

22 de setiembre de 2015

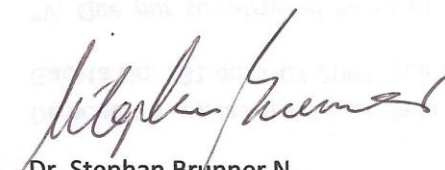
Sr. Carlos Arias Poveda
Superintendente
SUGEVAL
S.O.

Sr. Arias:

De acuerdo con las directrices de la Contraloría General de la República, publicadas en La Gaceta No. 131 del 7-07-2005, que entre otras cosas señalan:

"V. Que por su parte, el inciso e) del artículo 12 de la Ley General de Control Interno, establece que los jefes y los titulares subordinados deben presentar un informe de fin de gestión y realizar la entrega formal del ente u órgano respectivo a su sucesor, de acuerdo con las directrices emitidas por la Contraloría General de la República y por los entes y órganos competentes de la administración activa.",

en lo que sigue procedo a rendir mi informe final de gestión como director de la División de Investigación y Normativa de la Superintendencia General de Valores.



Dr. Stephan Brunner N.
Ex – Director
División de Investigación y Normativa
Sugeval

Informe final de gestión

22-09-2015

Dr. Stephan Brunner N.

Director de la División de Investigación y Normativa, SUGEVAL
del 26 de octubre de 2009 hasta el 12 de junio de 2015

Presentación y antecedentes

El presente informe se refiere a mi gestión como único director de la División de Investigación y Normativa (en adelante DIN) de la Sugeval, división que inició funciones en octubre de 2009 con mi nombramiento y que cesó funciones formalmente en junio de 2015 con su eliminación mediante un proceso de reorganización. Este informe es particular en cuanto a que no tiene como objetivo el traslado de funciones a un sucesor, como es usual en el caso de titulares subordinados, sino que constituye un ejercicio de documentación histórica y para dar cumplimiento formal a una disposición legal.

La DIN tenía a cargo una función básica, la reglamentación de las disposiciones contenidas en la Ley Reguladora del Mercado de Valores y como función complementaria, la investigación económica para brindar un sustento científico a esta reglamentación. Su funcionamiento durante estos cinco años y ocho meses estuvo supeditado a la gestión de dos superintendentes, don Juan José Flores y el Sr. Arias, ambos con enfoques diametralmente opuestos en cuanto a la importancia de la regulación e investigación para lograr desarrollar el mercado de valores. Don Juan José Flores (julio 2007 a junio 2012) tuvo como referente de su gestión los principios de la IOSCO, los cuales plasman las mejores prácticas internacionales en la regulación y supervisión efectiva de los mercados de valores, mientras que el Sr. Arias (julio 2012 hasta la fecha) representa la posición de la BNV, los puestos de bolsa y las Safis, los cuales creen que para desarrollar el mercado se necesita más bien una desregulación efectiva. Valga adelantar que hizo lo segundo sin lograr lo primero.

Como podrá intuir el lector, la mayoría de los capítulos de este informe se dividen en dos partes, la primera correspondiente al periodo de don Juan José Flores (hasta junio de 2012) y la segunda al periodo del Sr. Arias (a partir de julio 2012). El primer periodo se caracteriza por la creación y formación de la DIN, las investigaciones sobre los derivados cambiarios, la iliquidez del mercado de bonos y la (falta de) integración de los mercados de liquidez MIL y MEDI, investigaciones que serán el fundamento de cualquier intento para desarrollar el mercado de valores. Asimismo se aprobó en este primer periodo el Reglamento de Bolsas de Valores y se elaboraron el Reglamento de Gestión de Conflictos de Interés, Reglamento de Hechos Relevantes, Reglamento de Puestos de Bolsa, Reglamento de Asesores Independientes y el Reglamento de Gestión de TI.

En el segundo periodo la DIN fue aislada totalmente de la superintendencia¹: desde el inicio de este periodo (julio 2012) fue separada de su función normativa y la investigación

¹ Se exceptúan tres hechos aislados: a) la participación en los llamados comités de normativa durante el mes de enero 2013, el seguimiento al cumplimiento de la Sugeval con el Plan Nacional de Desarrollo a cargo del

económica se continuó por mi iniciativa sobre los temas fundamentales para el desarrollo del mercado de valores, aunque completamente desligada tanto de la elaboración de normativa como del quehacer de la superintendencia. En efecto, este vaciamiento de funciones lo denunciemos los seis funcionarios que conformamos la DIN ante el Tribunal Contencioso-Administrativo, expediente este último que aún se encuentra activo y que al día de hoy incluye la denuncia por falta de fundamentación para eliminar la DIN.

Este informe presenta los hechos y acontecimientos más importantes en cada sección. Cuando lo perciba como necesario para su comprensión, incluyo la motivación que les dio origen según mi apreciación. El texto no pretende, sin embargo, presentar todos los sucesos y eventos que fundamentan esta opinión, salvo en algunos casos excepcionales.

