jurídica de la Sugeval, y gracias a un elevado compromiso de trabajo de sus miembros, fue posible pasar de una situación de más de 60 casos pendientes de resolver en marzo 2005 a solo 4 al cerrar 2006, tomando en cuenta que en mi periodo se abrieron otros varios casos más. El siguiente cuadro resume el movimiento de trámites durante 2005 y 2006.

Año	Casos en Trámite	Resueltos	Pendientes	% atención
2005	61	39	22	64%
2006	31	27	4	87%

Se debe advertir que de los cuatro procedimientos que quedaron pendientes al final de 2006, tres de ellos se encuentran debidamente instruidos a la fecha de este informe y listos para el dictado de la resolución final, mientras el otro se encuentra en etapa de investigación preliminar. Para lograr estos resultados se debió asignar dos funcionarios a estas labores durante los dos años, lo que demuestra no solo la complejidad de estas funciones sino el compromiso que este suscrito asumió en realizar una labor muy crítica, cuidadosa y fundamentada.

8. Proyecto de reforma a la Ley reguladora en el capítulo de sanciones

Al iniciar mis funciones como superintendente me enfrenté a la virtual ausencia de un marco sancionatorio del mercado de valores, en virtud de una acción de Inconstitucionalidad presentada desde 2004, contra algunas sanciones impuestas por la Sugeval. La acción no solo no estaba resuelta sino que la Sala IV ordenó la suspensión de cualquier acto que significara el agotamiento de la vía administrativa, por lo que varios de los casos que resolvimos y fueron apelados, no podían ser resueltos en firme, en este caso por el Consejo. Por lo tanto, una de las herramientas más importantes en la supervisión de los mercados de valores, como es el régimen sancionatorio, no podía ser aplicada.

Desde mi perspectiva, el marco vigente no solo resultaba poco efectivo por lo descrito, sino que además establece sanciones fijas para una gran variedad de faltas, sin importar la gravedad u otras consideraciones que debe hacer usualmente el operador jurídico. Por lo tanto, para muchas faltas solo son posibles los extremos: que se desestime la acción o bien se apliquen sanciones poco proporcionadas con el daño o la intencionalidad del hecho.

De tal suerte, nos dimos a la tarea de elaborar, durante el segundo semestre de 2005 de un borrador de reforma a la ley, que lograra por un lado una descripción más inteligente de las posibles faltas, y por otro brindara al regulador la aplicación de un elenco de sanciones, que podrán ser graduadas conforme a ciertos criterios lógicos. El proyecto fue conocido por el Consejo y autorizada su presentación al Congreso una vez que avanzara el proyecto de supervisión consolidada que estaba en ese momento promoviendo la Sugef.

No obstante, ese último proyecto avanzó más lentamente de lo previsto, y posteriormente la Sala IV resolvió la acción presentada en contra del capítulo de sanciones de la ley reguladora, todo lo cual dio origen a que el Consejo haya pospuesto la presentación a la Asamblea Legislativa del proyecto de reforma elaborado. En todo caso, se trata de un significativo esfuerzo para dotar a la Sugeval de una herramienta complementaria a la supervisión.

9. Fortalecimiento de la estructura de la organización

Dado que la estrategia requería una organización más robusta para la supervisión de un mercado más dinámico, estimé necesario avanzar en varios frentes en materia de fortalecimiento de la estructura. Ellos son:

- Me propuse ampliar el margen de acción de los Directores de División o Departamento, a la vez que descentralizaba demasiados trámites que estaban concentrados en el Despacho. Ello conducía a una significativa

prolongación de la “línea de producción”, lo que aumentaba los tiempos de respuesta a los regulados. Así, haciendo uso de las atribuciones que me otorgaba la ley y conforme al marco que define la Ley de Administración Pública, procedí a la delegación de varias funciones, trasladándolas además a funcionarios con mucho criterio y amplia experiencia en sus puestos, con un efecto doble: mejorar los tiempos de respuesta y dar una señal de confianza que a mi salida compruebo que era correcta.

