

Luis Liberman Ginsburg

Vicepresidente de la República

San José, 07 de noviembre de 2012
DSV- 230-2012

Señor
Rodrigo Bolaños,
Presidente,
Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense.

Estimado Señor Bolaños,

Tengo el agrado de comunicarle mi satisfacción con el documento de Ruta Estratégica para el Desarrollo del Mercado de Valores recibido el pasado 05 de noviembre del año en curso. En razón de lo anterior, le solicito el apoyo a todos los miembros del Consejo que usted preside para divulgar en todos los medios y formas posibles el documento en referencia.

Quisiera reconocer y agradecer la valiosa asesoría brindada hasta el momento por este Consejo en el diseño y aprobación del documento antes citado y a la vez solicitarle respetuosamente el apoyo para continuar con la coordinación de la implementación de la Ruta Estratégica en referencia.

Atentamente,

Luis Liberman
Segundo Vicepresidente de la República



Cc: Sres Miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

**RUTA ESTRATÉGICA PARA EL
DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DE
COSTA RICA**

Documento aprobado por

**El Consejo Nacional para el Desarrollo del
Mercado de Valores Costarricense
Y
La Segunda Vicepresidencia de la República
de Costa Rica**

Noviembre, 2012

San José, Costa Rica

CONTENIDO

	Página
GLOSARIO	3
1. INTRODUCCIÓN	4
2. RESUMEN EJECUTIVO	6
3. RUTA ESTRATEGICA	11
3.1. ACCESO Y APERTURA DEL MERCADO	14
3.1.1. MERCADO ABIERTO PARA DEUDA – APERTURA Y CRECIMIENTO	15
3.1.2. ACCESO A LOS INVERSIONISTAS – AGILIDAD Y FACILIDAD	19
3.1.3. GLOBALIZACIÓN – INTEGRACIÓN Y VISIBILIDAD INTERNACIONAL	21
3.1.4. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO	24
3.2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN	25
3.2.1. CONASSIF Y SUPERINTENDENCIAS: RELACIÓN ORGÁNICA Y EFICAZ	26
A) GOBIERNO CORPORATIVO	26
B) EXPEDICIÓN DE NORMAS	29
3.2.2. BOLSA NACIONAL DE VALORES – BNV: APERTURA Y COMPETITIVIDAD	35
A) DESMUTUALIZACIÓN	35
B) GOBIERNO CORPORATIVO	36
C) AUTORREGULACIÓN DISCIPLINARIA	38
3.2.3. ASESORES EN INVERSIONES Y ADMINISTRADORES DE PORTAFOLIOS: CONTROL POR ACTIVIDAD	40
3.2.4. PROFESIONALIZACIÓN Y EDUCACIÓN: COMPETITIVIDAD Y PARTICIPACIÓN	44
A) PROFESIONALIZACIÓN DEL MERCADO	45
B) EDUCACIÓN AL PÚBLICO	48
3.2.5. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO	49
3.3. PRODUCTOS	50
3.3.1. DEUDA PÚBLICA: ORDENAMIENTO, PLANEACIÓN Y REFERENTE DE MERCADO	51
3.3.2. BONOS Y VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA: DIVERSIFICACIÓN Y ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	56
3.3.3. MERCADO ACCIONARIO: CREACIÓN DE MERCADO	62
3.3.4. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO	66
3.4. RIESGOS OPERATIVOS	67
3.4.1. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN: CONTROL Y FORTALECIMIENTO	67
3.4.2. POSICIÓN PROPIA DE LOS NUEVOS INTERMEDIARIOS DE VALORES	71
3.4.3. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO	74
3.5. RESUMEN DE ACCIONES ESTRATEGICAS: REQUERIMIENTO LEGAL Y PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN	75
3.6. RESUMEN DE ACCIONES PARA IMPLEMENTAR EN EL CORTO PLAZO	81

GLOSARIO

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

1. INTRODUCCIÓN

Existe un consenso bastante generalizado entre altas autoridades del gobierno, de regulación y supervisión y de la industria financiera sobre la necesidad urgente de crear las condiciones adecuadas para que Costa Rica cuente con un mercado de valores que contribuya de manera importante al crecimiento, la creación de empleo, la competitividad y el bienestar de los costarricenses.

Desde el 2011 las autoridades del gobierno, las del BCCR y diferentes actores privados de la industria han venido realizando algunos esfuerzos en pro de dinamizar el mercado de valores. En este sentido un primer esfuerzo fue la constitución en ese año de un comité de trabajo para discutir la realidad de la industria y proponer acciones de mejora. Como resultado de ello hacia la segunda mitad del 2011 se organizó un seminario para tal efecto, donde actores del sector privado y el público intercambiaron opiniones y un experto del Banco Mundial compartió varias experiencias internacionales de mejores prácticas. Posteriormente y en seguimiento a lo anterior, las autoridades del BCCR lograron concretar en los primeros meses del 2012 una asistencia técnica por parte del BM para elaborar una propuesta de plan de ruta estratégica para el mercado de valores costarricense, orientada por los siguientes objetivos:

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

De forma casi paralela, las autoridades del gobierno decidieron emitir un decreto ejecutivo para declarar de interés público y nacional el desarrollo del mercado de valores costarricense. Además en el mismo acto, se creó el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con el objetivo de asesorar a la Segunda Vicepresidencia de la República en el diseño, aprobación, implementación, monitoreo y evaluación de un plan de ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores.

Como parte del cumplimiento de este mandato, el Consejo elaboró el presente documento de ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores, el cual recoge por unanimidad y en algunos casos por decisión de mayoría de sus miembros, el conjunto de acciones de corto, mediano y largo plazo que se requieren implementar con el fin de que este mercado contribuya de forma relevante al crecimiento, la creación de empleo, la competitividad y el bienestar de los costarricenses.

1. RESUMEN EJECUTIVO

Este documento contiene la ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores costarricense aprobada por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, la cual se basa en la propuesta elaborada por el BM/IFC en el marco de la asistencia técnica que brinda al país.

El objetivo es lograr el impulso efectivo del mercado de valores del país para que coadyuve al crecimiento, la creación de empleo, la competitividad y el bienestar de los costarricenses. Entre los beneficios directos que se esperan obtener como resultado de la implementación de las diferentes acciones estratégicas de corto, mediano y largo plazo que se proponen, se identifican los siguientes:

- Más opciones de financiamiento y ahorro para las personas, emprendedores y PyMEs, además de las empresas de mayor tamaño.
- Acceso más seguro al inversionista común y calificado producto de la profesionalización y educación de los participantes y una mejor revelación y gestión de riesgos.
- Mayor protección a los ahorros de los trabajadores al permitir una mayor diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones.
- Financiación de grandes inversiones que son indispensables para el crecimiento y competitividad de la economía: infraestructura, energía y vivienda.
- Generación de más oportunidades de empleo para todos y todas las costarricenses.
- Alternativas de financiamiento que contribuirán a reducir las tasas de interés para por ejemplo adquirir vivienda, financiar capital de trabajo de los negocios, entre otros.

Las acciones de la ruta estratégica se categorizan en cuatro grandes temas, las cuales se resumen a continuación:

- **Mayor acceso y apertura del mercado local e internacional:**

- La apertura de los mercados de deuda, en que todos los inversionistas institucionales y entidades fiscalizadas por las superintendencias de naturaleza financiera tengan acceso a los mercados en forma directa, a través de la creación de mercados abiertos regulados.
 - Brindar acceso a los mercados para el inversionista mediante el enrutamiento de órdenes, con el fin de lograr un verdadero acceso y democratización de los mercados, y el uso de las redes bancarias para la promoción de los servicios ofrecidos por los puestos de bolsa y las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.
 - La apertura e integración del mercado costarricense con otros mercados de la región es de vital importancia, asumiendo con urgencia la conformación de la AMERCA y hacer parte del MILA, mediante la creación de un equipo de trabajo a nivel gerencia de la SUGEVAL y la BNV que de forma rápida y expedita formule y gestione los requerimientos legales para permitir el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros.
- **Fortalecimiento y mejora de regulación y supervisión:**
 - El CONASSIF y las Superintendencias deben crear una relación más orgánica y eficaz, mediante la adopción conjunta de un plan estratégico y de actividades, estableciendo procesos para la expedición de regulación efectivo y socializado con los agentes fiscalizados, en el que la conveniencia y la relación costo/beneficio sea un elemento estructural del mismo; y aclarando los alcances de la competencia regulatoria del CONASSIF.
 - Fortalecer la estructura del CONASSIF, que le permita desarrollar sus funciones de regulador, administrador y juez de segunda instancia en forma más eficiente y eficaz, a través de un grupo de profesionales con altos conocimientos técnicos del mercado y de la industria financiera. En adición a lo anterior, a mediano plazo, evaluar la pertinencia de modificar el esquema de vinculación de los directores del CONASSIF, buscando mayor asignación de tiempo; y, la estructura de supervisión (prudencial/conductas vs. por tipo de entidad).
 - En la BNV la propuesta se orienta a su desmutualización mediante un cambio en el régimen de propiedad que permita la participación amplia de los inversionistas como accionistas, y que ésta a su vez pueda tener inversiones en entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras. En lo pertinente a su gobierno corporativo, se propone implementar, en el corto plazo, para la Junta Directiva una modificación a la reglamentación actual expedida por el CONASSIF para los miembros independientes buscando racionalizarla y por autorregulación de la BNV permitir la

conformación con al menos dos miembros que provengan de otros sectores del mercado y ajustar el número de miembros que fungen como fiscales, sin dejar de cumplir con el Código de Comercio.

- Para el Comité Disciplinario, hasta tanto se realice la apertura de los mercados, sustituir la asistencia del gerente por una persona no vinculada a la Bolsa ni a los puestos de bolsa y que el abogado deba ser independiente respecto de la bolsa, de los puestos de bolsa y sus agentes.
- En lo pertinente a la autorregulación, en general, se propone, que ante la apertura de los mercados y futura desmutualización, la supervisión de conductas la concentre la SUGIVAL y establecer como sujetos de supervisión a todas las personas y entidades que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta, y crear protección legal para dicha entidad limitando la responsabilidad a lo civil y a culpa grave o dolo, y establecer el tipo de proceso y plazos máximos para la impugnación de sus decisiones.
- Unificar las obligaciones y deberes para la actividad de asesoría y administración de portafolios de terceros (fideicomiso, asesores de inversiones y contratos de mandatos).
- Institucionalizar en la SUGIVAL la labor educativa al público en general, con el apoyo de la industria.
- En lo referente a la profesionalización de los actores del mercado se propone establecer que las personas vinculadas a entidades vigiladas por una Superintendencia del Sistema Financiero y/o que participen en el mercado de valores deban ser acreditadas, reconociendo diferentes tipos de acreditación por mercado y por actividad, con vigencia y condiciones de renovación estándar y con sistema de registro unificado en el RNVI.

- **Mejora y diversificación de productos:**

- Respecto de la deuda pública es prioritario mejorar los niveles de coordinación entre BCCR y MH como emisores soberanos, hasta tanto se defina la opción de un solo emisor soberano o los mecanismos objetivos para realizar las emisiones. Simultáneamente es necesario promover una mejor coordinación de funciones dentro del MH (front-middle-back) y para propósitos del seguimiento de la Hoja de Ruta nombrar una persona responsable dentro del MH para su coordinación; hacer una planeación de largo plazo para la gestión de deuda y manejo de la caja, crear un comité de mercado de deuda pública con la participación de los principales actores del mercado; hacer efectiva la participación directa de los agentes fiscalizados en el

mercado primario mediante su vinculación a los sistemas de subasta; y, finalmente implementar una operación de liquidez con disponibilidad del subyacente

- En cuanto a los bonos, los vehículos de inversión colectiva y las acciones, se propone (i) crear procesos de emisión especial orientada a inversionistas calificados con prospectos reducidos a partir de Oferta Pública Restringida; (ii) ajustar el concepto de inversionistas sofisticados para incluir como criterio el conocimiento y la experiencia; (iii) revisar la reglamentación de los procesos de titularización, fondos de capital de riesgo y de fideicomisos de desarrollo de obra pública para permitir su uso, reconociendo las etapas de éstos proyectos y los riesgos asociados; (iv) crear el marco legal para regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas y reconocimiento de otras jurisdicciones; (v) revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones y otros institucionales; (vi) Realizar un estudio del ecosistema del mercado de acciones y evaluar la necesidad de mercados especiales para acciones; (vii) Coordinar los esfuerzo entre el Estado y el sector privado para promover el emprendimiento y empresas en proceso, y (viii) Con relación a empresas de mayor tamaño y considerando la importante participación del Estado en la propiedad de empresas en todos los campos de la economía de Costa Rica se recomienda la adopción de altos estándares de gobierno corporativo para el fortalecimiento, competitividad y sostenibilidad a largo plazo en dichas empresas a través de una mayor participación en el mercado de capitales para la financiación de las inversiones requeridas para su expansión y crecimiento.

- **Control y adecuada gestión de los riesgos operativos:**

- En los procesos de COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN se propone (i) dar acceso efectivo a los custodios a la liquidación para que puedan cumplir su función de entregar y recibir directamente los valores objeto de las operaciones de sus clientes; (ii) trasladar al cliente el deber de certificar y mantener actualizada su condición fiscal en el custodio y eliminar la contingencia legal del emisor y de la entidad de anotación respecto de las retenciones; (iii) fijar reglas para los emisores de poner a disposición los recursos correspondientes a cupones y capital y reglas relacionadas con las renovaciones; (iv) reportar al BCCR, a la CEVAL y a los custodios las operaciones desde su celebración; (v) realizar un análisis de la liquidez del mercado, de los plazos de liquidación y de los sistemas de garantías o respaldo de las operaciones para luego definir el modelo de compensación para cada mercado; (vi)

reinstalación de los bancos como miembros liquidadores; (vii) revisar los mecanismos actuales del ciclo "entrega contra pago" para realizar los ajustes necesarios a nivel operativo y tecnológico que requieran a fin de garantizarlo; (viii) definir un único modelo jurídico y operativo para las garantías de las operaciones que las requieran y hacer explícito la "inatacabilidad" de las mismas y la firmeza de las operaciones; (ix) crear una sociedad de compensación y liquidación única para el mercado de valores con capacidad operativa, tecnológica y fortaleza patrimonial. Es importante señalar que la presidencia del BCCR informó en una de las sesiones del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores que con el objetivo de profundizar, afinar y poder avanzar en la implementación de las diversas acciones antes indicadas, se estará contratando a un experto internacional, a fin de atender adecuadamente las particularidades técnicas y de complejidad de los temas de compensación y liquidación.

- Respecto de la Posición Propia de las entidades de naturaleza financiera se propone estudiar a profundidad la regulación vigente, y de ser el caso proponer los ajustes necesarios y evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia dentro de las entidades financieras.

2. RUTA ESTRATÉGICA.

Como resultado de varias semanas de deliberaciones y luego de diversas reuniones sostenidas con diferentes participantes del mercado para discutir la propuesta de ruta estratégica elaborada por el Banco Mundial/IFCA, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores ha aprobado un documento de ruta estratégica que recoge por unanimidad y en algunos casos por mayoría, un conjunto de acciones de corto, mediano y largo plazo para el desarrollo del mercado de valores.

Este documento se basa en la propuesta de ruta estratégica que surge de la asistencia técnica que brinda el BM/IFC al país desde inicios de año, pero con algunos ajustes que permiten una mejor lectura de la realidad y necesidades del país. Así, se establece una ruta estratégica cuyo fin es el impulso efectivo del mercado de valores para que coadyuve al crecimiento, la creación de empleo, la competitividad y el bienestar de los costarricenses. A nivel específico se plantean los siguientes objetivos:

- Fortalecer la adecuada protección al inversionista.
- Promover la efectiva revelación y gestión de los riesgos.
- Permitir un mayor y mejor acceso al mercado de valores de las personas físicas y empresas públicas y privadas.
- Fomentar la eficiente organización del mercado para la negociación de valores.
- Favorecer la efectiva organización y relaciones entre las instituciones públicas y privadas.
- Promover la mayor liquidez, profundidad, transparencia y formación de precios de mercado.
- Crear los canales necesarios para la adecuada integración con los mercados internacionales.
- Impulsar una mayor profesionalización de los diferentes participantes del mercado.
- Facilitar mayores alternativas de inversión y la promoción de la innovación.
- Incrementar las posibilidades de financiación del sector privado y público, tanto en el corto como el largo plazo.

- Promover alternativas de diversificación y adecuados canales para que el ahorro institucional invierta en proyectos estratégicos para el crecimiento y competitividad del país.