Resultados de la Gestión

1. Labor sustantiva de la división

Periodo de don Juan José Flores

La aprobación del **Reglamento de Bolsas de Valores** en diciembre de 2010 es el único logro tangible al día de hoy en el ámbito de la regulación. Se aprobó por primera vez un reglamento con sus lineamientos generales en forma simultánea; éstos últimos contienen toda la regulación delegada en el respectivo reglamento al superintendente. Así fue como los regulados tuvieron a disposición por primera vez desde la creación de la Sugeval una regulación completa desde su entrada en vigencia, sin ningún tema por definir a posteriori por parte del superintendente. Debido a que esta reglamentación fue la única nueva que entró en vigencia durante la existencia de la DIN², también es el único reglamento al día de hoy que tiene regulados todos los temas a definir por el Superintendente.

Asimismo la DIN generó el **Reglamento de Gestión de Conflictos de Interés**, tema medular en la regulación de un mercado de valores, ya que es uno de los pilares sobre los que descansa la confianza de los inversionistas en el mercado. El Conassif venía reclamando esta regulación al menos desde el año 2004, año a partir del cual yo asistía regularmente a las sesiones del Conassif en calidad de asesor del Superintendente General de Entidades Financieras. Esta regulación constaba de dos partes: a) el reglamento propiamente dicho que detallaba las cuatro formas de gestionar conflictos de interés así como los grupos a los cuales se les aplicarían restricciones y algunas

director de departamento y la participación formal en la elaboración del Plan Estratégico Institucional elaborado durante el 2014, en el cual ni una sola acción quedó a cargo de la DIN.

² Con este reglamento se normaron 13 temas de los 74 pendientes según el criterio de evaluación de la División de Gestión y Desarrollo del BCCR.

disposiciones generales; y b) las reformas a los reglamentos particulares de cada uno de los participantes en las cuales se establecían las formas de gestionar cada uno de los conflictos que podían surgir en la actividad particular.

Este acuerdo, compuesto por estas dos partes, fue rechazado de plano por el Conassif en el 2011 con el único argumento, presentado por el entonces gerente del BCCR, el Sr. Félix Delgado, de que los conflictos de interés no existen, sino que se crean con el reglamento. Ante semejante disparate, y a juzgar por el silencio de los demás miembros del Conassif, incluido su presidente, el Sr. José Luis Arce, el cual era uno de los que habían reclamado más vehementemente esta reglamentación al menos desde el 2004, quedaba claro que existía una decisión política de la administración del Sr. Rodrigo Bolaños de no regular al menos este tema, en franca oposición a lo establecido en la Ley Reguladora del Mercado de Valores en su art. 114: “La Superintendencia dictará las normas necesarias para regular los conflictos de intereses entre los participantes de los mercados de valores e incluirá, al menos, lo siguiente.....”.

Luego, con el pasar de los años, quedó claro que esta decisión formaba parte de una política generalizada de no regulación/desregulación en el ámbito del mercado de valores, llevada adelante por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, encabezado por Luis Liberman, e implementada por el presidente del BCCR, el Sr. Rodrigo Bolaños, y a partir del 2012 por el nuevo superintendente, el Sr. Arias. A pesar de todo, considero un logro haber podido generar esta normativa que la Sugeval había sido incapaz de formular durante sus casi 13 años de existencia; los respectivos textos quedan a la espera de un Conassif y superintendente consciente de los imperativos legales y sobre todo económicos en pro del desarrollo del mercado de valores.

El tercer reglamento de importancia elaborado por la DIN en el periodo de Juan José Flores fue el **Reglamento de Hechos Relevantes**. Este reglamento no fue presentado al Conassif debido a que al momento de su terminación (alrededor de mediados de 2011) ya era palpable la política de no regulación/desregulación que imperaba en ese órgano colegiado, por lo que el superintendente tomó la decisión de no enviarlo para su aprobación, sino de incluir sus disposiciones, hasta donde fuera posible, en un Acuerdo de Superintendente, reemplazando el actual.

Este reglamento iba a constituir el segundo pilar de la transparencia de mercado junto con el Registro Nacional de Valores e Intermediarios RNVI. Conceptualmente establecía la estandarización de los 100 hechos relevantes más comunes en el histórico de la Sugeval, que para asegurar que el responsable divulgara la información

necesaria y suficiente, evitando así información incompleta o innecesaria, que a su vez da origen a las “aclaraciones” y a las “aclaraciones de aclaraciones”, contenía los formularios a llenar en línea por el responsable de divulgar la información para cada uno de estos hechos. Este sistema reduciría a un mínimo la revisión a posteriori por parte de los funcionarios de la Sugeval y la constante corrección de la información emitida, ya que se cubrían en forma estandarizada más del 95% de los hechos relevantes según el histórico.

Este reglamento también preveía un acceso simplificado por parte de los inversionistas, ya que el sistema permitiría a los usuarios delimitar la información que deseaban recibir según los siguientes criterios: sujeto (emisor o participante), tema (por ejemplo: calificaciones, cambios en JD, dividendos, colocaciones en primario) y producto (por ejemplo: bonos, participaciones de fondos financieros, acciones), pudiéndose combinar estos tres criterios de selección. Así el usuario evitaría la agobiante tarea de selección de los alrededor de veinte correos que en promedio recibe diariamente en la actualidad.