- Dado que la entidad se estaba enfrentando a una creciente demanda de servicio, era indispensable crear espacios para la coordinación interna, lo que se logró mediante reuniones informales, cortas pero muy ejecutivas, en las que los Directores informaban los avances que estaban logrando o las necesidades de soporte de otras áreas. Ello, en mi criterio, estimuló también las capacidades profesionales de los funcionarios.
- En la medida que había o se produjeron vacantes en posiciones de Jefatura, se trató en casi todos los casos de llenarlas con promociones internas, en especial de mujeres, quienes demostraron con su gestión lo acertado de la elección.
- Para lograr una adecuada formación de los cuadros técnicos, pero partiendo de las tradicionales limitaciones presupuestarias, se promovió la realización de pasantías o becas de funcionarios, pero buscando que respondieran a los intereses de la estrategia. Así, se eliminaron los viajes al exterior del superintendente que no tuvieran relación con los objetivos de mediano plazo, sino que también se enfocaron las pasantías y becas en los temas relevantes, como gestión de riesgos o supervisión de los mercados. A la fecha de elaboración de este informe, habían sido autorizadas las pasantías de los directores del departamento de Oferta Pública y de la División de Jurídico a Colombia, para estudiar la amplia experiencia de ese país en materia de titularización.
- Una de las prácticas que en mi criterio fortaleció a los Directores de la Sugeval fue su asistencia a las sesiones del Consejo, para la defensa de normativa desarrollada por ellos mismos. La tesis fue: si la normativa pasa la prueba el éxito es de ellos. Si no pasa, es responsabilidad en todo caso del Superintendente. En casi todos los casos, los Directores no solo pudieron poner a prueba sus capacidades expositivas, sino que se debieron enfrentar a la dinámica tan particular del Consejo.
- Aunque la Sugeval muestra un grado muy elevado de digitalización, lo cierto es que al asumir funciones me encontré una institución sin una solución para el procesamiento alterno de al menos sus funciones de supervisión vitales, en caso de un fallo general. Para estos efectos, ya se contaba con un estudio para el diseño del Plan de Continuidad del Negocio, por lo que se complementó con un presupuesto extraordinario para la compra del equipo y la identificación de un lugar para ubicarlo. Si bien la solución está lejos de ser óptima, pues los equipos estarán en

instalaciones que facilitó el Banco Central de Costa Rica, cuando el ente emisor identifique su propia solución será factible para la Sugeval moverse con ellos. La compra se encuentra en sus últimas fases y la implantación del sitio alterno debiera quedar lista antes de finalizar 2007.

- En línea con lo anterior, se elaboró un detallado Plan de emergencias, con el cual se identifican las acciones a ejecutar ante una situación de desastre, como podría ser un atentado, un incendio o un sismo. A mi salida ya habían sido definidas las brigadas de funcionarios por cada piso y estaba en capacitación en el Instituto Nacional de Seguros el primer grupo de brigadistas. El Plan está previsto que esté implantado hacia mediados de 2007.
- Plan de ahorro de papel. Desde mediados de 2005 se puso en marcha un plan destinado a la reducción significativa en el consumo de papel. Conforme a los datos suministrados por el área administrativa de la Sugeval, al finalizar ese año ya se habían logrado ahorros en el orden de más del 10% respecto a 2004, tendencia que se acentuó durante 2006 con ahorros de casi 20% en la cantidad de papel consumido, principalmente mediante el reciclado de hojas y el uso más frecuente de archivos electrónicos en vez de la impresión de documentos.
- Con base en un requerimiento de la Contraloría General de la República, se procedió a crear un Sistema para la gestión de riesgos institucionales, conocido como SEVRI. El Plan elaborado en la Sugeval incluso fue usado como ejemplo por parte de la Contraloría ante otras instituciones, no solo por la calidad de su diseño sino por la efectividad con que ha sido implantado en la organización, permitiendo una adecuada identificación de los riesgos, una oportuna atención de ellos y la permanente actualización del plan.
- En el marco de una visita de evaluación del GAFIC, se pudo comprobar el grado de avance logrado en la Sugeval para el debido trámite de los informes de operaciones sospechosas recibidos de los regulados, incluyendo la automatización del envío de esos informes, así como la estricta vigilancia de que ellos cumplan con las regulaciones vigentes para evitar el blanqueo de capitales.
- Finalmente, se logró un significativo avance en el Sitio de Calidad de la Sugeval, aplicación en la Web que habrá de permitir no solo que se detallen todas las funciones y puestos de trabajo sino que un futuro permita conocer el estado en que se encuentre un determinado trámite o bien se realice de manera más sencilla y apoyada en tecnología de información la inducción de cualquier nuevo funcionario en la organización.