Se espera que con la implementación de esta ruta estratégica, se generen los siguientes beneficios directos:

- Más opciones de financiamiento y ahorro para las personas, emprendedores y PyMEs, además de las empresas de mayor tamaño.
- Acceso más seguro al inversionista común y calificado producto de la profesionalización y educación de los participantes y una mejor revelación y gestión de riesgos.
- Mayor protección a los ahorros de los trabajadores al permitir una mayor diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones.
- Financiación de grandes inversiones que son indispensables para el crecimiento y competitividad de la economía: infraestructura, energía y vivienda.
- Generación de más oportunidades de empleo para todos y todas las costarricenses.
- Alternativas de financiamiento que contribuirán a reducir las tasas de interés para por ejemplo adquirir vivienda, financiar capital de trabajo de los negocios, entre otros.

Es importante señalar que este trabajo será remitido en los próximos días al Segundo Vicepresidente de la República a quien de conformidad con el decreto que declaró de interés público el desarrollo del mercado de valores, le corresponde llevar adelante la respectiva valoración. Además cabe aclarar que las acciones que se plantean en este documento constituyen recomendaciones que deben ser en su momento valoradas y analizadas por las diferentes entidades a las que les corresponde decidir sobre ellas, según sus competencias.

El contenido de la ruta estratégica se detalla en las próximas secciones a partir de una categorización de cuatro temas: Acceso y Apertura del Mercado, Supervisión y Regulación, Productos y Riesgos Operativos. Para cada uno de estos se describe la situación que experimenta el país, se establecen las acciones estratégicas que se requieren para superar los problemas y limitaciones que se identifican, se definen las reformas legales que se necesitan en algunos de los casos y finalmente se describen las acciones estratégicas que se requieren aplicar en el corto

plazo (entre cero a seis meses), de acuerdo con la facilidad de implementación e impacto en la industria. Posteriormente en la Sección 3.5 se resumen todas estas acciones, con plazos y responsables. Finalmente se incluye en la Sección 3.6 una tabla con todas las acciones que constituyen la ruta estratégica, de corto, mediano y largo plazo, identificando las que implican reforma de ley.

3.1. ACCESO Y APERTURA DEL MERCADO

La Ley Reguladora del Mercado de Valores promulgada en 1998 estableció el principio de mercado concentrado, el cual implica que todas las compraventas de valores de oferta pública deben realizarse en una bolsa de valores, empleando un puesto de bolsa y un agente corredor de bolsa. Esta limitación respondió a requerimientos propios de un mercado menos evolucionado, sin embargo, en el estado actual del sistema financiera, que cuenta con un mayor desarrollo y sofisticación de la industria de fondos de pensiones, fondos de inversión, empresas aseguradoras y la banca, se hace necesario evolucionar hacia un mercado donde se permita que los participantes de esta nueva realidad puedan negociar directamente y sin intervención de terceros, por lo cual se considera necesario desarrollar un mercado mostrador (OTC), que opere junto al mercado bursátil. Los participantes en el mercado OTC serán entidades financieras supervisadas que cuenten con capacidad legal. Además la SUGEVAL tendrá la función de velar que las transacciones se den en condiciones de transparencia y concurrencia para evitar que se fragmente la liquidez del sistema.

Conjuntamente con la apertura del mercado, se debe mejorar el acceso a los inversionistas, creando una vía para que personas físicas o jurídicas, tanto nacionales como extranjeras, que cuenten con un perfil de riesgo ya definido y a quienes el Puesto de Bolsa otorgue su asentimiento con claras asignaciones de responsabilidades, puedan ingresar directamente a negociar al mercado bursátil, utilizando la infraestructura de un puesto de bolsa mediante la figura de enrutamiento.

Finalmente, se requiere ampliar el acceso del inversionista costarricense a los mercados internacionales, y en reciprocidad, el de los inversionistas internacionales a nuestro mercado. Esta ampliación permitirá una mayor diversificación de la inversión de nuestros inversionistas institucionales y a la vez un mecanismo para incentivar la inversión internacional en las empresas costarricenses.

3.1.1. MERCADO ABIERTO PARA DEUDA – APERTURA Y CRECIMIENTO

MARCO DE REFERENCIA:

En Costa Rica al mercado de deuda se le han aplicado las reglas propias de los mercados de acciones, sufriendo un proceso de “bursatilización”, que en su momento pudo tener validez, pero ante la realidad actual del mercado de dichos activos y frente al desarrollo y necesidades de los inversionistas institucionales, se hace necesario hacer una revisión profunda de esta situación, donde se condiciona al inversionista que no es objeto de supervisión a realizar sus transacciones a través de puestos de bolsa en la BNV. Esto hace aún más evidente la “bursatilización” del mercado de deuda.

En el país el Mercado Secundario de deuda es un mercado exclusivo de la BNV (aunque legalmente pueden operar otras bolsas que se inscriban en la SUGEVAL), el cual es operado sólo a través de los puestos de bolsa por disposición legal a través de sistemas electrónicos de negociación. Por su parte, el mercado primario, que está concentrado en deuda pública central emitida por el MH y el BCCR, presenta las siguientes características:

- La deuda soberana emitida tanto por el MH como por el BCCR la opera la BNV mediante su sistema de subasta primaria y en la práctica se accede sólo mediante los puestos de bolsa. Aunque legalmente está permitido el acceso directo para otras entidades, la industria no tiene conciencia de esta opción y la BNV no ha promovido en forma permanente y continua la apertura de este mercado, condicionada por la falta de interés aparente de los participantes.
- El BCCR tiene interés en promover una efectiva apertura del mercado primario para la deuda pública emitida por el MH y BCCR (subasta directa), con base en el marco legal actual. Actualmente las autoridades se encuentran evaluando diferentes alternativas para la consecución de este objetivo.
- En lo referente a la deuda distinta a la emitida por el MH y el BCCR, también se realiza a través de la subasta primaria de la BNV.

La realidad del mercado primario de Costa Rica es bastante diferente a la observada en otras latitudes. En general las transacciones sobre títulos de deuda en países desarrollados y en vías de desarrollo se llevan a cabo por medio de un mercado mostrador, que es un mercado abierto a

todos los participantes, en que las operaciones se realizan por teléfono y al cual recientemente se ha incorporado apoyos tecnológicos para efectos de agilidad. Dentro del mercado mostrador los llamados “inversionistas institucionales” tienen acceso directo a operar los activos de deuda y utilizan los puesto de bolsa y los demás agentes del mercado como una contraparte más, en aquellos casos donde éstos le ofrecen valor agregado, sin afectar la transparencia, información, seguridad y control.

El inversionista institucional en razón y con ocasión de la función económica que cumple por mandato de ley, es un experto en materia de inversión y no se le debería imponer el uso de un vehículo para realizar las operaciones propias de su objeto social, que le encarece la prestación de sus servicios, afecta la rentabilidad final de sus inversionistas y le intermedia la información de los mercados. La apertura de los mercados de deuda a los inversionistas institucionales genera ventajas que no requieren comprobación, tales como un mayor número de ofertas, de precio, desconcentración real del riesgo operativo, de compensación y liquidación, de interés en la formación de precios, de conocimiento de los mercados, de gestión de portafolios, de sofisticación en los productos y operaciones.

En general la experiencia internacional revela que la apertura de los mercados de deuda con participación directa de los puestos de bolsa y de los demás agentes financieros han generado mejoras sustanciales en términos de mayor tamaño del mercado, mejora en la liquidez, mayor número de emisores, mejor formación de precios, más información, mayor autocontrol de la industria, nuevos tipos de operaciones, sofisticación de los agentes del mercado, mejor gestión en los portafolios administrados, competencia por valor agregado y fortalecimiento patrimonial de la industria a partir de mejores resultados.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es permitir que las entidades supervisadas por las diferentes superintendencias del sistema financiero tales como bancos, operadoras de fondos de pensiones, sociedades administradoras de fondos de inversión, compañías de seguro, entre otras, en adelante nuevos intermediarios de valores; y los puestos de bolsa, realicen operaciones sobre deuda pública y privada en forma directa en un mercado regulado, por cuenta propia o por cuenta de los fondos o

de terceros que administran, de conformidad con su capacidad legal, tanto para el primario, como el secundario, en:

- Un sistema de negociación de valores de deuda
- En un mercado mostrador con registro de las operaciones y otras condiciones que permitan la adecuada formación de precios y la liquidez.

Para efectos del mercado mostrador se considera que un mercado regulado de deuda es un sistema de negociación y de registro de operaciones sobre valores autorizados, que puede ser administrado por las bolsas de valores o bien por sociedades anónimas de objeto social exclusivo, referido a permitir la negociación y registro, mediante la provisión de servicios, infraestructura y sistemas. Sin perjuicio de lo anterior, el BCCR podría ofrecer dichos servicios cuando dichas entidades no lo provean o estén siendo ofrecidos en condiciones de ineficiencia o que generen riesgos de inestabilidad o vulnerabilidades al sistema financiero. Sobre este punto el Gerente de la Bolsa Nacional de Valores y otros miembros del Consejo, han manifestado su objeción a que el BCCR tenga potestades para ofrecer servicios, infraestructuras y sistemas en el mercado secundario. Su propuesta es replantear lo anterior para indicar que la potestad del BCCR se refiera a la emisión de reglas que aseguren condiciones de eficiencia y seguridad en la prestación de estos servicios.

Para efectos de una adecuada operación de un mercado mostrador, es necesario tener en consideración al menos lo siguiente:

- Los prestadores de los servicios de sistemas de negociación y registro, así como los reglamentos de operación de los mismos deben ser aprobados por la SUGEVAL.
- Las operaciones celebradas en los mercados mostradores por los nuevos intermediarios de valores deberán ser informadas por éstos, mediante el registro de las mismas en un sistema de negociación y registro, dentro de un tiempo máximo a partir de su celebración y bajo las condiciones que se establezca en la regulación que se expida para el efecto.
- Todos los nuevos intermediarios de valores deben contar con agentes autorizados para operar en los mercados regulados, en una figura similar a la de agentes de bolsa, debidamente acreditados y sujetos a mecanismos de supervisión.
- El acceso directo a los sistemas de negociación y registro debe realizarse mediante un mecanismo que identifique a cada entidad participante en forma unívoca e inequívoca.

- El acceso directo de estas entidades no debe permitir las operaciones “cruzadas”, entendidas como que la misma entidad compre y venda para su posición propia, o que genere conflicto de interés, tales como de la posición propia contra las fondos que administra o fideicomisos.
- Las operaciones celebradas o registradas en los mercados regulados serán tenidas en cuenta para los cálculos de los precios de mercado.
- Las operaciones celebradas o registradas en los mercados regulados serán compensadas y liquidadas de acuerdo con las reglas de compensación y liquidación fijadas por las autoridades y llevadas a cabo en los Sistemas de Compensación y Liquidación autorizados.
- Cuando se opere por cuenta de un tercero (cliente) en el mercado mostrador será obligación del intermediario informar de manera clara y comprobable al cliente que está operando en dicho mercado, y estará obligado a cumplir deberes de asesoría y de información para con él.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

La ley del mercado de valores vigente (LRMV) requiere necesariamente de su reforma para permitir que los mercados secundarios de deuda se realicen en una organización diferente a una bolsa de valores.

Deberá reformarse el artículo 22 que otorga la exclusividad en la organización de los mercados secundarios a las Bolsas de Valores. Esta reforma es conexas con la reforma para dar acceso a otros intermediarios distintos de los Puestos de Bolsa al mercado secundario, y con la cual se hace necesario reformar los artículos 23, 41 y 43 LRMV.

En este caso es necesario, además, una habilitación legal específica para el caso de los nuevos intermediarios de valores que tengan leyes especiales (pensiones, seguros, bancos, cooperativas, cooperativas de ahorro y crédito, fondos de inversión, asociaciones solidaristas, entre otros) de tal forma que queden habilitados mediante norma legal expresa y sujetos al régimen de supervisión por el mercado de valores. Una vez aprobada la reforma legal se deberá reglamentar la Ley por parte del CONASSIF y de las Superintendencias respectivas, recogiendo las particularidades de la autorización.

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

MARCO DE REFERENCIA:

El acceso de los inversionistas al mercado de valores está limitado al proceso operativo de la orden dada por el cliente al agente del puesto de Bolsa, mediante comunicación escrita o llamada telefónica grabada, y de éste a los sistemas de negociación de la BNV. La normativa vigente en el país permite que el inversionista informe su orden al agente del puesto de bolsa mediante mecanismos electrónicos, pero se requiere que el agente de bolsa intermedie ingresando la orden a los sistemas transaccionales de la BNV como requisito necesario para su ejecución.

Aunque en la actualidad se identifica al menos un operador bursátil que ofrece un sistema a través del cual el cliente puede enviar su orden en forma electrónica al puesto de Bolsa y este ingresa la orden al mercado, existe la restricción operativa de acceso al mercado y de asesoría por fuera del sistema de enrutamiento de órdenes. La normativa vigente no ha incorporado mecanismos de enrutamiento electrónico de órdenes que lleguen a los mercados a través del puesto de Bolsa, ni el uso de redes bancarias, tan comunes hoy en día en los mercados internacionales. Esta ausencia limita la integración con los mercados internacionales y con la región.

Esta forma operativa afecta la democratización de los mercados y hace más costosa la operación para las personas que desean invertir en montos bajos. Contar con atención personalizada demanda por parte del puesto de bolsa de una amplia disponibilidad de infraestructura física a través de oficinas y recurso humano; y por altos que sean los esfuerzos en este sentido, no podrá obtenerse la cobertura deseada a costos factibles. Se requiere por lo tanto de una implementación profesional, sistemática y segura regulatoriamente para el acceso electrónico del inversionista al mercado, mediante la automatización de la participación del agente de bolsa y de la forma en que se puede ofrecer la asesoría a través de los medios electrónicos.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es brindar a los inversionistas de cualquier clase, nacionales y extranjeros, el acceso a los mercados mediante el enrutamiento de órdenes, con el fin de lograr una efectiva concurrencia y democratización de los mercados, bajo las siguientes características:

- Con acceso directo al mercado a través del puesto de Bolsa, sin intervención manual del agente de bolsa, según lo permita el orden jurídico vigente.
- Con controles asociados a los riesgos de crédito y a la provisión de los recursos requeridos para la liquidación de las operaciones resultantes, y controles de montos permitidos en la ejecución de la operación.
- Con conocimiento previo del cliente por parte del puesto de bolsa, al momento de la apertura de la cuenta, que permita establecer entre otros su perfil para efectos de las inversiones.
- Con información de mercado (deseable en tiempo real) para la toma de decisiones.
- Con información y análisis básicos que incorporen perspectivas de mercados, a fin de cumplir el deber de asesoría.
- Con accesos seguros.
- Con autorización y la definición clara de responsabilidades para que los puestos de bolsa y las SAFIS puedan contratar a las redes bancarias, para la comercialización de sus productos, soportados en enrutamiento electrónico.
- Asumiendo el inversionista la responsabilidad por las decisiones de inversión que tome y ejecute en forma directa.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

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

En cuanto al uso de redes bancarias para efectos de comercialización de productos y servicios de los puestos de bolsa, es necesaria la habilitación expresa para el efecto, mediante una reforma legal que venga a definir claramente los límites de responsabilidad de cada una de las partes involucradas.

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

3.1.3. GLOBALIZACIÓN – INTEGRACIÓN Y VISIBILIDAD INTERNACIONAL

MARCO DE REFERENCIA:

Desde hace varios años la BNV ha venido realizando esfuerzos en procura de integrar el mercado bursátil costarricense con los mercados respectivos de la región centroamericana, específicamente con las Bolsas de Valores de Panamá y El Salvador, bajo el proyecto denominado AMERCA – Asociación de Mercados Centroamericanos. Sin embargo, frente a este proyecto de integración se ha presentado en los últimos años un distanciamiento con la SUGEVAL.

Respecto al proyecto AMERCA, la SUGEVAL y las Superintendencias de Valores de Panamá y El Salvador han estado recibiendo una Asistencia Técnica por parte del BID en relación con temas de la integración circunscritos a Regulación y Supervisión Bursátil, con el “objetivo de producir una estrategia regional de regulación y supervisión de agentes de los mercados bursátiles”. Este proyecto sin embargo, ha mostrado algunos retrasos y sus avances han sido poco conocidos en la industria.

Hasta hace pocos meses no se identificaba un mapa claro y completo de las implicaciones regulatorias del proyecto, a pesar de que un proyecto de integración de mercados entre países conlleva una alta complejidad regulatoria en materias tales como reconocimientos de regulaciones extranjeras, autorizaciones y accesos desde y hacia el mercado local, de implementaciones operativas, de supervisión, de control de riesgos, tributarias y de inversión extranjera.