También se elaboraron los **Reglamentos de Puestos de Bolsa y Asesores Independientes** como complemento a la regulación de bolsas de valores³. Si bien la BNV regulaba ciertos aspectos operativos de sus puestos, los requisitos de constitución y funcionamiento, las actividades que podían ejercer éstos y algunos otros aspectos debían ser regulados por la Sugeval. El enfoque era reglamentar las actividades propias de un mercado de valores con independencia de quien las ejerciera, con lo cual se nivelaba la cancha entre los puestos y los llamados asesores independientes. Esta ampliación del alcance de la regulación preveía que la única actividad exclusiva de los puestos de bolsa sería la ejecución de órdenes. Este avance era urgente, ya que varias actividades, como la estructuración y suscripción de emisiones y la asesoría de inversionistas privados, eran ejercidas cada vez más por asesores independientes, participantes a los cuales no les alcanzaba la regulación. Otro aspecto importante que se incorporaría en la regulación era una definición clara de la actividad de asesoría y ejecución de órdenes en relación con los valores no registrados en Costa Rica, área que siempre ha operado, y sigue operando al día de hoy, inmersa en una gran inseguridad jurídica. Al momento de iniciarse la consulta interna en noviembre de 2011, el proceso de elaboración fue truncado por el superintendente debido a la política de no regulación/desregulación que imperaba en el Conassif.

³ Con este reglamento se normarían 18 temas de los 74 pendientes según el criterio de evaluación de la División de Gestión y Desarrollo del BCCR.

En relación con las **investigaciones económicas**, en el periodo de Juan José Flores se analizó en primer lugar la regulación y el desarrollo del **mercado de derivados cambiarios**.⁴ Este era un tema de actualidad debido a que no se habían desarrollado las coberturas cambiarias a pesar de la evolución en el régimen cambiario que se había dado desde el 2006, pasando de un régimen de minidevaluaciones a un régimen de bandas cambiarias, régimen transitorio en la evolución hacia la flotación administrada.

Se elaboraron 4 informes en relación con este tema. En primer lugar, se analizó cuál de los derivados cambiarios era el adecuado para gestionar el riesgo cambiario en el entorno costarricense, resultando que el contrato de futuro se adaptaba de mejor manera a los montos por cubrir en el mercado costarricense, tomando en cuenta el riesgo de incumplimiento del instrumento y su costo (otros instrumentos analizados fueron el contrato forward y el contrato de diferencias).

En seguimiento a esta recomendación, se sucedieron tres informes adicionales para respaldar el primero. El segundo informe explica la razón del dominio a nivel mundial de los contratos forward y por qué se estimaba que Costa Rica se apartaría de este patrón. El tercer informe analizó si el mercado de contado de divisas (Monex) contaba con una liquidez suficiente para soportar un mercado de futuros, concluyéndose que este mercado tenía una liquidez semejante a la del mercado cambiario dólar canadiense/dólar estadounidense y que, por tanto, no había impedimento para desarrollar un mercado de derivados cambiarios sobre esta base. En el cuarto informe se detallaron todos los obstáculos reglamentarios existentes (y sus soluciones) a la fecha para implementar coberturas cambiarias, tanto en la reglamentación emitida por la Sugeval como por el BCCR y la Sugef (regulación prudencial y sobre todo contable).

Todos los informes tuvieron una amplia discusión a lo interno de la Sugeval y se recibieron valiosos aportes y comentarios de los funcionarios, con excepción de aquellos que fueron finalizados en el periodo del Sr. Arias (los dos últimos), los cuales solo pudieron ser presentados ante las instancias técnicas del BCCR debido al aislamiento a que sometió la DIN desde su llegada.

En segundo lugar se analizó la **integración del mercado de dinero** costarricense, compuesto por dos mercados organizados: MIL y MEDI. A partir de un episodio que encendió las alarmas en el Conassif, se detectó que el problema era que las tasas a un día en el MIL no se trasladaban al MEDI, es decir, no había integración de mercados, lo que generaba un riesgo de liquidez en el MEDI (financiamiento de los agentes activos

⁴ Para un mayor detalle de las investigaciones realizadas y sus resultados, ver el informe final de gestión de Manfred Esquivel, Director de Departamento de la División de Investigación y Normativa, en su acápite 2.1.

en el mercado de valores). Se determinó que la tasa del MIL actúa como piso en el MEDI pero no como techo debido a la regulación que determinaba el acceso de los agentes y la posibilidad operativa de arbitrar entre los dos mercados. Los investigadores de la DIN propusieron seis formas diferentes para solucionar el problema, pero debido a que el estudio se terminó en el periodo del Sr. Arias (octubre 2013), éste fue engavetado y al día de hoy el mercado bursátil sigue sujeto al riesgo de liquidez.