VI. Observaciones o sugerencias

En un contexto de gran dinamismo y mayor volatilidad de los mercados, la labor de los organismos reguladores se vuelve un proceso iterativo, esto es, que en forma permanente deben estar ensayando nuevas respuestas a las necesidades de regulación y supervisión. No obstante, para los efectos de este Informe Final de Gestión considero necesario hacer énfasis en cinco aspectos que deben ser atendidos con cierta urgencia, ya sea porque su resolución se ha demorado más allá de lo razonable o porque resultan vitales para la estabilidad del mercado en el largo plazo.

1. Reforma a la ley reguladora en su capítulo de sanciones

Aunque la Sala Constitucional resolvió el recurso presentado en su momento contra algunas de las sanciones de la ley reguladora, en mi criterio persisten las debilidades originales del capítulo de sanciones de la ley, que podrían dar origen a nuevas acciones en el futuro ante esa Sala. En efecto, una gran cantidad de las faltas sigue asociada a sanciones fijas, sin que el regulador pueda aplicar una graduación de ellas, ya sea por la gravedad, dolo, reincidencia, etc.

Tal situación plantea un riesgo permanente para los regulados, pues si bien es posible que las sanciones sean apeladas ante el Consejo, lo cierto es que el daño de imagen puede no ser revertido en ciertos casos. Además, supone un ambiente de falta de certeza jurídica, lo que favorece muy poco el ingreso de foráneos al mercado.

Como se recordará, la Sugeval presentó al Consejo, a finales de 2005, un proyecto de reforma a la ley en ese capítulo, el cual no se ha definido en qué momento será propuesto al Congreso. El proyecto perseguía, entre otros objetivos, una mejor tipificación de las faltas, una mejor comprensión de las sanciones aplicables a cada tipo y un espacio más definido del margen de graduación que puede aplicar el operador jurídico.

En mi criterio, para un conveniente desarrollo de la labor de supervisión y control del mercado, es indispensable que se cuente muy pronto con un nuevo capítulo de sanciones en la ley reguladora.

2. Generación de un mercado líquido y profundo de la deuda pública

La literatura técnica es abundante en referencias a la necesidad de un mercado de deuda pública líquido y profundo para lograr una correcta formación de precios, que a su vez permita una eficiente valoración de los riesgos de los diversos instrumentos privados. Al mismo tiempo, una estructura de precios confiable para la deuda pública es la base para la creación de un mercado de derivados financieros, instrumentos vitales para la adecuada gestión de riesgos en los portafolios. A su vez, esa gestión de riesgos está muy ligada a la correcta valoración de los portafolios, tanto para identificar el desempeño del gestor como para la gestión misma de los portafolios, en especial los de pensiones.

En Costa Rica se han hecho muchos y variados intentos para alcanzar esta meta, pero de forma dispersa y con iniciativas que no han sido consistentes en el tiempo. En mi criterio, el desarrollo futuro del mercado de valores local está totalmente condicionado a que se logre una efectiva mejora. Avances como la subasta conjunta de los valores no han sido suficientes, pues la subasta, como funciona en la actualidad, adolece de serias debilidades, la más importante de ellas es el hecho de que compradores y vendedores no se compartan información vital para la formación de los precios. Para el mercado es indispensable conocer cuáles son, en términos más detallados y creíbles, las metas de captación de Hacienda o del BCCR, y para estos resulta vital conocer las condiciones de liquidez de los mercados para satisfacer esas metas.

Otros países han logrado concretar esquemas que permiten un adecuado intercambio de información, lo que supone esfuerzos concertados de los emisores, bolsas y los principales intermediarios, todos con una clara obligación y con el compromiso de velar primero por la formación de precios, por la importancia que reviste para la economía como un todo. Suponer que la subasta no es un mecanismo adecuado solo porque no sirve la actual, como podría parece que pensamiento de algunos funcionarios de BCCR, implica desperdiciar la oportunidad de contar con mejores insumos en la aplicación de sus políticas.

En forma similar, esfuerzos como la estandarización de la deuda pública, como quedó plasmado en la ley reguladora, se han visto debilitados con iniciativas recientes de BCCR de acudir a mecanismos de captación mediante instrumentos que no respetan ese principio (Central Directo), introduciendo en mi criterio distorsiones en el funcionamiento del mercado pero además afectando la liquidez que debiera ser aprovechada para una correcta valoración de los papeles públicos y, por lo tanto, para optimizar los costos de fondeo de Hacienda o de la política monetaria del ente emisor.