Uno de los principales obstáculos que ha limitado el avance de AMERCA en Costa Rica tiene que ver con el acceso cruzado de los puestos de bolsa dentro del mercado integrado. Los expertos del BM identificaron en el medio algunas ideas para solucionar vía reglamentaria esta limitación, relacionadas con:

- Los puestos de bolsa costarricense podrían participar en los mercados de las otras bolsas centroamericanas mediante el uso de la figura de corresponsalía y asesoría dentro del campo de la oferta privada. La cual facilita el proceso pero limita la participación de los inversionistas y la actuación del puesto de bolsa.
- Los puestos de bolsa de Panamá y Salvador podría tener acceso a la BNV mediante el uso de la figura de “enrutamiento” de órdenes.

Se conoce de un agotamiento por parte de los demás países que conformarían la AMERCA, debido a la demora en las soluciones legales de Costa Rica.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es asumir con urgencia y decidida voluntad política la integración del mercado costarricense con otros mercados, particularmente el proyecto AMERCA y el MILA, mediante la creación de un equipo de trabajo a nivel gerencial de la SUGEVAL y la BNV, que de forma rápida y expedita formule y gestione los requerimientos legales para permitir el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros. Con el nombramiento de gerentes de proyecto a nivel de estas instituciones y basados en una agenda de trabajo periódica y formal, se proponen las siguientes acciones:

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

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

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

3.1.4. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO

Considerando la facilidad de implementación de cada acción propuesta, así como su impacto de cara a las necesidades más apremiantes de la industria, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense aprobó dos acciones estratégicas para implementar en un plazo de seis meses:

- Nombramiento de gerente de proyecto y comité de trabajo para AMERCA, para que formule y gestione los requerimientos legales que permitan el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros.
- Evaluar con el CONASSIF la alternativa del acceso cruzado (enrutamiento intermediado de órdenes y corresponsalía) para permitir la conectividad y lograr revivir el proyecto en muy corto plazo.

3.2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

Las recomendaciones en materia de regulación y supervisión comprenden al regulador, los supervisores, la bolsa y los actores. Propiamente en el caso del CONASSIF se identifica la necesidad de mejorar su gobierno corporativo y propiciar una relación más orgánica y eficaz con las superintendencias, mediante la adopción de un plan estratégico conjunto. También se requiere fortalecer su estructura de apoyo para facilitar el cumplimiento de sus funciones en forma más eficiente y eficaz. De acuerdo con la propuesta del Plan de Ruta Estratégico del Banco Mundial se necesita también mejorar el proceso de elaboración de normativa, debido a que le falta fluidez y eficiencia.

En el marco de la apertura del mercado que se plantea en la sección anterior y en el contexto del actual desarrollo del mercado de fondos de pensiones, fondos de inversión, empresas aseguradoras y la banca, se recomienda la desmutualización de la propiedad de las acciones de la BNV, permitiendo la participación amplia de los inversionistas como accionistas, y su vez brindándole la posibilidad de realizar inversiones en entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras. En lo pertinente a su gobierno corporativo, se requiere flexibilizar los requisitos para incorporar los miembros independientes en su Junta Directiva, permitir la conformación de la misma con al menos dos miembros que provengan de otros sectores del mercado y eliminar la actual participación de más de un miembro como fiscal. Para el Comité Disciplinario, hasta tanto se realice la apertura de los mercados, se necesita, para evitar conflictos de intereses, sustituir la asistencia del gerente general por una persona no vinculada a la Bolsa ni a los puestos de bolsa y que el abogado que lo conforma sea independiente respecto de la bolsa, de los puestos de bolsa y sus agentes.

También es adecuado que ante la apertura del mercado y la desmutualización de la BNV, la supervisión de mercados y de conductas se concentre en la SUGEVAL. Además se deben establecer como sujetos de supervisión a todas las personas y entidades que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta. Así mismo se debe crear la protección legal adecuada para dicha entidad.

También en materia de los actores se requiere unificar las obligaciones y deberes para la actividad de asesoría y administración de portafolios de terceros (fideicomiso, asesores de inversiones y

contratos de mandatos). Finalmente es necesario Institucionalizar en la SUGEVAL la labor educativa al público en general, con el apoyo de la industria y en lo referente a la profesionalización de los actores del mercado, se necesita establecer que las personas vinculadas a entidades vigiladas por una Superintendencia financiera y/o que participen en el mercado de valores, deban ser acreditadas, reconociendo diferentes tipos de acreditación por mercado y por actividad, con vigencia y condiciones de renovación estandarizadas y con sistema de registro unificado.

3.2.1. CONASSIF Y SUPERINTENDENCIAS

Respecto al CONASSIF y las Superintendencias, se analizan en este apartado aspectos estratégicos en relación con la mejora de su Gobierno Corporativo y la mejora en los procesos de expedición de normativa.

A) GOBIERNO CORPORATIVO.

MARCO DE REFERENCIA:

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

Este órgano tiene dependencia jerárquica del Banco Central, en razón a que tiene a su cargo como función misional de orden legal “la promoción de condiciones favorables al robustecimiento, la liquidez, la solvencia y buen funcionamiento del Sistema Financiero de Costa Rica”, apoyado en la desconcentración máxima de la cual goza dicho Consejo. Está conformado por un total de siete (7) miembros, de los cuales cinco (5) miembros son elegidos por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, quienes no pueden ser funcionarios públicos, y los dos restantes son el Ministro de Hacienda y el Presidente del Banco Central de Costa Rica. Para el caso de considerar temas propios

a la Superintendencia General de Pensiones, se suma a dicha conformación un miembro más (total 8), nombrado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, con base en una terna propuesta por la Asamblea de Trabajadores del Banco Popular y de Desarrollo Comunal y se sustituye el Ministro de Hacienda por el Ministro de Trabajo.

Los Directores o Consejeros no tienen vinculación de tiempo completo o parcial y cumplen sus funciones, mediante sesiones del Consejo, y solo les es permitido recibir dietas hasta por cinco sesiones al mes, y en caso de ser necesarias más reuniones, las mismas no son remuneradas, como tampoco lo es su participación en los diferentes comités de trabajo del Consejo (por ejemplo el Comité de Vigilancia Macro-prudencial, el Comité de Presupuesto, el Comité de Auditoría y el Comité de Normativa). Dentro de la estructura y apoyo técnico propio, el CONASSIF cuenta con una Asesoría Jurídica y Técnica, conformada por dos (2) profesionales para cumplir funciones respecto de las cuatro Superintendencias en los temas tanto regulatorios, administrativos y de juez.

En la propuesta de un plan de ruta estratégico para el mercado de valores costarricenses del Banco Mundial/ICF, respecto al gobierno corporativo y constitución del CONASSIF se identifica lo siguiente:

- La conformación actual del CONASSIF es de alto nivel profesional y técnico, y su número de miembros es razonable.
- El CONASSIF tiene un interés real y urgente de mejorar su funcionamiento y relacionamiento con las Superintendencias y con el mercado, a través de procedimientos formales pero sencillos.
- La estructura reducida del CONASSIF en lo referente a apoyos técnicos especializados con los que cuenta, afecta y estresa el cumplimiento de sus funciones.
- Las funciones de regulador, administrador y juez de segunda instancia que desarrolla agobian el desarrollo de las sesiones de trabajo del Consejo.
- Considera necesario contar con un plan estratégico y un plan de actividades para la industria de valores, que le permita desarrollar sus funciones en forma ordenada y con medición de resultados.
- La falta de claridad respecto de la competencia del CONASSIF en relación con la expedición de normas (proponer y/o aprobar) afecta la interacción con las Superintendencias. Si bien existe un antecedente de ACUERDO sobre la atribución de competencias entre el CONASSIF y el

Superintendente General de Valores, aprobado por el CONASSIF, mediante artículo 9, acta 38-98 de la sesión del 10 de septiembre de 1998, publicado en La Gaceta No. 217 del 9 de noviembre de 1998, aún existen dudas con la SUGEVAL y otras Superintendencias.

- El hecho de que los Directores no tengan vinculación de tiempo completo o al menos parcial, suma en los niveles de estrés en el cumplimiento de sus funciones.
- Necesidad de construir una relación más orgánica entre el CONASSIF y las Superintendencias
- Necesidad de directrices claras en el sentido del tipo de supervisión requerida respecto de los entes fiscalizados (orientación hacia riesgos y principios vs. de control y auditoría), pues ello afecta la regulación que se emite y genera sobrecostos para la industria y el supervisor.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

- Establecer un Plan Estratégico a partir de la Ruta Estratégica aprobada por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y el gobierno, por medio de sesiones de trabajo conjuntas entre el CONASSIF y las superintendencias, todo ello con el fin de crear una relación más orgánica.
- Contar con apoyos adicionales a través de la contratación permanente de personal especializado en temas prudenciales, conductas y económicos, que den soporte a la Presidencia y a los Directores del CONASSIF, y trabajen en forma orgánica con las Superintendencias. La contratación de personal especializado por áreas facilitaría una visión transversal e integrada del mercado y una coordinación más efectiva con las superintendencias para emitir normativa que se relaciona con varias de ellas o bien cuando se trate de medidas macro-prudenciales. Además, haría que la regulación sea más consistente con la realidad del sistema financiero del país, donde una gran parte de las entidades reguladas cuentan con negocios interconectados en el mercado bancario, de valores, pensiones y seguros.
- Asignar en los Directores del CONASSIF funciones de coordinación normativa sobre Superintendencias y por temas, con el fin de dar apoyo y trabajar en forma interrelacionada.
- Fijar la política para el esquema de supervisión deseada para el Sistema Financiero, conjuntamente con las Superintendencias y hacerlas visibles al interior de las mismas.
- De persistir falta de claridad en relación con la competencia del CONASSIF respecto a la expedición de reglamentación, se sugiere emitir un nuevo acuerdo que aclare sus competencias respecto a todas las Superintendencias y de ser necesario, proceder a su aclaración mediante consulta formulada a la Procuraduría General de la República por parte del CONASSIF.

- En el corto a mediano plazo revisar si la vinculación y dedicación de los directores debe ser modificada, buscando mayor disponibilidad de tiempo, para hacer los ajustes de tipo legal.
- En el mediano plazo revisar la estructura de supervisión, buscando una mayor consolidación y especialización orientada desde lo prudencial y desde las conductas.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

Para la implementación de la acción relacionada con fijar la política para el esquema de supervisión deseada para el Sistema Financiero, se requiere reglamentación del CONASSIF, mientras que para modificar el tiempo de vinculación de los directores de este órgano, así como la estructura de supervisión es necesario reformar la ley vigente del mercado de valores. Las demás acciones arriba propuestas únicamente requieren de la expedición de Acuerdos por parte del CONASSIF.

B) EXPEDICIÓN DE NORMATIVA.

MARCO DE REFERENCIA:

De las diferentes reuniones que sostuvieron los expertos del Banco Mundial con las autoridades y con la industria y del análisis del marco jurídico y de los procesos existentes, se plantea la necesidad de mejorar el proceso de elaboración normativa, entendido éste en su integralidad, desde su génesis hasta su aprobación final. Específicamente se identificaron los siguientes hallazgos:

- El proceso de expedición normativa le falta fluidez y eficiencia.
- Existe un proceso de divulgación previa de normas para comentarios, el cual se da una vez el CONASSIF aprueba la propuesta presentada por la Superintendencia, pero no existe un proceso estandarizado y habitual para la expedición de normas, reconocido y aceptado por las partes, que incorpore fundamentos de conveniencia y costo/beneficio, entre otros, y procesos de consultas. Si bien la Ley General de la Administración Pública (LGAP), la cual se aplica al Estado y todos los demás entes públicos, establece los principios de consulta y la obligación de conceder audiencia a las entidades descentralizadas sobre los proyectos de

disposiciones generales que puedan afectarlas, así como a las entidades representativas de intereses generales o corporativos, para exponer su parecer.

- El análisis del costo/beneficio ya fue recogido en La Ley 8990 expedida en octubre de 2011 en Costa Rica, mediante la cual se reformó la ley que regula la eliminación de trámites e incorporó en su artículo 12 la obligación de realizar una evaluación costo o beneficio antes de emitir cualquier nueva regulación o reformar las existentes, cuando establezcan trámites, requisitos y procedimientos.
- Se percibe que las reglas fijadas por el CONASSIF no son exigidas en forma regular y no se diferencia entre reformas estructurales y formales.
- Se presentan limitaciones para la expedición de normas transversales a todas la Superintendencias.
- Las partes reconocen la necesidad de contar con un plan estratégico que ordene las prioridades normativas.
- Falta una mejor exposición de las motivaciones que justifican algunos de los cambios regulatorios.
- En la SUGEVAL el proceso de preparación de normativa requiere de una coordinación entre el área normativa y las áreas funcionales.
- Falta de claridad sobre las competencias del CONASSIF para ejercer iniciativas en la producción de normativa.
- Las normas existentes recogen un principio de coordinación y armonía entre las autoridades para con el mercado de valores, y es así como el artículo 4º de la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece el deber de consulta en el que el Poder Ejecutivo, los órganos de la administración central y descentralizada, así como los entes públicos deben consultar a la SUGEVAL, antes de dictar actos de alcance general relativos a los mercados de valores. En forma adicional prevé que la Superintendencia deberá pronunciarse sobre las políticas dictadas por otras instituciones, que afecten estos mercados y coordinarlas con el Poder Ejecutivo.
- A su vez la LRMV en su artículo 7 incorpora un principio de participación activa de la industria, facultando a la Superintendencia para conformar comités consultivos integrados por representantes de los sujetos fiscalizados, inversionistas u otros sectores de la economía, para que examinen determinados temas y emita recomendaciones de carácter no vinculante.

- Frente a la industria, entendida este como entes fiscalizados y supervisados por la SUGEVAL, existe la percepción de que se requiere un mayor consenso de criterio entre el CONASSIF y la SUGEVAL y que ambos deben tener una mayor relación y comunicación con el mercado.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

Es importante resaltar que las acciones que se plantean en adelante se basan en un enfoque de emisión de normativa que abarca a todas la Superintendencias. En este sentido comprende cuatro dimensiones:

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

Teniendo en cuenta lo anterior, se propone implementar las siguientes acciones estratégicas en materia de emisión de normativa:

- A partir de la Ruta Estratégica que se acoja para el Mercado de Valores de Costa Rica, acordar un plan estratégico entre el CONASSIF y las Superintendencias, en forma que les permita elaborar un adecuado plan de actividades y de desarrollo normativo, y alinear las expectativas de las partes involucradas.
- Establecer, mediante un ACUERDO emitido por el CONASSIF, un proceso de generación de regulación que sea:
 - Consultivo, real, efectivo y habitual.
 - Sistemático en el análisis de conveniencia y costo/beneficio de las nuevas normas.
 - Orientado a la eficiencia en la gestión y que permita el desarrollo de sus mercados.

- Reconociendo las diferencias entre la regulación que incorpore cambios estructurales, de fondo o nuevos productos, y regulación que pretenda actualizarse, corregir errores o afinamientos.
- Mediante la expedición del ACUERDO del CONASSIF, arriba citado, crear el procedimiento para la expedición de regulación claro, sencillo y medible, que prevea las siguientes etapas:
 - Programación: Fijación de un calendario anual o bianual, que permita ordenar el proceso normativo de alto nivel y la planeación al interior de la Superintendencias, el cual debe ser presentado y aprobado en fechas específicas del año, previamente acordadas y conocidas por las partes.
 - Propuesta Conceptual: Para dar inicio a una reglamentación que incorpore un cambio estructural, de fondo o que incorpore un nuevo producto, debe prepararse y presentarse por parte de la Superintendencia un documento denominado “Propuesta Conceptual” que contenga el objeto, alcance, propósito, identificación del riesgo a controlar, conveniencia, costo/beneficio, relación con normas de mayor jerarquía, interrelación con regulación de competencia de otras Superintendencias y experiencias regulatorias de países comparables y no debe incorporar textos reglamentarios.
 - Al respecto es importante que el CONASSIF y la Superintendencia acuerden el “entregable” esperado como “Propuesta Conceptual”, a fin de alinear las expectativas y permitir el análisis fluido. En forma igual, debe acordar con el CONASSIF cuales son las regulaciones comparables y deseables que se incorporen a la “Propuesta Conceptual”.
 - Para la preparación de la “Propuesta Conceptual” la Superintendencia puede apoyarse en los Comités Consultivos a fin de analizar con el mercado a nivel conceptual los temas objeto de la futura regulación, y que le permita identificar de manera previa, pero general, los principales obstáculos o resistencias.
 - Presentación al CONASSIF: La Superintendencia debe presentar al CONASSIF la “Propuesta Conceptual”, habiéndola remitido previamente dentro del plazo acordado. De esta presentación el CONASSIF debe pronunciarse indicando ajustes a realizar.
 - Presentación a la industria de la “Propuesta Conceptual”, previamente conciliado entre el CONASSIF y la Superintendencia: Este proceso tiene como objetivo “socializar” en el mercado las propuestas regulatorias para obtener retroalimentación del mismo. Este proceso puede hacerse a través de comités creados para el efecto, y/o con remisión y

presentación de la propuesta a la industria a través de las cámaras o asociaciones gremiales.