Periodo del Sr. Arias

Durante el periodo del Sr. Arias, la DIN fue aislada de forma total de la elaboración de normativa. Debido a esta situación, la DIN se abocó a estudiar las determinantes y la posible solución a la extremadamente baja **liquidez en el mercado de deuda costarricense**⁵. Este tema nos pareció de máxima importancia para el mercado de valores costarricense, ya que la determinación de tasas de interés de equilibrio es fundamental para la política monetaria, el costo de la deuda pública y el funcionamiento de otros instrumentos financieros (valoración de fondos financieros, desarrollo de fondos inmobiliarios, entre otros).⁶

El tema se desarrolló en una serie de tres informes. El primero desarrolló la forma de medir la liquidez en los niveles tan bajos como se presentan en el mercado costarricense, ya que las tres formas mencionadas en la literatura no eran aplicables a estos niveles de liquidez. Una vez logrado esto, nos abocamos a encontrar las determinantes de las pequeñas diferencias de liquidez observadas entre los más de cien títulos valores que tuvieron al menos una compra-venta en un periodo de seis meses. El resultado fue que la probabilidad de una mayor liquidez dependía de dos variables de política, el monto colocado y la desconcentración en la tenencia (primer derivada positiva), y de dos parámetros, la moneda (\$ más líquido) y el punto del ciclo de vida en el que se encuentra el bono (al inicio y al final del ciclo la liquidez es mayor). A pesar de estas medidas, se consideró necesario que cada emisión tuviera un creador de mercado (en monopolio), que sería determinado mediante un concurso de puestos de bolsa tomando como criterio el menor margen de intermediación. Adicionalmente se estimó conveniente que la Sugeval implementara un índice de bonos de CR como referencia del mercado para presionar a los gestores de portafolio hacia una administración activa de sus carteras.

Como complemento, en el segundo informe de esta serie se calculó el premio por liquidez, resultando que por ejemplo el aumento del índice de liquidez en una unidad,

⁵ La falta de liquidez del mercado de deuda costarricense es de conocimiento público en el sector financiero.

⁶ Ver también el acápite 8 de este informe, punto primero.

la tasa de interés exigida por el mercado para un valor soberano en colones se reduciría en 13,4 puntos base. La liquidez de los bonos se ubicó en un rango entre cero y seis unidades aproximadamente. Se estimó realista que los bonos con una liquidez entre cero y uno podrían aumentar en alrededor de 5 unidades, lo que equivaldría en una disminución aproximada de la tasa de interés de 67 pb.

En el tercer informe se desarrolló básicamente la operativa de Hacienda para capturar este premio por liquidez, reduciendo las más de cuarenta emisiones en colones a solo entre 4 y 6 emisiones a 5 distintos plazos, pudiendo así aumentar significativamente el monto colocado por emisión. Adicionalmente se optimizó la estructura por plazos de la deuda soberana. Se construyó una frontera eficiente en el espacio costo/riesgo; es decir, se identificaron las ponderaciones de emisiones que minimizan el costo promedio de la deuda para un nivel de riesgo dado. El resultado fue que la estructura de plazos de la deuda soberana emitida en colones a tasa fija pareciera no estar completamente fuera de rango, ya que en uno de los escenarios la estructura actual de plazos es eficiente pero en el otro escenario no.

En todos estos trabajos de investigación, el Sr. Arias no manifestó ninguna opinión o retroalimentación sobre el trabajo, tampoco promovió su discusión ni a lo interno ni a lo externo de la Superintendencia. En vista de esto, la DIN presentó los documentos en el Banco Central y en el Ministerio de Hacienda, donde fueron discutidos y se recibieron valiosos aportes.

Convencidos de la trascendencia de los estudios realizados para el desarrollo del mercado de valores, contactamos al director del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas de la UCR, el Sr. Max Soto, para publicar al menos extractos de los informes en la revista “Ciencias Económicas”. Como requisito, el Sr. Soto solicitó una autorización de la Sugeval por los derechos de propiedad que tiene sobre los informes. Con este fin, en febrero de 2015 envié un borrador de autorización al Sr. Arias vía correo electrónico, mismo que nunca fue contestado ni atendido de ninguna forma.

2. Cambios en el entorno

La DIN fue creada en primer término para cumplir con la reglamentación exigida en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, tarea aún pendiente en el año 2008 (año de creación de la DIN) a pesar de haber transcurrido para entonces 10 años desde la entrada en vigencia de la Ley (1998). La razón era simple: a diferencia de las otras tres superintendencias y de los reguladores del mercado de valores en países desarrollados, la Sugeval no contaba con un área responsable de la elaboración de normativa, sino que la tarea era asignada a algunos funcionarios de las áreas de

autorización, información, supervisión y/o jurídicos, según el caso, que debían elaborar una normativa como recargo temporal a sus funciones habituales. Este sistema ad-hoc tuvo como resultado una reglamentación fragmentada, heterogénea en su formato, parcial⁷ e insuficiente. No estaban reglamentados algunos participantes clave del mercado de valores, como la bolsa de valores, y al día de hoy todavía no están reglamentados los puestos de bolsa, los asesores financieros independientes, estructuradores, así como tampoco ningún conflicto de interés, fundamental para generar la confianza de los inversionistas necesaria para el funcionamiento del mercado de valores.

Es así como la DIN, durante el periodo de don Juan José Flores, llevó adelante la aprobación del Reglamento de Bolsas de Valores y elaboró el Reglamento de Hechos Relevantes, Reglamento de Gestión de TI, Reglamento de Puestos de Bolsa, Reglamento de Asesores Independientes y el Reglamento de Gestión de Conflictos de Interés. Asimismo se dio inicio a las investigaciones de dos de los tres temas más relevantes para el desarrollo del mercado de valores, el funcionamiento del mercado de derivados cambiarios y la integración de los mercados de liquidez MIL y MEDI.