Aunque nadie discute la importancia que tienen las actuaciones del BCCR para reducir los niveles de inflación del país, me parece que hacerlo a costas del mercado de valores puede resultar, en el mediano y largo plazo, en extremo costoso, para el país y para el mismo Banco Central. De hecho, diversas experiencias internacionales, como México, Colombia, España y la mayoría de países asiáticos, por ejemplo, establecieron estrategias políticas muy concretas para lograr la profundización de sus mercados de deuda pública, como un requisito obligatorio para la integración en materia de valores y una mejora en los niveles de riesgo, e incluso elevando el tema a interés público, como sucedió en Colombia.

Esta, en mi criterio, es la tarea más importante que enfrenta el mercado de valores local, sin que pueda justificarse la ausencia del ente regulador. Por su naturaleza, considero que requiere del máximo apoyo por parte del Consejo.

3. Profundizar el proceso de internacionalización del mercado costarricense

Para mercados de tan limitada escala como el costarricense, en parte por su juventud pero también por el tamaño mismo de la economía local, hacen que la internacionalización, en mi criterio, sea una condición necesaria y obligatoria (desde luego no suficiente) para reducir los niveles de riesgo sistémico. De lo contrario, la marcada correlación entre los participantes, en términos de estrategias, asignación de sus portafolios o sus principales clientes, será una fuente permanente de riesgo de precio, cada vez que se produzcan ajustes en las tasas o los retornos, como consecuencia de una economía volátil como la local.

Esa internacionalización debe comprender no solo la apertura a más operadores foráneos sino también el acceso de más inversionistas extranjeros. En el primer caso, porque la mayor competencia debiera conducir a menores niveles de comisiones a los inversionistas y mayor valor agregado de los intermediarios. En cuanto a lo segundo, supone mayor información y una fuente de fondeo más amplia para los emisores, y de mayor liquidez para las carteras. Para todo ello es que resulta indispensable que el mercado de deuda pública sea profundo.

4. Mantener el énfasis en la educación del inversionista

La ley reguladora del mercado de valores le asigna una tarea fundamental a la Sugeval en términos de la protección del inversionista. Esa función puede ser cumplida de variadas formas. En criterio del suscrito, la más eficiente en el largo

plazo es dotarlos de los conceptos y nociones esenciales para discriminar los productos y servicios que le convienen, en función de sus propios objetivos.

Para ello, se deben mantener los esfuerzos de educación que la Sugeval viene desarrollando por espacio de algunos años, por medio de facilidades como la Internet pero también por medio de actividades de divulgación y extensión.

La experiencia de las jornadas y de las ferias permitieron demostrar el interés que hay en esta materia, y la importancia que las personas le asignan para su toma de decisiones. Mi convicción es que los inversionistas estarán cada vez en mejores condiciones de defenderse y protegerse, en primera instancia, si están en capacidad de reconocer los riesgos y sus fuentes, las preguntas esenciales que deben hacer a sus asesores y la clase de insumos de información que deben consultar antes de asignar recursos financieros a las diversas alternativas que les ofrecen.

5. Alcanzar la meta de una supervisión basada en riesgos

En el contexto de internacionalización que requiere el mercado, y la necesidad de contar con una deuda pública líquida, la supervisión basada en riesgos es un principio vital. Como ya se indicó antes en este informe, se trata de un estándar ampliamente reconocido a nivel internacional, pero es que además resulta esencial para mitigar el riesgo sistémico. En mi criterio, permite además focalizar los recursos de supervisión, trasladando el énfasis a las áreas de negocio que realmente requieren atención, conforme a las diversas estrategias de operación de cada intermediario. Es una supervisión que, a su vez, está soportada en una acción más dinámica de los órganos de administración de los intermediarios, permitiendo una mayor eficiencia para el mercado como un todo.

La supervisión basada en riesgos no es un fin en sí misma, ni una labor que se concreta en una fecha. Es más bien una forma de organizar los esfuerzos de la institución, a lo largo del tiempo, con base en lo que pasa a los mercados, los nuevos instrumentos que se crean y las nuevas necesidades de los inversionistas, en especial los institucionales.

En criterio del suscrito, la supervisión basada en riesgos debiera ser el factor orientador de una nueva estructura de la Sugeval y de los criterios con los cuales van a ser juzgados los intermediarios en cuanto a su salud operativa y financiera. Al mismo tiempo, debiera servir de valioso criterio para la asignación de los siempre escasos recursos de capacitación del personal de la institución.

Anexo

**Estrategia de desarrollo del mercado de valores costarricense
propuesta por la Sugeval y avances logrados en 2005 y 2006**