- Es deseable que a dichas presentaciones asista un miembro del CONASSIF, cuando la reforma sea de fondo o estructural, en todo caso cuando lo estimen conveniente, y que el mercado conozca de su presencia, a fin de resolver el problema de falta de comunicación entre la industria y las autoridades.
- Este proceso debe ser institucional en forma que las partes activas entiendan su función y no se estime inapropiado la participación en el mismo.
- Recepción de comentarios: A partir de la presentación anterior, conceder un plazo al mercado para que presente comentarios de manera escrita.
- Evaluación de los comentarios del mercado: Una vez recibidos los comentarios del mercado, analizar sus efectos respecto a la “Propuesta Conceptual” y tener en cuenta aquellos, que a juicio de la Superintendencia, resulten pertinentes. En todo caso, al momento de presentar al CONASSIF la reglamentación (literal h), informar los comentarios recibidos y los acogidos y los rechazados, informando las razones.
- Elaboración del texto reglamentario: En esta etapa, la Superintendencia elaborará a su interior, el texto a proponer al CONASSIF, velando porque las áreas de regulación y supervisión aporten lo correspondiente en la confección de la norma, y que permita evaluar la forma y costo de la supervisión.
- Presentación al CONASSIF: Elaborada la propuesta de normativa dentro de la Superintendencia, deberá procederse a presentar al CONASSIF el texto legal, a partir de la “Propuesta Conceptual” para que imparta su concepto previo. Es importante el plazo de remisión previa al Consejo, con el fin de permitir su lectura y análisis previo.
- Publicación para comentarios y reuniones con el mercado: Una vez presentada la norma propuesta al CONASSIF y emitido concepto previo favorable, debe procederse a publicarla para comentarios, a través del sitio web de la Superintendencia y por envío a las cámaras o asociaciones del mercado, indicando plazo para recepción de comentarios.
- De ser necesario, la Superintendencia debe estar en disposición de reunirse con el mercado a través de las cámaras y asociaciones, para analizar las propuestas normativas, hacer las aclaraciones y recoger inquietudes.
- Presentación para aprobación al CONASSIF: Recibidos los comentarios al texto legal, presentar al CONASSIF la propuesta final, indicando comentarios recibidos aceptados y

rechazados, y las razones, debiendo ser remitida en forma previa a su análisis de acuerdo con los tiempos acordados. Es deseable identificar los cambios sobre la propuesta inicial que el CONASSIF revisó, a fin de agilizar su revisión y aprobación.

- Crear y acordar un procedimiento para casos de urgencia, para que el proceso no ponga en riesgo la estabilidad de la industria. Para ello deben presentarse los riesgos debidamente identificados y la forma de controlarlos, como sustentadas las razones de urgencia, que permitan al CONASSIF un análisis expedito.
- Para la expedición de regulación que pretenda simplemente actualizar, corregir o afinar regulación existente, crear un procedimiento expedito e informativo previo al CONASSIF y continuar con la preparación del texto normativo y publicación.
- Crear a través de un ACUERDO emitido por el CONASSIF, el proceso a seguir para la elaboración y aprobación de reglamentación de tipo transversal a todas las Superintendencias, en forma que las vincule. Para el efecto, sería recomendable, que el CONASSIF contara con asesores especializados dentro de su estructura administrativa. Este proceso debe ser liderado por el CONASSIF, a partir de propuestas regulatorias dirigidas por los asesores especializados y con el concurso de equipos de trabajo que lo integren funcionarios técnicos de las cuatro Superintendencias.
- Apoyar a las Superintendencias con capacitaciones orientadas a realizar análisis de costo/beneficio para la expedición de regulación, para lograr que el mismo se convierta en una forma sencilla de medición y evaluación habitual.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

Para la implementación de las acciones antes citadas solo es necesaria la expedición de Acuerdos por parte del CONASSIF. Es importante resaltar la interrelación entre lo propuesto para el Proceso de Expedición Normativa y lo propuesto en materia de Gobierno Corporativo, desarrollado en el punto anterior.

3.2.2. BOLSA NACIONAL DE VALORES (BNV).

Respecto de Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica – BNV se analizan a continuación analizan tres aspectos estratégicos: Desmutualización, Gobierno Corporativo y Autorregulación Disciplinaria para sus miembros, que están relacionados directamente con la apertura del mercado.

A) DESMUTUALIZACIÓN.

MARCO DE REFERENCIA:

La LRMV creó una estructura de propiedad restringida para las bolsas de valores como sociedades anónimas en las que la propiedad debe ser de los puestos de bolsa que participen en ellas. En este sentido el capital social de la BNV esta representado por acciones comunes y nominativas, suscritas y pagadas entre los puestos admitidos. Esta estructura de propiedad hace que se comporte como una entidad mutual a pesar de que es una sociedad anónima.

El campo de acción de la BNV frente al desarrollo de los mercados se ha limitado al mercado secundario de los valores objeto de oferta pública, que es poco amplia y centrada en deuda pública, lo que limita las posibilidades de nuevos mercados y de nuevas dimensiones transfronterizas.

Esta estructura de propiedad de las bolsas constituye hoy en día un importante limitante en el estado actual de la industria financiera, donde se cuenta con mayor desarrollo y sofisticación del mercado de fondos de pensiones, fondos de inversión, empresas aseguradoras y la banca, lo cual hace necesario evolucionar hacia un mercado donde estos actores tengan una participación más activa y directa. Para las autoridades de la BNV, según entrevistas, para restablecer el principio de sociedad abierta es necesario restablecer el espíritu empresarial a través de nuevas oportunidades de negocios.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es la desmutualización de la propiedad de la BNV, permitiendo la participación amplia de los inversionistas como accionistas, y su vez brindándole la posibilidad de realizar inversiones en entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras, todo ello con el fin de alinear el papel de la bolsa en el marco de la apertura del mercado y frente al surgimiento de nuevos actores que

juegan, de acuerdo con la experiencia internacional, un papel relevante en el desarrollo del mercado. Específicamente se plantea la necesidad de implementar las siguientes acciones estratégicas:

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

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

B) GOBIERNO CORPORATIVO.

MARCO DE REFERENCIA:

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

para los miembros independientes han generado importantes limitaciones. A la fecha ha resultado difícil encontrar personas en las que confluyan sus condiciones exigidas para considerarlos independientes.

La BNV cuenta en su Junta Directiva con varios miembros que fungen como fiscales, sin que ello sea necesario para cumplir el Código de Comercio. Esto podría plantear un inconveniente de oportunidad, es decir, de poder contar con miembros que sin ser independientes, provengan de otros actores relevantes del mercado (pensiones, Safis, seguros, empresas del sector real, banqueros de inversión). Por otra parte, cuenta con cuatro comités: Disciplinario de origen legal, y comités de riesgos, cumplimiento y de auditoría de origen reglamentario. Respecto al primero, la LRMV dispone que este conformado por el gerente de la bolsa o la persona que este designe, por un miembro de la Junta Directiva y por un abogado independiente de la administración de la bolsa. Pero esta composición genera en la práctica un problema de participación de los independientes.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es fortalecer el gobierno corporativo de la BNV mediante una mayor y más efectiva participación de los miembros independientes en su Junta Directiva, consistente con la apertura del mercado plantea en secciones anteriores y acorde con el surgimiento de nuevos e importantes actores en el mercado. Se identifican a continuación un conjunto de acciones estratégicas para tal propósito:

- Modificar la reglamentación actual expedida por el CONASSIF para los miembros independientes de la Junta Directiva de la BNV, reduciendo el plazo de inhabilidad de cuatro a dos años, e incorporando el concepto de ingresos representativos generados en caso de asesorías y vinculaciones de tipo temporal o parcial.
- Por autorregulación de la BNV, conformar su Junta Directiva con al menos dos miembros diferentes a los directores de puestos de bolsa, que sin ser independientes provengan de otros sectores (pensiones, Safis, seguros, empresas del sector real, banqueros de inversión) y ajustar el número de miembros en actúan como fiscales, sin dejar de cumplir con el Código de Comercio. .
- En tanto se implementan las medidas propuestas en cuanto la apertura de los mercados y lo correspondiente a supervisión, se requiere que por autorregulación de la BNV se mejore el

gobierno corporativo del Comité Disciplinario, sustituyendo la asistencia del gerente por una persona no vinculada a la Bolsa, ni a los puestos de bolsa y permitiendo que el abogado cumpla con la condición de no ser asesor de los puestos de bolsa.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

c) AUTORREGULACIÓN DISCIPLINARIA:

MARCO DE REFERENCIA:

El Comité Disciplinario de la BNV tiene deficiencias en su conformación, tal como se indica en el punto anterior. Además, la supervisión que se realiza por medio de autorregulación se centra en los temas de precios de mercado. En consecuencia no se cuenta con procesos de auditoría para verificar el cumplimiento de las reglas de conducta de forma habitual y permanente, por medio de planes de visitas “in situ” y recolección de información “extra situ”. Por su parte, las quejas de los inversionistas no llegan a la BNV sino a la SUGEVAL.

Por la orientación legal de un mercado de oferta pública y de un supervisor circunscrito al mismo, se deja de lado la supervisión de los mercados de ofertas privadas y los accesos a los mercados internacionales, limitando en éstos el control con regulación orientada a la ejecución. Así mismo, la autorregulación disciplinaria solo aplica para los puestos de bolsa y sus agentes y no para los demás participantes del mercado fiscalizados y los no fiscalizados, tal es el caso de los asesores de inversiones que están autorizados pero no son supervisados.

Tampoco la supervisión con capacidad sancionatoria aplica para los emisores, estructuradores, abogados, colocadores y comercializadores. Sin perjuicio de lo anterior, el artículo 6º de la LRMV establece que “Todas las personas físicas o jurídicas que participen directa o indirectamente en los

mercados de valores, excepto los inversionistas, así como los actos y contratos referentes a estos mercados y las emisiones de valores de las cuales se vaya a realizar oferta pública, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, conforme a las normas reglamentarias que dicte al efecto la Superintendencia. ...” lo que permite concluir la capacidad legal que tiene el regulador y supervisor de vincular los participantes del mercado y de los procesos de emisión, faltando regulación de la capacidad sancionatoria dentro de la competencia de la SUGEVAL.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es contar con una supervisión de mercados y conductas acorde con la apertura del mercado y la desmutualización de la BNV, donde se tenga como sujetos de supervisión a todas las personas y entidades que participan en el mercado de valores. Para ello se requieren implementar las siguientes acciones específicas:

- Establecer un sistema de supervisión de mercados y de conductas que recoja a todas las personas y entidades que participan en el mercado de valores en forma directa o indirecta, incluyendo la asignación de responsabilidades claras y con capacidad sancionatoria respecto de los emisores, estructuradores, abogados, colocadores y comercializadores, en lo que corresponda.
- Se recomienda que la función de supervisión ampliada a todos los participantes del mercado de valores la asuman las Superintendencias a través de mecanismos establecidos mediante ley, centralizando los procesos en una entidad que por tratarse de valores le correspondería a la SUGEVAL, con autorización de regímenes sancionatorios. Esto es consistente con el tamaño de la industria de valores en Costa Rica, que obliga a pensar en ser eficientes en el uso de los recursos que se asignen a la supervisión de los agentes del mercado que participan en éste.
- Deben establecerse programas de auditorías “in situ” y “extra situ” por parte de quien ejerza la supervisión de conductas.
- El régimen sancionatorio debe ser ajustado y proteger a la entidad que lo aplica para responder civilmente solo cuando exista culpa grave o dolo, y establecer el tipo de proceso y plazos máximos para la impugnación de sus decisiones.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

Para implementar la propuesta se requiere un ajuste al marco legal previsto en la ley del mercado de valores vigente, para que se asigne la función de regular y supervisar directa y exclusivamente en la SUGEVAL. Igualmente la reforma legal deberá crear algunas categorías nuevas de sujetos y actividades regulados y definir las responsabilidades, así mismo deberá tipificar las sanciones que sean aplicables ante eventuales faltas de dichos sujetos.

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

MARCO DE REFERENCIA:

Dentro de la organización del mercado de valores de Costa Rica existen los Asesores de Inversiones y los Fideicomisos de Inversiones que cumplen funciones equivalentes a las de un puesto de Bolsa, en lo referente a inversiones en valores, pero operan bajo regulación diferente o bien no son fiscalizados.

El puesto de bolsa de acuerdo con el artículo 56 de la LRMV puede realizar las siguientes actividades comparables con las figuras antes mencionadas: (i) Comprar y vender, por cuenta de sus clientes valores en la bolsa. Para ello, podrán recibir fondos de sus clientes, pero el mismo día deberán aplicarlos al fin correspondiente; (ii) Asesorar a los clientes, en materia de inversiones y operaciones bursátiles y (iii) Prestar servicios de administración individual de carteras, según el reglamento emitido por la Superintendencia. En cuanto a la reglamentación para la Administración de Carteras por parte de los Puestos de Bolsa, fue emitida bajo la vigencia de la anterior Ley Reguladora y no ha sido modificada a la fecha. Por su parte, el Asesor de Inversiones está autorizado en el artículo 5º del Reglamento de Oferta Pública, en el que se dice “... La asesoría de inversión no se considerará Oferta Pública de Valores y en consecuencia no estará sujeta a los requisitos de autorización dispuestos para ésta. Para estos efectos se considera asesoría de inversión la actividad realizada en forma habitual y por una retribución, directa o indirecta, que consiste en brindar recomendaciones a terceros, ya sea directamente o por medio de publicaciones o reportes, sobre el precio de determinados valores o sobre la ventaja de invertir, comprar o vender valores. La actividad de asesoría de inversión y en general los servicios

destinados a poner en contacto a oferentes y demandantes de valores, se registrarán por la regulación relativa a la intermediación en el mercado de valores.”

Una situación similar a la anterior sucede respecto de ciertas actividades que pueden desarrollar los bancos bajo el contrato de fiducia. La Ley Orgánica Del Sistema Bancario Nacional en su artículo 116 autoriza a los bancos comerciales para efectuar las siguientes comisiones de confianza: “1.- Recibir en custodia fondos, valores, documentos y objetos y alquilar cajas de seguridad para la guarda de valores. 2.- Actuar como agentes financieros y comprar o vender, por orden y cuenta de sus clientes toda clase de valores y bienes.... 7.- Realizar contratos de fideicomiso, conforme a lo dispuesto en el Código de Comercio y las demás normas legales y reglamentarias aplicables.”. Respecto a este numeral 7 el artículo 61 de la LRMV, su segundo párrafo lo mantiene y lo aclara, diciendo “Asimismo, quedan a salvo los fondos administrados mediante contratos de fideicomiso por los bancos o las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras....”.

Aunque las figuras anteriores realizan actividades que son equivalentes a las de un puesto de bolsa, operan bajo una regulación diferente, que genera un arbitraje importante y desestimula la estructura de puesto de bolsa por las regulaciones relacionadas con los deberes y las obligaciones de asesoría, de información, ejecución y formación profesional requerida y de restricciones en la forma de operar. Además, dado que los Asesores de Inversiones no son fiscalizados, se agrava el arbitraje entre las tres figuras.

De acuerdo con las entrevistas realizadas por los expertos del Banco Mundial / IFC, se percibe que la figura del Asesor de Inversiones ha generado una deserción y refugio importante para los agentes de bolsa. Bajo esta figura mantienen su credencial, sin pertenecer a un puesto de Bolsa, conservan sus clientes y ejecutan las operaciones para ellos a través de los puestos de bolsa. Además les permite ampliar en forma importante las funciones que tienen, pues por tratarse de sujetos no fiscalizados, pueden hacer todo aquello que no les esta expresamente prohibido por la ley.