Sin embargo, el cambio en el enfoque del Conassif de cara al mercado de valores se dio a partir del ascenso al poder del Sr. Luis Libermann como segundo vicepresidente de la República en el 2010. El Sr. Libermann (expropietario del Banco Interfín) y su grupo de operadores bursátiles, luego formalizado en el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores⁸, estaban convencidos de que la reglamentación de la Sugeval y su presión supervisora eran los principales obstáculos para el desarrollo del mercado y que su reversión era necesaria, a pesar de que la reglamentación de la ley era y sigue siendo en el mejor de los casos parcial, para enrumbar al mercado hacia un crecimiento sostenido.

Este cambio en el enfoque se reflejó en la integración del Conassif a partir del año 2010, cambio que inició con el nombramiento del nuevo presidente ejecutivo del BCCR, el Sr. Rodrigo Bolaños (exgerente del Banco Interfín). Posteriormente y a como fueran venciendo los nombramientos o se hacían efectivas algunas renunciaciones, personas allegadas al Sr. Bolaños fueron nombradas como directivos del Conassif. Como consecuencia, y a pesar de haber sido exigido al menos desde el año 2004 por el

⁷ Parcial en el sentido de que toda la reglamentación existente hacía referencia a Acuerdos de Superintendente, los cuales no habían sido emitidos. En el 2008 había 114 de estas referencias al vacío en los reglamentos de la Sugeval.

⁸ Creado el 30 de mayo de 2012 mediante Decreto Ejecutivo No. 37151-H.

Conassif⁹, a mediados del año 2011 el Reglamento de Gestión de Conflictos de Interés fue rechazado ad- portas por ese órgano colegiado, con el simple argumento del gerente del BCCR, el Sr. Félix Delgado, de que los conflictos no existían, sino que el reglamento los creaba.

A partir de este momento, el Superintendente no volvió a enviar ningún proyecto de reglamento al Conassif, entendiendo que el enfoque de desarrollo del mercado de valores que prevalecía en este órgano colegiado era ahora la desregulación y que ninguna reglamentación que enviara iba a ser aprobada. Es así como el Reglamento de Hechos Relevantes, Reglamento de Puestos de Bolsa y el Reglamento de Asesores Independientes nunca fueron enviados al Conassif. El Reglamento de Gestión de TI elaborado por la DIN, el cual implementa los principios Cobit 4.0, fue rechazado en el 2010 por el Conassif con la solicitud de homologarlo entre las cuatro Superintendencias, otorgando en lo sucesivo la coordinación a la SUGEF. Al día de hoy no ha sido presentado ante el Conassif.

Esta política de desregulación incluye en julio 2012 la sustitución de don Juan José Flores como Superintendente, nombrando el Conassif como sucesor al Sr. Arias (exdirectivo del Puesto de Bolsa Interfín), culminando así la captura del regulador por parte de los regulados. A partir de este momento y durante casi tres años, la DIN es relegada de la elaboración de normativa, su función primaria. Se instituyen los denominados comités de normativa, que no son otra cosa que el anterior sistema ad-hoc que había funcionado hasta el año 2009, se invita a la DIN en enero de 2013 a una o dos reuniones por comité y a partir de ahí ningún funcionario de la DIN vuelve a tener un contacto operativo con ningún funcionario de la Sugeval.

La única función asignada a un funcionario de la DIN era la de dar seguimiento al cumplimiento de las metas de la Sugeval contenidas en el Plan Nacional de Desarrollo 2011-2014 y al cumplimiento de los lineamientos de la OCDE, función asignada al director de departamento, para lo cual requirió un 5% de su tiempo¹⁰. Asimismo, en el 2014 tanto mi persona como el director de departamento tuvimos una participación formal en la elaboración del Plan Estratégico Institucional, no siendo asignada ni una sola acción estratégica a la DIN.

Para dar valor al costo de mantener la DIN, se continúan por iniciativa mía y de forma completamente aislada de la Sugeval las investigaciones ya iniciadas y se incluye el

⁹ En el 2004 asistía regularmente al Conassif como asesor del Superintendente General de Entidades Financieras, el Sr. Oscar Rodríguez, y recuerdo que los directivos insistían en que el mayor obstáculo para generar confianza en el mercado de valores eran los graves conflictos de interés a que estaban sometidos algunos participantes bursátiles.

¹⁰ Según bitácora implementada por mí en la DIN.

tema de las determinantes de la liquidez en el mercado de valores de deuda, su impacto en la tasa de interés y la forma de aumentarla a niveles compatibles con una buena formación de precio. Este trabajo lo llevamos adelante únicamente los economistas del grupo, quedando los dos abogados de la DIN sin ninguna tarea durante casi tres años. Con la eliminación de la DIN en junio de 2015, la política de desregulación da otro paso más en el cumplimiento de sus objetivos.