Respecto a los bancos en ejercicio de sus actividades fiduciarias, que se asemejan a las carteras individuales de los puestos de bolsa, existen diferencias importantes en la normativa que los regula:

- En la actividad fiduciaria el portafolio puede estar compuesto por cualquier tipo de activo y en lo referente a valores no hay restricción, sumando activos muebles de otro tipo e inmuebles, en tanto que para el puesto de bolsa solo es permitido valores de oferta pública y cuando se trata de inversionista sofisticado valores de oferta privada y oferta pública restringida. Sin perjuicio de lo anterior, es importante precisar que si las instrucciones no fueren suficientemente precisas o cuando se hubiere dejado la determinación de las inversiones a la discreción del fiduciario, las inversiones en lo referente a valores están sujetas a restricciones importantes previstas en el artículo 648 del Código de Comercio.
- Para las carteras administradas por un puesto de bolsa en las que el cliente lo ha autorizado para seleccionar los valores de su cartera de acuerdo a su discrecionalidad, existe la restricción para el puesto de bolsa que el total de los fondos que recibe de sus clientes no pueden ser invertidos en más de un 10% en un mismo emisor privado o empresas relacionadas al puesto de bolsa y solo puede ser incrementado en un 5% adicional por concepto de títulos valores avalados o afianzados por dicho emisor.
- Para el puesto de bolsa existen responsabilidades por vía de autorregulación disciplinaria, en tanto que para el banco no.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es unificar las obligaciones y deberes entre los puestos de bolsa y las figuras de asesoría de inversiones y administración de portafolios de terceros (fideicomiso, asesores de inversiones y contratos de mandatos), a fin de eliminar los arbitrajes regulatorios existentes y crear las condiciones adecuadas para el desarrollo de la industria frente a la apertura propuesta del mercado de valores. Se enlistan las principales acciones estratégicas requeridas para alcanzar este objetivo:

- Homologar los requerimientos y facultades de tipo legal para la prestación de servicios de la misma clase sobre administración y gestión de valores por cuenta de terceros a través de

cartera individuales administradas por los puestos de bolsa y fideicomisos administrados por entidades autorizadas que en su conformación existan valores.

- Asignar a la SUGEVAL la vigilancia y supervisión de quien administre portafolios en cuya conformación hayan valores.
- Definir la administración de portafolios de clientes, como aquella actividad realizada por una entidad legalmente autorizada para ello, de recibir dinero o títulos de un tercero con la finalidad de conformar y administrar un portafolio de valores. Este mecanismo no podrá ser utilizado para administrar portafolios cuyos activos pertenezcan a más de una persona.
- Regular las operaciones de simple corretaje sobre valores.
- Regulación de conflictos de interés homologados para la prestación de servicios de administración de portafolios.
- Políticas y procedimientos de las áreas o entidades especializadas en investigaciones y análisis de mercados, emisiones y emisores.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

3.2.4. PROFESIONALIZACIÓN Y EDUCACIÓN: COMPETITIVIDAD Y PARTICIPACIÓN

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

- Los participantes directos del mercado, entendidos estos como aquellas personas que a través de las entidades autorizadas o directamente relacionadas prestan servicios especializados en temas financieros y de mercados, bien gestionando fondos, gestionando y asesorando inversiones de portafolios individuales, administrando recursos de terceros o propios, estructurando emisiones, administrando los riesgos, haciendo actividades de control y auditoría y comercializando productos financieros entre otros, los cuales están llamados a tener altos niveles de profesionalización y especialización, con reconocimiento público de sus calidades, y de condiciones éticas, orientados al desarrollo de un mercado con una mayor transparencia, con un tratamiento objetivo y equilibrado a los clientes, y a contribuir con la construcción del capital reputacional de la industria. Dentro de la educación profesional es necesario incluir a las autoridades encargadas de administrar justicia, para que el desarrollo de los mercados vaya acompañado de una resolución de conflictos eficiente y segura para las partes.
- En tanto que el público en general debe tener un nivel de educación que le permita la comprensión básica de sus necesidades y capacidades, del concepto de riesgo y de tomar decisiones informadas.

Por lo anterior, las acciones estratégicas que se plantean en materia de educación tienen dos perspectivas: la educación profesional y la educación del público en general.

A) PROFESIONALIZACIÓN DEL MERCADO.

MARCO DE REFERENCIA:

En lo relativo a la profesionalización del mercado, se identifican las siguientes condiciones para el caso de Costa Rica.

- Por disposición legal y reglamentaria existen dos tipos de acreditaciones exigidas: las de los agentes de bolsa (legal) y la de los operadores de derivados en los bancos y compañías de seguros (reglamentaria).
- Por autorregulación nació la acreditación para los gestores de portafolios financieros y para los asesores comerciales de las sociedades administradoras de fondos de inversión – SAFIS, que luego fue regulada por las autoridades de Supervisión.
- La acreditación tiene incluido el concepto de vigencia y es otorgada por una entidad encargada, reconocida por la regulación. En resumen, las vigencias y entidad encargada son:
 - De los agentes de bolsa la otorga la BNV: Es de por vida y se obtiene estando vinculado a un puesto de bolsa y habiendo aprobado el examen establecido a través de FUNDEVAL y aprobado los cursos de ética y de los sistemas de negociación de bolsa. El reglamento de la BNV prevé especializaciones (mercados internacionales) y actualizaciones pero en la práctica no se aplica.
 - De los gestores y asesores de las SAFIS: Es temporal, se obtiene estando vinculado a una SAFI y habiendo aprobado un examen. La certificación se mantiene activa si la persona continua vinculada a una SAFI, ha tomado cursos de actualización y está al día con la cuota anual de registro. Se pierde si no activa la certificación por dos años.
 - La acreditación y registro de los gestores y asesores de las SAFIS la realiza la Cámara de SAFIS debidamente autorizadas por la SUGEVAL. No obstante la SUGEVAL autorizó que cada entidad puede acreditar a sus propios gestores y asesores, pero dicha acreditación es válida mientras permanezca vinculado a la SAFI que la otorgó.
 - La acreditación de los operadores de derivados la realiza la BNV (a través de la FUNDEVAL), mediante examen.
 - La BNV cuenta con una filial FUNDEVAL – Fundación para el Desarrollo del Mercado Bursátil, que inició con un objetivo ambicioso de educación bursátil, en el cual tenía participación de CAMBOLSA (Cámara de los puestos de bolsa 30%). Hoy es de propiedad exclusiva de la BNV y es deficitaria por el esquema de gestión.
 - La Cámara de SAFIS tiene una alianza con FUNDEVAL para realizar los exámenes requeridos en las acreditaciones que otorga.
 - FUNDEVAL y la Cámara de SAFIS ofrecen cursos y programas con el objetivo de obtener la acreditación respectiva, incluyendo temas regulación y temas técnicos del mercado.

- Los exámenes exigidos son de 20 preguntas, se presentan electrónicamente y se concede una hora para su presentación.
- Los puestos de bolsa consideran que el curso y agentes certificados son muy técnicos y poco comerciales.
- El número de agentes de bolsa que se certifican ha venido disminuyendo en forma importante en los últimos años, pasando de 46 en el 2007 a 13 en el 2011.
- Los asesores de inversiones no requieren ningún tipo de acreditación. Se considera, bajo la regulación vigente, que la asesoría de inversión es la actividad realizada en forma habitual y por una retribución, directa o indirecta, que consiste en brindar recomendaciones a terceros, ya sea directamente o por medio de publicaciones o reportes, sobre el precio de determinados valores o sobre la ventaja de invertir, comprar o vender valores.
- Existe un buen principio de acreditación pero no es suficiente.
- Se presenta arbitraje regulatorio. No se exige ningún tipo de acreditación y registro para los asesores de inversiones ni para las personas que tienen funciones relacionadas con los mercados en los fondos de pensiones, compañías de seguro, cooperativas de ahorro y crédito y asociaciones solidaristas.
- No existe especializaciones por tipo de mercado y el concepto de vigencia y actualización no es un requisito estándar.
- La acreditación no reconoce los diferentes roles: operadores de sistemas de negociación, analistas económicos, gestores de inversiones por tipo de mercado o activo, asesores comerciales, directores de riesgos, entre otros.
- La acreditación por parte de los gremios o de la propia entidad genera riesgos de conflictos de interés.
- El tamaño de la prueba realizada es pequeña y puede no cubrir necesariamente las materias objeto de evaluación.
- La reducción en el número de agentes de bolsa acreditados es una señal a tener en cuenta respecto a la figura de asesores de inversiones y de otros vehículos y forma de prestación del servicio, por el arbitraje regulatorio que se presenta.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es establecer un sistema de acreditación para todas las personas que participan en el mercado de valores costarricense, el cual reconozca diferentes tipos de acreditación por mercado y por actividad, con vigencia y condiciones de renovación estandarizadas y con un sistema de registro unificado. Se detallan a continuación un conjunto de acciones concretas para lograr lo anterior:

- Establecer que las personas vinculadas a entidades vigiladas por una Superintendencia del Sistema Financiero y/o que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta deben ser acreditados.
- Establecer diferentes tipos de acreditación, por mercado (acciones, renta fija, derivados y mercados internacionales) y por actividad (operador de sistemas, gestor de inversiones, gestor de fondos, asesor comercial).
- Establecer en forma estándar la vigencia y condiciones de renovación periódica respecto de todas las acreditaciones.
- Contar un Sistema de Registro Unificado en el RNVI, para todos los profesionales del mercado.
- Facilitar la asociación entre los prestadores de servicios de acreditación, con un comité conformado por representantes de la industria y con el establecimiento de esquemas económicos.
- Establecer que la SUGEVAL asuma la función de ser la entidad de registro de los profesionales y controlar la condición de vigencia de las acreditaciones, junto con la facultad de suspender y o cancelar dichos registros y acreditaciones por sanciones impuestas.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

B) EDUCACIÓN AL PÚBLICO:

MARCO DE REFERENCIA:

En la actualidad la SUGEVAL desarrolla actividades relacionadas con educación al inversionista y a las entidades de administración de justicia y control, en cumplimiento de su obligación legal de protección al inversionista, mediante información pública en Registro Nacional de Valores e Intermediarios, atención al público, material educativo, Información de mercado semanal, Jornadas del Inversionista (en promedio 10 al año en donde se presentan temas de mercado), productos y regulación, cursos en asocio con la Universidad de Costa Rica (semestral con duración de 2 semanas), Escuela Judicial (18 sesiones y se cumple como requisito para la función pública) y otras actividades.

La SUPEN también realiza labores educativas en lo pertinente a fondos de pensiones y la SUGESE por su parte ha venido realizando esfuerzos importantes en esta materia. Sin embargo, no existe a nivel del CONASSIF un acuerdo que permita articular los diferentes esfuerzos de educación de las Superintendencias en una política común consistente con mercados financieros cada vez más interconectados, donde los inversionistas son parte de esta realidad. Además de establecer mecanismos efectivos de participación público-privado y de aprovechar las economías de escala respectivas.

Respecto a la labor educativa que realiza la SUGEVAL se identifica una buena orientación, con aceptable frecuencia y prestigio, pero limitada en su alcance. Además depende de la orientación del Superintendente a cargo y por lo tanto su sostenibilidad y continuidad no está garantizada.

A nivel privado, entidades como FUNDEVAL y la Cámara de SAFIS realizan seminarios y conferencias para el público en general. Es subsidiada por la industria con base en el principio de autopromoción.

El Ministro de Educación Pública, por su parte, anunció a inicios de 2012 que, mediante una reforma curricular integral efectuada, el tema de Educación Financiera se incorporó al plan de estudios del MEP.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es institucionalizar en una entidad la labor educativa al público en general, con el apoyo de la industria. Para ello se plantean las siguientes acciones:

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

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

3.2.5. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO

Con base en la facilidad de implementación y el impacto en el mercado, el Consejo aprobó varias acciones de corto plazo (seis meses) para fortalecer la institucionalidad reguladora y supervisora, atender el surgimiento y desarrollo de nuevos participantes y prever la propuesta de apertura del mercado:

- Definición de un proceso ágil de expedición y consulta de normativa.
- Modificar regulación para miembros independientes de la BNV.
- Sustitución de asistencia de gerente de BNV y abogado en Comité Disciplinario.
- Permitir en Junta Directiva de la BNV a dos miembros que provengan de otros sectores.
- Eliminar participación de miembros con voz pero sin voto en Junta Directiva de la BNV.
- Revisión de regulación para los diferentes intermediarios del mercado.

- Mejorar delimitación de ámbito de acción de la BNV y SUGEVAL.
- Fortalecimiento del apoyo técnico al CONASSIF.
- Asignación de funciones de coordinación normativa a directores del CONASSIF.
- Acuerdo para articulación de nueva regulación de valores entre superintendencias.

3.3. PRODUCTOS

Entre los principales rasgos del mercado de valores costarricense están la existencia de limitados instrumentos de inversión, una participación del sector privado en descenso y la predominancia del Estado. Esto plantea la urgencia de generar acciones para propiciar nuevos productos con una mayor participación privada, al tiempo que se trabaja en una gestión más sana y eficiente de la deuda pública.

Respecto a la deuda pública se necesita un ordenamiento importante de las emisiones soberanas, las cuales desde la segunda mitad del 2011 comenzaron a mostrar un deterioro significativo en este sentido. Es prioritario mejorar los niveles de coordinación entre el BCCR y MH como emisores soberanos, para luego avanzar hacia un esquema de un solo emisor soberano o el establecimiento de mecanismos conjuntos de naturaleza permanente, objetivos y revelados para realizar las emisiones.

En cuanto al sector privado, se requiere facilitar vehículos de financiamiento consistentes con la realidad y el estado de desarrollo del mercado de valores costarricense, así como ofrecer alternativas reales de inversión para el creciente segmento de inversionistas institucionales. Sobre este particular se plantean esfuerzos en dos grandes dimensiones: bonos y vehículos de inversión colectiva y mercado accionario.

En materia de bonos y vehículos de inversión colectiva se propone el establecimiento de procesos de emisión especial, orientados a inversionistas apropiadamente definidos como calificados, con prospectos reducidos a partir de la actual figura de Oferta Restringida, al menos mientras se crea el marco legal para configurar regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas y se da el reconocimiento de otras jurisdicciones. La revisión de la reglamentación de los procesos de

titularización, fondos de capital de riesgo y de fideicomisos de inversión en infraestructura para permitir su uso, reconociendo las etapas de éstos proyectos y los riesgos asociados es además necesario. También se requiere revisar el régimen de inversión de los diferentes inversionistas institucionales para permitirle una mayor y seguro acceso a productos y al mismo tiempo facilitar la diversificación de sus portafolios. Finalmente se requiere primeramente conocer el ecosistema del mercado de acciones del país y luego trabajar en la creación de mercados especiales para las empresas de acuerdo con su fase de crecimiento o estado de desarrollo, a fin de garantizar el acceso desde las empresas emprendedoras hasta las consolidadas, desde las de menor tamaño hasta las más grandes.

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

El mercado de deuda pública cumple una función de vital importancia, resaltando entre ellas el ser el referente de precios para el mercado, el permitir mecanismos de obtención de liquidez mediante operación de fondeo para los inversionistas y el ser garantía admisible y deseable para operaciones que requieran colaterales.

MARCO DE REFERENCIA:

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

En la siguiente figura se observa el crecimiento (22,4% aproximadamente desde dic-2010), la proporción respecto al PIB (43,8%) y la participación de cada uno de los emisores de deuda pública del país, en donde el BCCR y los emisores públicos diferentes al MH comprenden un 30% del total

emitido.

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

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

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

Las presiones fiscales, las necesidades de caja y los criterios usados para la fijación de las tasas de las subastas, llevaron a que las colocaciones del MH en el segundo semestre del 2011 se hicieran en forma poco articulada en cuanto a periodicidad, monto y tasas de interés, lo que incidió en la eficiencia del mercado, especialmente el secundario, así como en las relaciones con los inversionistas institucionales. Toda esta situación ha afectado los precios de referencia para la valoración de portafolios, ante la necesidad de capturar las diferencias en los precios de la deuda del BCCR y el MH en dos curvas soberanas.

En el cuadro siguiente se presentan las emisiones soberanas desde el 2007 y es posible observar que el 2011 se presentó en número y monto un incremento del 67.0% y 63.3% respectivamente, respecto al 2010. Ahora bien, para el año 2012, al mes de julio, ya se presentan 14 emisiones más en relación al total del 2011 y se supera el monto total colocado en 2.1%.

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

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

Adicionalmente a la situación antes descrita, recientemente se han generado tensiones provenientes del hecho de se tenían que cubrir importantes vencimientos de capital estructurales del MH con recursos provenientes de la subasta primaria, llevada a cabo en la misma semana y con cumplimiento el mismo día del vencimiento. Este tipo de colocaciones presentan importantes riesgos, tal como una mayor tasa pues el mercado percibe la urgencia y por ello puede elevar el precio al cual esta dispuesto proveer sus recursos; el riesgo de no recaudar el monto requerido y tener que buscar los recursos a través de otros medios mas costosos; y, finalmente afecta la credibilidad del programa de emisión por cuanto se observan errores de planeación y la falta de uso de herramientas financieras existentes para anticipar dichas situaciones. También hay riesgos relacionados con el proceso de compensación y liquidación.

De acuerdo con entrevistas realizadas a las diferentes autoridades del MH, existe una preocupación e interés real de crear un programa de gestión de deuda y manejo de caja (cash management), que permita a la Tesorería y al Viceministerio de Crédito Público contar con mejores herramientas de gestión, de recobrar la coordinación con el BCCR y de retomar la comunicación habitual y organizada con los inversionistas institucionales para el programa de emisión de deuda. En lo que corresponde, existe en el BCCR un interés similar, así como de avanzar hacia un esquema de un solo emisor soberano.