3. El sistema de control interno

Una vez contratados todos los funcionarios de la división, se procedió a documentar primero el proceso de elaboración de normativa y luego el de investigaciones económicas en el sitio de calidad del BCCR, repositorio oficial del BCCR para estos fines. La AI auditó únicamente el proceso de elaboración de normativa, su diseño así como su cumplimiento. Todas las recomendaciones fueron atendidas por la división, ya sea implementando las recomendaciones o justificando la inconveniencia de las propuestas, usualmente con base en consideraciones del tipo costo-beneficio. Esta dinámica se mantuvo durante el periodo de Juan José Flores.

Posteriormente, durante el periodo de Carlos Arias y una vez vaciada la división de sus funciones, los ejercicios de autoevaluación e implementación de acciones según la matriz de riesgos de la división se convirtieron en el cumplimiento de meros formalismos carentes de sentido.

Esta sección quedaría incompleta si no hiciera mención del hecho más importante acaecido durante la existencia de la división en relación el sistema de control interno, el hecho de que el sistema fue completamente inoperante para evitar que la Sugeval volviera a estar expuesto a los riesgos inherentes al sistema ad-hoc de elaboración de normativa. Estos riesgos ya habían sido señalados por la División de Gestión y Desarrollo del BCCR en el 2008¹¹, riesgos que dieron sustento a la necesidad de crear la división en primer lugar¹² y que luego fueron reiterados por la AI en dos notas enviadas al despacho en diciembre del 2012 (AI-CNS-237-2012) y en diciembre del 2013 (AI-CNS-099-2013). En su primera nota la AI señala los riesgos de haber vuelto operativamente al anterior sistema ad-hoc de elaboración de normativa:

- “Dispersión en la responsabilidad por la generación de nueva normativa.
- Personal asignado para elaborar las normas, con conocimientos variables y alcance limitado por especialización de la dependencia.

¹¹ En los documentos denominados “Diagnóstico” y “Propuesta de Reorganización” de la Sugeval.

¹² Y que es la razón por la cual las otras tres superintendencias del sector financiero en Costa Rica y la mayoría de agencias reguladoras de mercado del mundo cuentan con una unidad que tiene a cargo la elaboración de normativa.

- Recargo de la funciones normales que debe realizar el personal, lo que provoca trastornos tanto en las actividades cotidianas como en la obtención de la normativa.
- Posibles conflictos de interés para el mantenimiento del status quo.
- Dedicación de tiempos parciales variables de muchos funcionarios, que contribuyen a la dispersión del proceso e incide en la calidad y oportunidad en la obtención de los productos.”

Como ya se indicó arriba, el sistema ad-hoc fue reimplantado operativamente por el Sr. Carlos Arias bajo el nombre de “esquema matricial”, operativa que fue avalada por el Conassif en diciembre de 2012 con la instauración de los denominados “comités de normativa”. Esto a pesar de que cuatro años antes esta forma de elaborar normativa había sido erradicada tanto por sus riesgos como por sus resultados claramente deficientes: 74 temas con mandato legal de ser regulados por el Conassif no estaban reglamentados en el 2008, diez años después de haber sido aprobada la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Si bien este hecho sustenta la inoperancia del sistema de control interno para impedir la implementación de procesos contrarios a los objetivos de la Ley de control Interno, existe otro hecho que deja al descubierto la sumisión de la AI al dictado del Conassif, aún en circunstancias en que, según mi criterio, se procede de forma ilegal. Formalmente el proceso de elaboración de normativa fue modificado a mediados de 2013, es decir, al menos seis meses después de haberse modificado de facto la operativa. Sin embargo, las modificaciones realizadas al proceso al margen de su administrador, mi persona, no reflejaron en su totalidad el procedimiento que se seguía, ya que si bien se incluyeron los directores de las divisiones de supervisión y del departamento de oferta pública como aprobadores de los textos normativos (y se designó al despacho como administrador del proceso), se omitió incluir a funcionarios de esas áreas como elaboradores de las propuestas y borradores.

Advertida la Sugeval de esta omisión en las audiencias del proceso judicial que llevamos tres funcionarios contra el Sr. Carlos Arias y viendo los argumentos seguidos por la defensa de la Sugeval para defender la operativa, nuestra representación legal procedió a hacer una consulta formal a la AI del Conassif sobre la naturaleza de los procesos documentados en el sitio oficial. Con el fin de disimular la omisión en el proceso de elaboración de normativa, la AI respondió que los procesos documentados en el sitio oficial eran meras guías de las mejores prácticas, pero que no eran vinculantes para los funcionarios que las ejecutan. Esta posición deja sin fundamento el quehacer de toda AI, cuya esencia es supervisar, por un lado, que los procesos cumplan con todos los requisitos de control interno y, por otro lado, que estos

procesos se apliquen en la operativa institucional. Este hecho deja al descubierto el grado de sumisión que existe por parte de la AI ante el Conassif y al mismo tiempo expone la razón de su inoperancia cuando el incumplimiento de la ley de control interno emana del propio Conassif. En el punto 8 se analiza brevemente la razón de esta sumisión y se propone una forma para evitarla (segunda parte). Cabe resaltar que esta misma consulta fue formulada a la AI del BCCR, la cual, en forma completamente opuesta a lo indicado por la AI del Conassif, respondió que los procesos documentados en el sitio oficial eran de acatamiento obligatorio.