ACCIONES ESTRATÉGICA REQUERIDAS:

El objetivo es lograr el ordenamiento y planeación de las emisiones soberanas, sobre la base de la gestión sana y eficiente de la deuda pública, a fin de convertirla en el referente de precios para el mercado, en un mecanismo efectivo de obtención de liquidez mediante operación de fondeo para los inversionistas y en garantía admisible y deseable para operaciones que requieran colaterales.

Para alcanzar este propósito, se plantea la implementación del siguiente conjunto de acciones estratégicas:

- Establecer un adecuado plan de coordinación entre el MH y el BCCR para la emisión de deuda pública, en forma habitual y permanente a través de un grupo de trabajo conformado por las unidades vinculadas a la emisión de deuda de las dos instituciones, con seguimiento a alto nivel. La coordinación deberá incluir dos agendas de trabajo:
 - Emisión coordinada entre el MH y el BCCR mientras se mantengan instrumentos separados.
 - Diseño e implementación del plan de acción para unificar la emisión de deuda en el MH y que el BCCR realice sus operaciones monetarias con títulos de Gobierno.
- Revisar las funciones y responsabilidades de las diferentes unidades del MH encargadas de la política de emisión con el fin de evitar duplicaciones o limitaciones innecesarias en la toma de decisiones y en la implementación de la emisión de deuda pública. Se recomienda valorar modelos de funcionamiento de Oficinas de Deuda Pública que operan en otros países. países y que garanticen una eficiente coordinación de las diferentes áreas relevantes dentro del Ministerio. Para efectos del seguimiento y coordinación en la implementación de las recomendaciones propuestas en la Hoja de Ruta sería conveniente que el MH nombrara una persona encargada de dicha gestión dentro de la organización.
- Implementar una política de emisión regular y pre-anunciada orientada a la construcción de emisiones de referencia de tasa fija (ej. Benchmark: 3, 5, 7 y 10 años) líquidas a lo largo de toda la curva de tipos de interés. Acompañar la política de emisión de benchmark con un programa sistemático de re-aperturas y gestión activa del pasivo (e.j. canjes y recompras en el mercado).
- Hacer del tema de deuda pública un tema de manejo directo del Ministro del MH y del Presidente del BCCR, para la adopción de las recomendaciones provenientes de la asesoría especializada del Banco Mundial, e incorporarlo a este Plan de Ruta con el fin de que haga parte de las reformas legales que deban gestionarse en lo pertinente a emisor o emisores soberanos, y la forma de implementación de decisión que se adopte.
- Crear un programa de gestión de deuda y manejo de caja (cash management), que se adopte como herramienta de gestión de la Tesorería y del Viceministerio de Crédito Público, de ser posible con el apoyo del Banco Mundial.

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

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

La decisión que se adopte respecto a un emisor soberano o de dos emisores soberanos pero con colocación centralizada, podrá requerir reforma constitucional o bien una reforma a nivel de Ley, respectivamente.

Para implementar las demás acciones arriba indicadas, solamente se requerirían decretos o reglamentos del MH, acuerdos de entendimiento BCCR y MH y reglamentos o acuerdos del CONASSIF.

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

MARCO DE REFERENCIA:

Del total de emisiones registradas como individuales, según cifras de SUGEVAL, entre el 2007 y el mes de Julio de 2012, sólo el 24.2% (48 de 198) corresponden a emisiones diferentes al BCCR y el MH, lo que en términos de volumen representa un 1.6%. Además, de las emisiones que corresponden al sector privado, únicamente 11 se encuentran relacionadas con entidades no financieras.

Respecto a las registradas bajo la figura de Programas de Emisiones (Gráfica 4), el 67.0% del número total registrado y el 47.7% del monto, corresponde a emisiones del sector privado. Dentro de estas, el 76.0% corresponde a emisores del sector financiero, que equivale a un 77.4% en términos de valor.

De acuerdo con las cifras contenidas en la siguiente tabla, del monto total de emisiones (individuales y programas de emisiones) registradas entre el 2007 y el mes de Julio de 2012, el 10.9% corresponde al sector privado y solamente el 2.3% equivale a emisores del sector privado no financiero.

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

Fuente: SUGEVAL, Departamento de Oferta Pública en Colones

Estas estadísticas se presentan en un contexto en el cual la regulación se orienta exclusivamente a la oferta pública, con aprobación previa por parte de la SUGEVAL, y dirigida a proteger al inversionista no sofisticado. Sin embargo, el Reglamento de Oferta Pública emitido por el

CONASSIF, crea la subcategoría denominada “oferta pública restringida”, que esta dirigida a inversionistas sofisticados, reconociendo la existencia dos tipos de inversionistas, los sofisticados y los no sofisticados, con requisitos de información diferentes en el caso de emisores extranjeros, a los cuales se les permite tener base contable diferente, no requieren de informe de diferencias y pueden presentar la documentación en inglés, así como a que no es obligatorio el aviso de oferta pública. Pero para los emisores costarricenses no reconoce mayor diferencia en la información requerida. Además, los títulos sujetos a oferta pública restringida tienen dos particularidades: (i) no están autorizados para ser objeto de operaciones repos, de conformidad con lo previsto en el artículo 21 del Reglamento de Riesgos; y (ii) al estar dirigidos a inversionistas sofisticados, su negociación en mercado secundario se dificulta para revelar esta condición y no incurrir en un error. Diferentes tipos de valores se pueden inscribir bajo la figura de la oferta pública restringida, tales como (i) los fideicomisos de obra pública cuando el Estado no garantiza el 100% de los valores, (ii) las emisiones de fideicomisos cuya fecha de constitución sea menor a un año o que no desarrollen una actividad empresarial, exceptuando las emisiones provenientes de procesos de titularización; y (iii) los Fideicomisos de titularización, para los casos en que no exista información histórica.

Cabe señalar que el marco jurídico del país no restringe la participación como emisor de oferta pública a ninguna entidad, pública o privada, nacional o internacional¹. Las restricciones vendrían más bien de la naturaleza jurídica de la entidad o de sus regulaciones particulares, como en el caso de las cooperativas. La revelación de los riesgos contenidos en el prospecto de una oferta pública es de obligatorio control por parte de la SUGIVAL y el registro previo del prospecto con revisión y autorización previa de dicha Superintendencia. Sin perjuicio de esto, de acuerdo con los artículos 10 y 11 de la LRMV, es facultad del CONASSIF, por medio del Reglamento de Oferta Pública, establecer el contenido del prospecto, lo cual abre la posibilidad de establecer nuevos tipos de emisiones.

¹ En el artículo 2º de la LRMV se establece un marco legal amplio y a la luz del Reglamento de Oferta Pública emitido por el CONASSIF para la implementación de esta ley, existe una gran variedad de emisores, por ejemplo: empresas pequeñas y medianas (art. 27), Gobiernos Centrales, Organismos Internacionales y Entidades Públicas (arts. 31 y 32), fideicomisos de titularización, (artículos 60 a 70); fideicomisos de desarrollo de obra pública (arts. 73 a 93), entre otros, y además también realizan oferta pública las distintas modalidades de fondos de inversión, entre ellos los financieros, inmobiliarios, de desarrollo inmobiliario, de titularización.

Respecto a la oferta privada, de acuerdo con las diferentes entrevistas realizadas con la industria, existe la percepción de que esta ha ganado espacio en los últimos años, respecto de lo cual es difícil obtener datos estadísticos por su misma naturaleza. Hoy los elementos que diferencia una oferta privada de la pública: a) el número de inversionistas a la cual va dirigida (50 inversionistas como máximo) y b) que no se divulgue a través de medios de comunicación colectivos. Adicionalmente, los valores objeto de oferta privada no pueden ser comprados por inversionistas institucionales, excepto por las compañías de seguros (autorizadas por ley y desautorizadas por reglamento).

Le corresponde a la SUGEVAL, a la cual la LRMV le otorga un espacio amplio, establecer criterios de alcance general conforme a los cuales se precise si una oferta es pública o privada. Para ello, tomará en cuenta los elementos cualitativos de la oferta, como la naturaleza de los inversionistas y la finalidad inversa de sus destinatarios, los elementos cuantitativos, como el volumen de la colocación, el número de destinatarios, el monto de cada valor emitido u ofrecido y el medio o procedimiento utilizado para el ofrecimiento. Igualmente establecerá los criterios para determinar si un documento o derecho no incorporado en un documento constituyen un valor en los términos antes establecidos.

Es importante señalar que la regulación actual no reconoce de manera explícita la asignación de responsabilidad a los agentes privados tales como estructuradores, emisores, abogados, gestores, comercializadores, auditores, puestos de bolsa y agentes que participan en un proceso de emisión y menos aún establece la capacidad sancionatoria requerida, generando con esto una sobrecarga de responsabilidad en el Supervisor de valores. Si bien este punto se analiza en el apartado previo de autorregulación, es necesario tenerlo presente en el tema de oferta pública, a fin de identificar y asignar las responsabilidades que corresponden de las partes y las sanciones aplicables ante infracciones.

También cabe mencionar que se identifica una regulación orientada al mercado doméstico, con un mercado indiferente frente al reto de nuevas emisiones como consecuencia de la poca exigencia y sofisticación que genera un mercado con un solo producto (deuda pública), un solo emisor (el Estado) y operado por un solo tipo de intermediario. Además existe la percepción de complejos

procesos y requisitos para la aprobación de una oferta pública y de la aplicación de criterios no unificados.

Respecto de la titularización, se encontró:

- La no incorporación del riesgo de construcción en las titularizaciones sobre infraestructura pública. En este sentido, es conducente aclarar que las titularizaciones pueden asumir el riesgo de construcción debidamente revelado y bajo una regulación adecuada de los requisitos que deben tener los proyectos que sean objeto de una titularización, es decir, que aun cuando se pueda asumir el riesgo de construcción, se debe contar con viabilidad ambiental, permisos y licencias, diseños aprobados y planos, entre otros.
- En el caso de titularizaciones de otras actividades que no son de proyectos de infraestructura pública, tales como tarjetas de crédito, pagarés e hipotecas, falta definir con mayor detalle las condiciones del empaquetamiento, por ejemplo, qué es el objeto de la titularización, si se puede o no hacer cesiones parciales, etc.

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

Para los fondos de capital de riesgo es importante revisar la reglamentación vigente, debido a que hoy presenta varios elementos que limitan que este tipo de vehículo de inversión prospere, tales como:

- La regulación está centrada en el objeto de inversión y no en el gestor del fondo.
- La inversión mínima en el fondo son 50 participaciones de \$1000 cada una.
- La regulación está centrada en el tema de acciones y no se abre la puerta a proyectos.
- Se requiere de al menos 5 empresas para cumplir reglas de diversificación.
- Las empresas promovidas (en las que invierte el fondo) que no son de oferta pública, ni lo van a ser, tienen obligaciones de información financiera y de gobierno corporativo similares a las de los emisores de oferta pública.
- La reglamentación se aprobó y no ha existido ningún esfuerzo institucional o programa que pretenda impulsar el uso de la figura.

- Para que los fondos de pensiones inviertan, el fondo debe tener una calificación mínima de “A”.

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

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

Respecto a bonos y vehículos de inversión colectiva el objetivo es el establecimiento de procesos de emisión especial, orientados a inversionistas apropiadamente definidos como calificados, con prospectos reducidos a partir de la actual figura de Oferta Restringida, al menos mientras se crea el marco legal para configurar regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas y se da el reconocimiento de otras jurisdicciones. Además se tiene como propósito generar nuevos canales de financiamiento e inversión acordes con la realidad y el estado de desarrollo del mercado de valores del país, en figuras como la titularización, fondos de capital de riesgo y fideicomisos de inversión en infraestructura, donde se hace necesario revisar la reglamentación para permitir su uso, reconociendo las etapas de éstos proyectos y los riesgos asociados. También se requiere revisar el régimen de inversión de los diferentes inversionistas institucionales con el objetivo de brindarles una mayor y seguro acceso a productos y al mismo tiempo facilitar la diversificación de sus portafolios.

Para la consecución de lo antes planteado, se propone la implementación de las siguientes acciones estratégicas:

- A partir de la oferta pública restringida crear procesos de emisión especial orientada a inversionistas calificados para valores de deuda directa (bonos), con prospectos reducidos y un concepto de inversionista sofisticado ampliado. Para ello se requiere tomar en consideración aspectos como:
 - La regulación de oferta pública y de oferta pública restringida debe diferenciar los requisitos de información entre productos.

- El proceso de autorización de la oferta pública general y la restringida debe estar claramente diferenciado
- El mercado secundario de cada tipo de oferta estará limitado al tipo de inversionista al que se dirige en el mercado primario.
- Identificar los valores objeto de ofertas restringidas en los sistemas de negociación, mediante la inclusión de un prefijo al nemotécnico o código de negociación que haga explícito la restricción para el inversionista (ej.: OR=oferta restringida), e incorporar esta estructura en los manuales y reglamentos de la BNV y de los sistemas de negociación, y que el intermediario comprador tenga a su cargo la obligación de verificar que su cliente tenga la calidad requerida.
- En el mercado mostrador establecer como una obligación a cargo del vendedor el verificar la calidad de inversionista comprador cuando sea su contraparte directa.
- Permitir que dichos valores puedan ser objeto de operaciones repo entre los inversionistas destinatarios, manteniendo la inmovilización del valor objeto de la operación para evitar el riesgo de incumplimiento de la operación de recompra por razones de liquidez, y con una estimación de sobre-garantía, para cubrir variaciones de mercado.
- Ampliar el concepto de inversionistas sofisticados, para que incluya personas con conocimientos de mercados tales como personas acreditadas, asesores de inversiones o personas con experiencia en el sistema financiero como gestores de fondos, entre otros.
- Con urgencia revisar y ajustar los esquemas de reglamentación de los procesos de titularización, fideicomisos de inversión en infraestructura y fondos de capital de riesgo, que permita su uso, reconociendo las etapas propias de éstos proyectos y los riesgos asociados a los mismos.
- Revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones y de otros inversionistas institucionales, con el fin de incorporar en ellos nuevos tipos de inversión, y que se reconozca y premie la diversificación del portafolio como un criterio de reducción de riesgos.
- Incorporar en el marco legal regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas y la creación de un mecanismo de registro automático para jurisdicciones reconocidas.
- Revisar las normas fiscales para eliminar arbitrajes entre productos, intermediarios y jurisdicciones y consagrar el principio de transparencia fiscal.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

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

3.3.3. MERCADO ACCIONARIO: CREACIÓN DE MERCADO

MARCO DE REFERENCIA:

Es factible afirmar que en la práctica el mercado accionario no existe en Costa Rica. En los últimos años se ha reducido de manera significativa, lo cual ha llevado que su participación dentro del mercado de valores sea hoy casi imperceptible. Actualmente existen solo 9 emisores de acciones inscritos.

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

El MAPA opera bajo un régimen de oferta privada dirigida a inversionistas sofisticados. Por ese motivo, la empresa emisora no podrá tener más de 50 accionistas, mantener ningún tipo de emisión autorizada y registrada como oferta pública, ni ofrecer acciones por medios de comunicación colectiva. Este programa establece una serie de obligaciones de funcionamiento y cumplimiento, tales como tener una junta directiva con al menos cinco miembros, más dos fiscales; llevar a cabo reuniones estructuradas y frecuentes de junta directiva y de accionistas; generar información periódicamente y comunicados relevantes; disponer de sistemas contables y

de información adecuados y actualizados; y auditar anualmente sus estados financieros entre otros.