4. Principales logros de la división según planificación

Con la creación de la DIN en el año 2008, la División de Gestión y Desarrollo del BCCR estableció los objetivos a alcanzar para los cuatro primeros años. Una vez contratados todos los funcionarios, y después de transcurridos tres meses para el acomodo del personal a sus nuevas funciones, se deberían ir reduciendo en forma proporcional durante los siguientes cuatro años los temas que faltaban por reglamentar de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, que se habían determinado en 74. Es decir, cada año debían reglamentarse como mínimo 18 temas de la lista consignada en el documento de creación de la DIN. Es importante anotar que el parámetro a utilizar era el de normas remitidas al Conassif para enviar en consulta externa la primera vez.

El último funcionario de la DIN fue contratado el 6 de febrero de 2011, por lo que el periodo de evaluación abarcaría del 6 de mayo de 2011 al 6 de mayo de 2015; es decir, catorce meses eran abarcados por el periodo de don Juan José Flores y poco menos de tres años por el periodo del Sr. Arias.

El 6 de mayo de 2011, es decir al inicio del periodo de evaluación, ya habían sido reglamentados 21 temas, principalmente debido a que se inició la elaboración de normativa nueva antes de que estuvieran contratados en su totalidad los funcionarios de la DIN. Con la aprobación por parte del Conassif del Reglamento de Bolsas de Valores y de la reforma al Reglamento de Compensación y Liquidación se cumplía la meta del primer año con más de 16 meses de anticipación. Para el 6 de mayo de 2012, primera evaluación del indicador de rendimiento y única durante el periodo de don Juan José Flores, ya se había presentado ante el Conassif el Reglamento de Gestión de Conflictos de Interés y se habían elaborado los Reglamentos de Puestos de Bolsa y de Asesores Independientes, con lo cual los temas reglamentados habrían sido 39 (meta: 18 temas).

Sin embargo, el Reglamento de Gestión de Conflictos de Interés fue el último que don Juan José Flores presentó ante el Conassif debido al rechazo a priori de que fue objeto

como consecuencia de la política de desregulación que había adoptado este órgano colegiado a partir del 2010. A raíz de este hecho, el superintendente había decidido no enviar ninguna reglamentación más para su aprobación al Conassif (ver sección 2 de este informe para un detalle del cambio de política del Conassif).

Aunado a lo anterior, se debe considerar que las prioridades de regulación que se dan en la Superintendencia y en el seno del Conassif a menudo no abarcan ninguno de los temas pendientes de regular y es necesario, además de atender la brecha regulatoria que sirve de base para el indicador de rendimiento, dedicar recursos a otros temas reglamentarios. Por ejemplo, en el periodo de don Juan José Flores se consideró como prioritario la regulación de la Tecnología de Información y Comunicación de los supervisados y el respectivo reglamento fue presentado a finales del 2010. Asimismo se elaboró durante el año 2011 el Reglamento de Hechos Relevantes para racionalizar el flujo de información hacia los inversionistas.

Como ya se ha indicado, a partir de la llegada del Sr. Arias, la DIN fue aislada de la función de elaboración de normativa. Valga anotar que al día de mi salida no se había enviado al Conassif ninguno de los temas pendientes de reglamentar más allá de los que fueron presentados por la DIN. Durante este periodo, sin embargo, se realizó por iniciativa interna de la DIN, sin que mediase instrucción alguna del Despacho, la investigación sobre la iliquidez de los valores de deuda, las determinantes y el castigo por iliquidez que el mercado reclama. También se concluyó la investigación sobre la falta de integración de los dos mercados de liquidez con que cuenta el país, MONEX y MEDI, y las alternativas que existen para superar esta situación. Estas investigaciones, junto con la que se realizó sobre los derivados cambiarios, son sin lugar a dudas el más valioso aporte de la DIN al desarrollo del mercado de valores, el cual podrá rendir frutos una vez que se supere la política de desregulación instaurada por el Sr. Liberman y que aún hoy, sin tener plena conciencia de ello, lleva adelante el actual Conassif.

5. Estado de los proyectos más relevantes

Todos los proyectos de normativa se truncaron en julio de 2012; sin embargo, todos los textos en proceso de elaboración o su borrador quedaron en el servidor H, Normativa, y pueden ser accedidos en cualquier momento si se desea.

Con respecto a los proyectos de investigación económica, todos fueron finalizados antes del 2014; sus informes finales se encuentran en el Gestor Electrónico de Documentos en la carpeta prevista para ello en el apartado de Normativa.

6. Administración de los recursos financieros

Durante el periodo de Juan José Flores yo era responsable de asignar el presupuesto de división para capacitación en el interior del país, presupuesto que rondaba el millón de colones anuales. Éste se utilizó para pagar cursos ofrecidos por la Fundación de la Bolsa Nacional de Valores (algunos módulos), para cursos en el uso de algunos programas informáticos y para participar en algunos eventos organizados por los gremios de regulados (emisores principalmente).

Durante el periodo de Carlos Arias esta división no tenía asignada la administración de ningún recurso financiero.