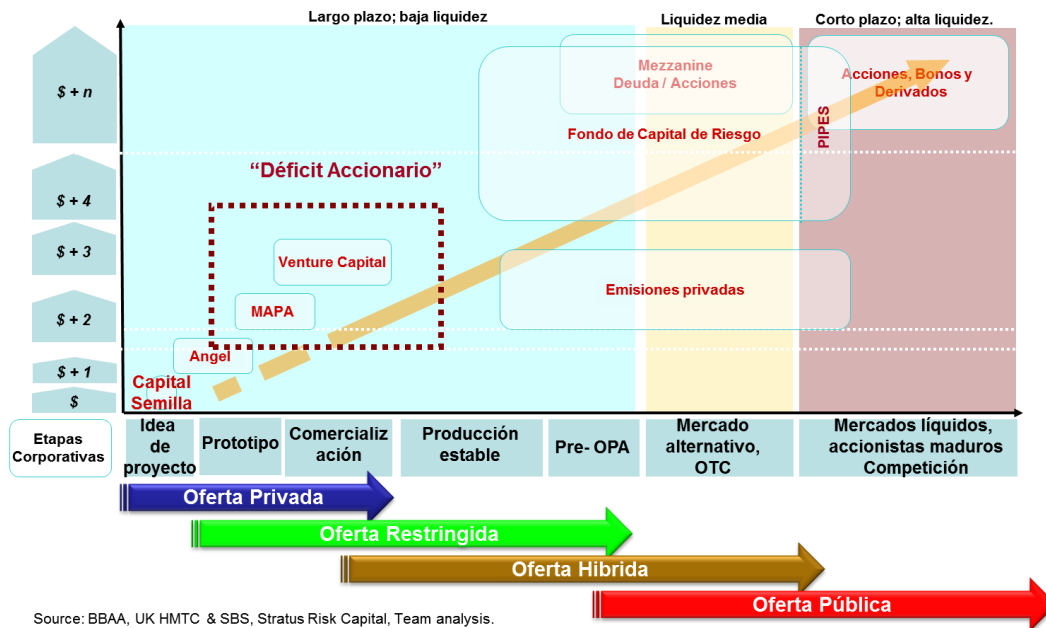
A la fecha, el MAPA ha vinculado dos empresas, la primera de ellas fue Ad Astra Rocket Company en el 2008, y la segunda fue International Connection Codes Voz y Datos (ICC) en el 2012. Este es un esfuerzo importante que incorpora principios y objetivos indispensables para la creación de un mercado accionario, pero el hecho de ser una oferta privada y sin posibilidad de ningún tipo de comunicación al público, limita de manera importante sus resultados.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es primeramente conocer el ecosistema del mercado accionario para luego trabajar en la creación de mercados especiales para las empresas de acuerdo con su fase de crecimiento o estado de desarrollo, a fin de garantizar el acceso desde las empresas emprendedoras hasta las consolidadas, desde las de menor tamaño hasta las más grandes. Para ello se plantean las siguientes acciones:

- Aplicar las recomendaciones dadas para bonos y vehículos de inversión colectiva, en el sentido de permitir en la Bolsa la negociación de acciones provenientes de oferta restringida, ampliar el concepto de inversionistas sofisticados, revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones y de otros inversionistas institucionales con el fin de incorporar en ellos las acciones de emisores costarricenses, e incorporar en el marco legal la creación de un mecanismo de registro automático para jurisdicciones reconocidas.
- Realizar un estudio del ecosistema accionario de las empresas en Costa Rica, que incluya las etapas corporativas desde el nacimiento de una empresa y sus escalas de crecimiento y financiación iniciando desde el capital semilla y terminando con el mercado accionario de oferta pública. Dicho estudio debe permitir establecer que mecanismos de financiación accionario requeridos para el desarrollo empresarial están ausentes y/o desarticulados, y de acuerdo a las posibilidades del mercado proponer su creación y ajuste. Las diferentes etapas del desarrollo empresarial y de las fuentes de financiación, se presentan a continuación en forma esquemática:

Mercado de Acciones - ECOSISTEMA



- Lograr una coordinación integral del punto anterior con los programas de gobierno enfocados en apoyar el emprendimiento e innovación empresarial en empresas en proyecto o en procesos de crecimiento, a través de:
 - Adoptar una estrategia de Estado para crear programas integrales de apoyo, que incluyan temas de educación, emprendimiento, innovación y financiación.
 - Potencializar iniciativas como el MAPA
 - Promover la creación de los Fondos de capital de Riesgo
- Sin perjuicio de lo anterior, evaluar, en el corto plazo, la necesidad y viabilidad de crear mercados alternativos para los emisores de acciones de empresas en procesos de crecimiento o en etapa de proyecto, o de crear un reconocimiento o mercado especial para los emisores que cumplan los mejores estándares de gobierno corporativo.
- Apoyarse en la oportunidad legal consagrada en el artículo 14º de la LRMV para desarrollar mercados alternativos, que dice: “Condiciones para exoneración parcial: El Consejo Nacional especificará, en los reglamentos, las condiciones en que se puede exonerar parcialmente del cumplimiento de los requisitos dispuestos en este capítulo, a categorías determinadas de emisiones de acciones y obligaciones convertibles en acciones, en función de la pequeña cuantía de la emisión y el número restringido de inversionistas... “.

- La acción propuesta en secciones previas para dar acceso al mercado a los inversionistas mediante el enrutamiento de órdenes con acceso al mercado, tiene aplicación respecto del mercado de acciones y lo beneficia en forma importante para su desarrollo por el lado de la demanda.
- En cuanto a la compensación y liquidación de este mercado, se debe adoptar lo planteado sobre este tema más adelante.
- Con relación a empresas de mayor tamaño y considerando la importante participación del Estado en la propiedad de empresas en todos los campos de la economía de Costa Rica, se recomienda:
 - Revisar experiencias exitosas en otras latitudes, que han permitido fortalecer patrimonial y competitivamente empresas del Estado, generando un proceso de conocimiento por las autoridades y partes vinculadas.
 - Iniciar un plan de fortalecimiento, competitividad y sostenibilidad a largo plazo en dichas empresas, mediante la adopción de altos estándares de gobierno corporativo. Para el logro de este objetivo, se recomienda crear un programa de educación en las mejores prácticas de Gobierno Corporativo con las autoridades y directivos de las empresas del Estado.
 - Propender por una mayor participación en el mercado de capitales para la financiación de las inversiones requeridas para la expansión y crecimiento de estas empresas.
 - Adoptar las medidas de tipo legal que requiera el proceso.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

Las acciones planteadas en los numerales 1, 6 y 7 se podrían llevar a cabo, a través de los cambios legales enunciados en la sección previa que trata dichos temas y en los apartados que abordan los temas de compensación y liquidación y el tema de enrutamiento de órdenes.

Respecto de la acción propuesta en el numeral 4 sería necesaria la expedición de un decreto por parte del Gobierno, y respecto a los numerales 4 y 5 mediante reglamento expedido por la CONASSIF.

3.3.4. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO

De acuerdo con la facilidad regulatoria y el impacto que la acción pueda tener en las condiciones actuales de la industria, el Consejo aprobó un conjunto de acciones estratégicas para implementar en un plazo máximo de seis meses, esto con el objetivo de comenzar a resolver la existencia de limitados instrumentos de inversión y la participación en descenso que viene registrando el sector privado:

- Acuerdos para la coordinación entre emisores soberanos
- Creación de Comité de Mercado de deuda pública
- Elaborar un estudio completo del ecosistema accionario
- Ampliación de las categorías o tipos de inversionistas
- Ampliación de figura de Oferta Restringida: bonos
- Ampliación de Oferta Restringida para mercado accionario (Art. 14)
- Revisión de reglamentación sobre conflictos de interés
- Revisión y ajuste a reglamentación de fideicomisos de inversión en infraestructura
- Revisión y ajuste a reglamentación de procesos de titularización
- Apertura efectiva del mercado primario

3.4. RIESGOS OPERATIVOS

Los sistemas de compensación y liquidación son la infraestructura básica de los mercados financieros, así que es vital gestionar adecuadamente los diversos riesgos operativos de tales sistemas. Sobre este particular el país enfrenta algunas debilidades que requieren ser atendidas de

manera pronta y para lo cual se requiere primeramente hacer un análisis de la liquidez de los diferentes mercados de valores, de los plazos de liquidación y de los sistemas de garantías o respaldo de las operaciones, para posteriormente definir el modelo de compensación para cada mercado.

Además se requiere de varias acciones paralelas para garantizar la eficiente y segura participación de los agentes que ofrecen servicios de custodia, los que actúan como liquidadores, los anotadores o registradores y los demás actores que forman parte de los sistemas de compensación y liquidación, según las mejores prácticas internacionales.

En este apartado también se plantean acciones respecto de la posición propia de las entidades de naturaleza financiera, específicamente se requiere estudiar a profundidad la regulación vigente, con el fin de proponer los ajustes necesarios y evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia dentro de las entidades financieras.

3.4.1. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN: CONTROL Y FORTALECIMIENTO

MARCO DE REFERENCIA:

La compensación y liquidación de los mercados de valores en Costa Rica se encuentra regulada en la LRMV, donde se plantea que debe ser realizada por medio de un Sistema de Compensación y Liquidación integrado por las bolsas de valores y las sociedades de compensación y liquidación. Sin embargo, en la actualidad no existe una entidad para tal efecto, siendo la BNV la que realiza esta actividad y quien ha establecido los procesos y mecanismos al respecto, en tanto el BCCR se encarga del movimiento de los recursos.

La BNV administra y gestiona la compensación, que recoge las operaciones de mercados primario y secundario, las operaciones con liquidación en T+0 junto con las operaciones de días anteriores, en un solo neto final informado a la 13:30 horas del día. Pero no se conoce, al menos por parte del BCCR, de un estudio sobre riesgo y liquidez sobre el cual se soporta el modelo de compensación que emplea la BNV. También cabe mencionar que en la actualidad existe una importante discusión sobre si en la compensación diaria debe o no consolidarse, mediante netos, las posiciones provenientes de los vencimientos de cupones y principales de los valores de deuda pública

(emitida por el MH y el BCCR) con el mercado primario y secundario. Además el La BNV no ha provisto al BCCR

El BCCR es la entidad que por disposición legal tiene a su cargo el control de los medios de pago, el control de la liquidez y de los mercados de liquidez. De igual forma le corresponde la definición de los modelos y procesos vinculados a la compensación y liquidación de operaciones. Estas funciones del BCCR están consagradas en la Ley Orgánica de dicha entidad en los artículos segundo, inciso c) y tercero, incisos e) e i); y en la Ley 8876 de 2010 que aprueba el Tratado sobre Sistemas de Pago y Liquidación de Valores de Centroamérica y República Dominicana en su artículo décimo primero inciso quinto. También las disposiciones asignan al CONASSIF la reglamentación y a la SUGEVAL la supervisión.

La liquidación se realiza mediante solicitudes de transferencia de recursos al BCCR de posiciones netas de todos los mercados y por instrucciones para la anotación en cuenta de los valores en el BCCR y la CEVAL, sin que se pueda garantizar el control de ciclos. El mecanismo “de entrega contra pago” no puede afirmarse que se cumpla, pues en el esquema actual esta desarticulado. El BCCR mueve el 100% de los recursos que le son solicitados por la BNV en el proceso de compensación, bajo el principio de la “buena fe registral” pero no tiene certeza de si los títulos valores asociados a esas operaciones han sido “bloqueados” y puestos a disposición para ser entregados contra la notificación del pago. Además, dado que el BCCR recibe con cierta frecuencia solicitudes de la BNV de suspender el proceso de liquidación por incidencias, el cual reinicia a partir de una nueva solicitud de liquidación, sin que sean informadas las razones de las modificaciones, existe afectación del proceso de liquidación y del principio de confirmación de operaciones, esto de acuerdo con la recomendación de IOSCO 2001 que dice: “La firmeza en la liquidación no debe tener lugar más tarde del final del día de la liquidación. Para reducir los riesgos debe lograrse que la liquidación sea firme de manera intra-diaria o en tiempo real”.

También se desaprovechan los plazos de liquidación de las operaciones en pro de disminuir y controlar los riesgos de falta de provisión y de repudio de las operaciones, debido a que la liquidación se inicia a partir de la información neta de posiciones el día de liquidación y no desde la fecha de registro, tanto para el BCCR como para los custodios.

En cuanto a la custodia de valores, la regulación prevé esta figura y le asigna funciones. Sin embargo, en la práctica los custodios diferentes a los puestos de bolsa no comparecen a la liquidación de las operaciones y solo les es informada la posición de sus clientes el día de la liquidación y a la hora de la misma, conllevando el aumento de los riesgos mediante entrega y recibo de los valores del custodio a través del puesto de bolsa para la liquidación. Respecto a este punto y el anterior, la BNV argumenta que existen iniciativas en marcha que buscan atender estas situaciones.

Por otra parte, la función de los bancos como liquidadores de las operaciones por la parte de recursos frente al BCCR, fue suspendida por la SUGEVAL, aduciendo que habían problemas de revelación de información, especialmente en lo relativo a la naturaleza y tipos de incidencias. En razón de lo anterior y con el objetivo de poder rastrear las incidencias de liquidez de los puestos de bolsa, estableció que estos ejercieran la liquidación por medio de sus cuentas propias en el ente emisor. Esta situación hace necesaria una revisión del modelo y relación jurídica entre el banco liquidador y el puesto de bolsa, en consideración a que el liquidador se obliga a cumplir las obligaciones del puesto de bolsa y frente al mercado no puede alegar “falta de provisión”. Ahora bien, el problema del riesgo de liquidez de los puestos de bolsa debe ser controlado a través de regulaciones prudenciales.

Por otra parte, se identifica que por razones de procesos de tributación, relacionados con la condición fiscal del titular de la inversión, el BCCR no ha podido recoger en su central de anotación en cuenta el total de la deuda pública, a pesar del respaldo legal que tiene, dejando parte de ella en la CEVAL. Adicionalmente, el BCCR no ha podido cumplir con la identificación plena de los titulares, debido a que este tema fue impugnado en los tribunales por CAMBOLSA mediante un recurso de amparo contra el artículo 118 del Reglamento del Sistema de Pago. Esto se resolvió a favor del BCCR en septiembre del 2011.

Finalmente cabe señalar que las garantías para las operaciones que las requieren, son operadas a través de fideicomisos bajo criterios distintos en el BCCR y en la BNV.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

El objetivo es establecer un sistema de compensación y liquidación eficiente y seguro para los diferentes mercados de valores, basado en un conjunto de acciones estratégicas para tal efecto. Es importante indicar que el Presidente del BCCR informó en una de las sesiones del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores que con el objetivo de profundizar, afinar y poder avanzar en la implementación de las diversas acciones propuestas más abajo, se estará contratando a un experto internacional, dadas las particularidades técnicas y de complejidad del tema.

- Dar acceso a los custodios a la liquidación, para que sean ellos quienes entreguen y reciban los valores objeto de las operaciones en las que intervienen sus clientes, mediante los ajustes tecnológicos requeridos y la reglamentación correspondiente en la BNV y BCCR; y reportar a los custodios las operaciones de sus clientes desde su celebración.
- Reportar al BCCR y a la CEVAL la totalidad de las operaciones desde su celebración, consistente con las mejores prácticas que recomiendan que las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que se deba realizar para su cumplimiento, deben ser firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros de las transacciones a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por los sistema de compensación y liquidación. Reportar las operaciones desde su celebración, previa confirmación, genera esta protección de la mano con la regulación requerida para el efecto.
- Establecer el deber de certificar y mantener actualizada la condición fiscal del titular de la inversión en los registros del custodio y no en la entidad de anotación; y eliminar la contingencia legal del emisor y de la entidad de anotación respecto de las retenciones.
- Llevar la anotación en cuenta de toda la deuda pública en el BCCR, junto con la identificación del titular de la inversión, en desarrollo de las autorizaciones legales vigentes.
- Establecer reglas para que los emisores de deuda pública y privada pongan a disposición los recursos correspondientes a cupones y capital dentro de un plazo fijado previo a los vencimientos y las reglas relacionadas con renovación de obligaciones. Esto se considera una recomendación importante en favor de los inversionistas, para que se garantice y se prevea la disponibilidad de los recursos.
- Realizar un análisis detallado de la liquidez real del mercado, de los plazos de liquidación de las operaciones y de los sistemas de garantías o respaldo para el cumplimiento de las operaciones para luego definir el modelo de compensación y liquidación para cada mercado (acciones,

renta fija, derivados, monedas, mercados integrados, mercados primario y secundario) y expedir las normas necesarias para su implementación y control del riesgo de crédito asociado:

- por operación,
 - por neto financiero y por operación valores, y
 - por netos financiero y valores.
- Para la implementación de los modelos definidos las entidades participantes deben estar en capacidad de liquidar eficientemente las operaciones según las reglas de negocio autorizadas en Costa Rica (e.j. múltiples ciclos de liquidación según el mercado – multilateral y bilateral; gestión de garantías; neteos selectivos por mercados, etc.).
 - Establecer control sobre el proceso de “entrega contra pago”, mediante mecanismos interconectados entre las entidades que participan, que garanticen el ciclo.
 - Definir un único modelo jurídico y operativo para las garantías de las operaciones que la requieran, asociado a la operación desde el registro de la misma y hacer explícito la “inatacabilidad” de las mismas y la firmeza de las operaciones asociadas a las mismas. Sobre esta recomendación, la BNV plantea la necesidad de una evaluación más profunda de la misma.
 - Creación de una sociedad de compensación y liquidación única para el mercado de valores con la capacidad operativa, tecnológica y fortaleza patrimonial que requiere una entidad de esta naturaleza. Dicha entidad podría transformarse en contrapartida central en el mediano plazo, dependiendo del tamaño y grado de sofisticación que alcance el mercado. Es importante indicar que la Ley ya prevé esta recomendación. Sin embargo para la BNV es necesario valorar los mayores costos que esto pueda implicar y justificar debidamente las razones técnicas respectivas.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

La regulación vigente permite la adopción de las acciones estratégicas antes planteadas mediante modificaciones reglamentarias emitidas por el BCCR, CONASSIF y las Superintendencias, no obstante para la creación de una entidad de compensación y liquidación que pueda ser contrapartida central se hace necesaria la expedición de una Ley por parte de la Asamblea

Legislativa y una modificación a la Ley de Impuestos sobre la renta para establecer el deber de retención en el custodio.