7. Sugerencias para la buena marcha de la división

La división fue eliminada mediante reorganización.

8. Observaciones sobre asuntos de actualidad

Primero: En una economía, la función fundamental de un mercado de valores es generar de manera constante precios de equilibrio tanto para el dinero (tasa de interés en función del tiempo) como para las empresas cotizadas en bolsa (valoración de acciones). Debido a que en Costa Rica el mercado accionario es irrelevante, el objetivo se restringe aquí a generar tasas de interés de equilibrio y los correspondientes diferenciales por riesgo de crédito mediante la valoración de títulos de deuda.

Este objetivo encuentra su expresión en la Ley Reguladora del Mercado de Valores en sus arts. 3 y 28d, cuando señala como objetivos primordiales “la formación correcta de los precios en ellos” (además de “la protección de los inversionistas”). En todo el tiempo de mi contratación no conocí a ningún funcionario de la superintendencia ni miembro del Conassif que entendiera el concepto de una “correcta formación de precios”, su importancia para la economía costarricense (alocación eficiente de recursos, eficacia de la política monetaria, entre otros) y que impulsara su implementación.

En efecto, el estudio que realicé sobre el algoritmo de calce que utilizan los sistemas de negociación de la bolsa comprobó que éstos no maximizan el monto transado y, por lo tanto, no determinan el precio de equilibrio correctamente. Este punto quedó plasmado como requisito en el Reglamento de Bolsas de Valores, pero el Despacho nunca quiso aplicarlo y obligar a la bolsa a modificar en este punto el algoritmo de calce utilizado en las ruedas que utilizan el mecanismo de araña (con y sin llamadas a mercado).

Adicionalmente, la DIN realizó un estudio mayor sobre la bajísima liquidez del mercado de deuda: primero determinamos una forma de medición de la liquidez, ya que es tan baja que los tres métodos existentes no pueden aplicarse. Luego se realizó un trabajo econométrico para identificar las determinantes de la liquidez. Entre éstas se encontraron dos variables de política: a) la concentración en la tenencia (determinada en gran parte por el mecanismo de colocación en el mercado primario), y b) el monto de la emisión en circulación. También recomendamos dos medidas adicionales: a) la subasta de un creador de mercado por título valor, adjudicándolo al puesto que ofreciera el menor margen de intermediación bursátil y b) la elaboración de índice de bonos costarricense como medio para incrementar la intensidad de competencia entre los gestores de cartera. Estos estudios fueron terminados en febrero de 2014. Sin embargo, el Despacho del Superintendente no manifestó ninguna opinión o retroalimentación sobre el trabajo, tampoco promovió su discusión ni a lo interno ni a lo externo de la Superintendencia. En vista de esto, se realizó una presentación del documento en el Banco Central donde se informaron los hallazgos, el documento fue discutido y se recibieron valiosos aportes.

Este desdén por uno de los dos objetivos centrales de la Sugeval se manifiesta en que en promedio solo el 6% de los precios del vector se determinan por operaciones realizadas, el otro 94% son el resultado de fórmulas. La falta de liquidez en el mercado de deuda es por mucho el mayor problema que le aqueja y que lleva a que no solo no haya una *correcta* formación de precios, sino que del todo no hay una formación de precios con todas sus consecuencias: ineficacia de la política monetaria, intereses más altos para la deuda pública, entre otros. Dar solución a este problema es, sin duda, el reto más importante que debe afrontar el país en el ámbito del mercado de valores.

Segundo: La AI debe supervisar el cumplimiento de la Ley de Control Interno no solo por parte de los funcionarios operativos, sino también del nivel gerencial y directivo, ya que es a este nivel que se dan gran cantidad de incumplimientos. Para lograr esto se requiere que la AI sea independiente de gerentes y directivos, tanto administrativamente como en relación a su nombramiento y remoción. Esta es una condición necesaria para que la AI pueda ejercer su función fiscalizadora también sobre este nivel de funcionarios. La entidad natural para ejercer las potestades administrativas y de nombramiento/remoción sobre las auditorías internas es la Contraloría General de la República. Este cambio estructural en la fiscalización del control interno representaría un hito en su desarrollo.

9. Estado actual del cumplimiento de las disposiciones giradas por la CGR

Durante mi gestión la división no recibió indicaciones de la CGR.

10. Estado actual del cumplimiento de las disposiciones o recomendaciones giradas por algún otro órgano externo

Durante mi gestión la división no recibió indicaciones de ningún otro órgano externo.

11. Estado actual del cumplimiento de las recomendaciones giradas por la AI

Durante mi gestión las recomendaciones hechas por la AI se enfocaron principalmente en el proceso de elaboración de normativa, algunas pocas en la ejecución de este proceso. No hubo una sola indicación con respecto al proceso de investigaciones económicas. Todas las observaciones hechas por la AI se circunscriben al periodo de Juan José Flores.

En cuanto al proceso de elaboración de normativa propiamente dicho, todas las recomendaciones de modificación fueron atendidas ya sea mediante la justificación de su inconveniencia, usualmente con base en una apreciación costo-beneficio, o implementando la modificación sugerida.

En cuanto a las observaciones sobre la ejecución del proceso, todas fueron atendidas en su debido momento.