3.4.2. POSICIÓN PROPIA DE LOS NUEVOS INTERMEDIARIOS DE VALORES

MARCO DE REFERENCIA:

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

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

El marco legal costarricense incorpora la actuación de la posición propia de las entidades fiscalizadas por las Superintendencias de naturaleza financiera, y se observa que contiene los elementos principales requeridos, pero es necesario realizar una revisión más profunda para garantizar los beneficios asociados con la posición propia antes indicados.

ACCIONES ESTRATÉGICAS REQUERIDAS:

Sobre este tema se tiene como objetivo atender potenciales riesgos o limitaciones que puedan estar afectando el uso adecuado de la posición propia para el desarrollo del mercado, así como evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia dentro de las entidades financieras. Para avanzar en la consecución ello, se plantean las siguientes acciones estratégicas:

- Revisar la regulación para operar en posición propia de los puestos de bolsa y demás entidades de naturaleza financiera, a fin de detectar potenciales riesgos o limitaciones que puedan estar afectando el desarrollo del mercado.

- Proponer los ajustes necesarios a la reglamentación.
- Analizar la fortaleza patrimonial frente a los requerimientos del mercado para operar en posición propia, y de ser necesario proponer los correctivos necesarios.
- Evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia dentro de las entidades financieras.

REFORMAS LEGALES NECESITADAS:

Las acciones antes planteadas no requieren de reformas reglamentarias ni legales.

3.4.3. ACCIONES ESTRATÉGICAS DE CORTO PLAZO

El país enfrenta, de acuerdo con las investigaciones del BM/ICF, importantes debilidades en materia de compensación y liquidación que requieren ser atendidas de manera pronta. Para gestionar adecuadamente los diversos riesgos operativos identificados, el Consejo aprobó varias acciones estratégicas que deberán ser implementadas en un plazo no mayor a seis meses, relacionadas con el análisis de la liquidez de los diferentes mercados de valores, de los plazos de liquidación y de los sistemas de garantías de las operaciones, para posteriormente definir el

modelo de compensación para cada mercado. Específicamente se establecieron las siguientes acciones:

- Dar acceso a custodios a la liquidación en forma efectiva
- Transmitir la información de las operaciones al BCCR desde celebración
- Anotar la totalidad de deuda pública en el BCCR
- Determinar de las necesidades de liquidez de los mercados
- Definir los modelos de compensación y liquidación por mercados
- Brindar la apertura efectiva del mercado primario

3.5. RESUMEN DE ACCIONES ESTRATEGICAS: REQUERIMIENTO LEGAL Y PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN.

Se presenta a continuación para cada uno de los ejes temáticos en que se divide la ruta estratégica, el conjunto de acciones propuestas, identificando para cada una de ellas si se requiere o no reforma legal y asignando el plazo estimado para su respectiva implementación, a partir de la exigencia regulatoria: corto plazo (1 a 6 meses), mediando plazo (hasta 2 años) y largo plazo (hasta 5 años).

Tabla 1: Acciones estratégicas en Acceso y Apertura del Mercado

CONCEPTO	ACTIVIDAD		REFORMA LEGAL	PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN			
				0-6 MESES	HASTA 2 AÑOS	HASTA 5 AÑOS	
3.1. ACCESO Y APERTURA DE MERCADO	Mercado Abierto para Deuda	<i>Creación de mercado secundario transaccional y de registro regulado de deuda pública y privada, con acceso directo de todas las entidades fiscalizadas:</i>					
		1	Creación legal del mercado regulado abierto y administradores autorizados			X	
		2	Habilitación legal de entes fiscalizados financieros para acceso directo y reglas prudenciales			X	
		3	Habilitación legal para acceso a compensación y liquidación de participantes mercado abierto			X	
		4	Reglamentación complementaria de calidades y condiciones para la prestación del servicio por administradores			X	
		5	Autorización de administradores			X	
		6	Reglamentos de los sistemas para el mercado abierto			X	
		7	Implementación			X	
	Acceso a los Inversionistas	<i>Enrutamiento de órdenes con acceso al mercado:</i>					
		1	Autorización para mercados locales y externos			X	
		2	Reglamentación de forma de prestación de servicios para órdenes enrutadas			X	
	Globalización	1	Designación de Gerente de Proyecto en SUGEVAL y BNV y comité de trabajo		X		
		2	Permitir el acceso cruzado (enrutamiento intermediado de órdenes y corresponsalía)		X		
		3	Reconocimiento para oferta pública en mercado local de valores con jurisdicciones reconocidas			X	
		4	Admisión de operadores remotos operativa y asignación de responsabilidades			X	
		5	Reglas de supervisión y control - acuerdos entre autoridades			X	
		6	Reglamentación de condiciones de compensación y liquidación			X	
		7	Regulación tributaria y cambiara para inversión extranjera			X	
		8	Reglas de registro de inversión extranjera			X	

Tabla 2a: Acciones estratégicas en Regulación y Supervisión

CONCEPTO	ACTIVIDAD	REFORMA LEGAL	PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN			
			0-6 MESES	HASTA 2 AÑOS	HASTA 5 AÑOS	
3.2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN	CONASSIF Y SUPERINTENDENCIAS	<i>Expedición de Normas:</i>				
		1	Acuerdo sobre Plan Estratégico y Plan Normativo		X	
		2	Definición de un proceso ágil de expedición y consulta de normativa		X	
		3	Acuerdo para articulación de nueva regulación de valores entre superintendencias (normativa transversal)		X	
		4	Plan de capacitación a Superintendencias en valoración normativa costo/beneficio			X
		5	Revisión de regulación para los diferentes intermediarios del mercado		X	
		<i>Gobierno Corporativo:</i>				
		1	Planeación estratégica y diseño de plan de trabajo			X
		2	Definición de estructura de apoyo a la CONASSIF, funciones y responsabilidades		X	
		a)	Autorización de estructura de apoyo		X	
		b)	Contratación de estructura de apoyo		X	
		3	Asignación de funciones de coordinación normativa a directores de CONASSIF		X	
		4	Definición del esquema de supervisión			X
		a)	Busqueda de Asistencia Técnica			X
	b)	Desarrollo de la Asistencia Técnica			X	
	c)	Definición del modelo de supervisión			X	
	5	Acuerdo para definir la función normativa del CONASSIF			X	
	6	Revisión del esquema de vinculación de Directores (tiempo completo o parcial o por sesión)			X	
	7	Revisión de la estructura de supervisión (prudencial/conductas vs. por tipo de entidad)			X	
	BNV: Desmutualización, Gobierno Corporativo y Autorregulación	<i>Desmutualización:</i>				
		1	Modificar el régimen legal de propiedad de la Bolsa y concentración máxima			X
		2	Autorización de inversión en acciones de la Bolsa a las entidades de naturaleza financiera			X
		3	Autorizar a la Bolsa a invertir en otras entidades del mismo tipo extranjeras.			X
		4	Esquema de gobierno corporativo de una sociedad abierta inscrita en Bolsa.			X
		<i>Gobierno Corporativo:</i>				
		1	<i>Junta Directiva</i>			
		a)	Ajustar la reglamentación para los miembros independientes		X	
		b)	Modificar la composición con dos miembros que sin ser independientes sean de otros sectores		X	
c)		Eliminar la participación de miembros con voz pero sin voto.		X		
2		<i>Autorregulación en la BNV - Comité Disciplinario:</i>				
a)		Sustituir la asistencia del gerente por una persona no vinculada a la Bolsa ni a los puestos de bolsa.		X		
b)		Establecer condición de independencia del abogado de no ser asesor de los puestos de bolsa.		X		
<i>Autorregulación en general:</i>						
a)	Mejorar delimitación de ámbito de acción de la BNV y SUGEVAL		X			
b)	Establecer como sujetos de autorregulación a todas las personas y entidades que participen en el mercado de valores, incluyendo la asignación de responsabilidades claras y con capacidad sancionatoria respecto a los mismos.			X		
c)	Establecer en la SUGEVAL la función de supervisión de conductas respecto al mercado de valores.			X		
d)	Ajustar el régimen sancionatorio, crear protección legal a la entidad, establecer el tipo de proceso y plazos máximos para la impugnación de sus decisiones.			X		
e)	Crear programas de supervisión "in situ" y "extra situ" por quién ejerza la supervisión de conductas.			X		


Tabla 2b: Acciones estratégicas en Regulación y Supervisión

CONCEPTO	ACTIVIDAD		REFORMA LEGAL	PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN			
				0-6 MESES	HASTA 2 AÑOS	HASTA 5 AÑOS	
3.2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN	Asesores de Inversiones y Administradores de Portafolio	1. Ajustar obligaciones y deberes para la actividad de administración de portafolios de terceros independiente de la entidad que la preste y regular el simple corretaje (fideicomisos, contratos de mandatos, administradores de inversiones)			X		
		2. Asignar a la SUGEVAL la supervisión y control de todo el que administre y gestione valores			X		
		3. Políticas y procedimientos de las áreas o entidades especializadas en investigaciones y análisis de mercados, emisiones y emisores.			X		
	Profesionalización y Educación	<i>Profesionalización:</i>					
		1	Extensión de la acreditación a toda persona que labore en entidades fiscalizadas de naturaleza financiera y/o que participe en el mercado de valores, en forma directa o indirecta.			X	
		2	Creación de diferentes tipos de acreditación: por mercado (acciones, renta fija, derivados y mercados internacionales), por actividad (operador de sistemas, gestor de inversiones, gestor de fondos, asesor comercial).			X	
		3	Establecer vigencia y condiciones de renovación.			X	
		4	Definición y reconocimiento de una entidad acreditadora, con un comité conformado por representantes de la industria y se establezcan esquemas económicos.			X	
		5	Sistema de registro unificado en el RNVI.			X	
		<i>Educación:</i>					
		1	Incorporar en el programa educativo escolar y de pregrado materias del mercado de valores y manejo de inversiones personales			X	
		2	Institucionalizar en la SUGEVAL la labor educativa al público en general y a funcionarios de la rama			X	
	3	Evaluar a mediano plazo la necesidad de incorporar el concepto de consumidor financiero			X		

Tabla 3: Acciones estratégicas en Productos

CONCEPTO	ACTIVIDAD		REFORMA LEGAL	PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN		
				0-6 MESES	HASTA 2 AÑOS	HASTA 5 AÑOS
3.3. PRODUCTOS	Deuda Pública Central	1	Acuerdos para la coordinación entre emisores soberanos		X	
		2	Nombramiento de un líder para la gestión, coordinación y comunicación del Plan de Ruta		X	
		2	Regularización de funciones dentro del MH (front-meddle-back)			X
		3	Establecimiento de un solo emisor soberano			X
		4	Planeación de gestión de deuda y manejo de caja			X
		5	Creación de comité de mercado de deuda pública		X	
		6	Implementación de la apertura del mercado primario		X	
		7	Implementación de operación de liquidez con disponibilidad del subyacente			X
	8	Creadores de mercado - evaluación de necesidad			X	
	Bonos y vehículos de Inversión Colectiva	1	Crear procesos de emisión especial orientada a inversionistas sofisticados para valores de deuda directa (bonos), con prospectos reducidos a partir de Oferta Restringida		X	
		2	Ajustar sistemas de negociación para permitir valores de oferta restringida y permitir operaciones repo entre inversionistas autorizados			X
		3	Ampliar el concepto de inversionistas sofisticados para incluir el concepto de conocimiento		X	
		4	Revisar y ajustar la reglamentación de los procesos de titularización y de fideicomisos de inversión en infraestructura		X	
		5	Revisión de reglamentación sobre conflictos de interés		X	
		6	Revisar y ajustar la reglamentación de los fondos de capital de riesgo			X
		7	Revisión del Regimen de Inversión de los Fondos de Pensiones y otros Isntitucionales			X
		8	Crear el marco legal para regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas, y reconocimiento de otras jurisdicciones			X
		9	Revisión de normas fiscales relacionadas con el mercado de valores			X
	Acciones	1	(i)En los sistemas de negociación identificar los valores objeto de ofertas restringidas, (ii) Revisión de regimen de inversión de fondos de pensiones y otros institucionales, (iii) crear el marco legal para regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas, y (iv) reconocimiento de otras jurisdicciones			X
		2	Realizar un estudio de los ecosistemas accionarios de las empresas		X	
		3	Evaluar la necesidad y viabilidad de crear mercados alternativos para los emisores de acciones de empresas en procesos de crecimiento o en etapa de proyecto, o de crear un reconocimiento o mercado especial para los emisores que cumplan los mejores estándares de gobierno corporativo.			X
		4	Promover el mercado accionario de empresas en etapa de proyecto o procesos de crecimiento, mediante la reglamentación de la oportunidad legal consagrada en el artículo 14º de la LRMV		X	
		5	Dinamizar en forma coordinada (Gobierno, Autoridades, Sistema Financiero, Mercados y otros agentes) mediante programas formales los proyectos de emprendimiento e innovación empresarial en empresas en proyecto o en procesos de crecimiento			X
		6	En las grandes empresa del Estado iniciar un plan de fortalecimiento del gobierno corporativo, competitividad y sostenibilidad a largo plazo, mediante la adopción de altos estándares.			X

Tabla 4: Acciones estratégicas en Riesgos Operativos

CONCEPTO	ACTIVIDAD		REFORMA LEGAL	PLAZO DE IMPLEMENTACIÓN		
				0-6 MESES	HASTA 2 AÑOS	HASTA 5 AÑOS
3.4. RIESGOS OPERATIVOS	Compensación y Liquidación	1	Dar acceso a los custodios a la liquidación.		X	
		2	Establecer el deber de certificar y mantener actualizada la condición fiscal en los custodios			X
		3	Anotación en cuenta de la deuda pública en el sistema de anotación del BCCR		X	
		4	Reportar al BCCR y a la CEVAL las operaciones desde su celebración.		X	
		5	Reportar a los custodios las operaciones de sus clientes desde su celebración			X
		6	Reinstalación de los bancos como liquidadores			X
		7	Definir e implementar el modelo de compensación y liquidación para cada mercado		X	X
		a)	Renta Fija		X	X
		b)	Acciones		X	X
		c)	Derivados		X	X
		d)	Monedas		X	X
		e)	Definir la liquidación de los mercado primarios y secundarios		X	X
		f)	Mercados Integrados		X	X
8	Creación del modelo jurídico y operativo de garantías para operaciones con colateral			X		
9	Establecer control sobre el proceso de “entrega contra pago”			X		
10	Creación de una sociedad de C&L para el mercado autorizada para ser contrapartida central.				X	
Posición Propia	1	Revisar la regulación para operar en posición propia			X	
	2	Analizar la fortaleza patrimonial frente a los requerimientos del mercado			X	
	3	Evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia			X	

3.6. RESUMEN DE ACCIONES PARA IMPLEMENTAR EN EL CORTO PLAZO

Considerando la importancia de iniciar rápidamente con la implementación de la Ruta Estratégica presentada en secciones previas, se resume a continuación el conjunto de acciones estratégicas que han sido aprobadas por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores para su implementación en el corto plazo (entre cero y seis meses), tomando como criterio de priorización la facilidad de ejecutarse y el impacto. Además en la siguiente tabla se identifica el tema al que corresponde cada una, las entidades que tienen relación directa con cada acción, así como la encargada de coordinar su implementación. También se incluye el plazo estimado para tal efecto.

Tabla 5: Acciones de corto plazo aprobadas por el Consejo Nacional de Valores.

Acciones de corto plazo, priorizadas por facilidad de implementación e impacto en la industria										
Acción	Tema	Participantes directos	Propuesta de Coordinador	2012				2013		
				Set	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	
Facilidad de implementación	1. Acuerdos para la coordinación entre emisores soberanos	Productos	BCCR - MH	BCCR	X					
	2. Creación de Comité de Mercado de deuda pública	Productos	BCCR - MH	BCCR	X					
	3. Nombramiento de gerente de proyecto y comité de trabajo para AMERCA	Acceso y Apertura de Mercado	SUGEVAL - BNV	SUGEVAL	X					
	4. Definición de un proceso ágil de expedición y consulta de normativa	Regulación y Supervisión	SUGEVAL - CONASSIF	SUGEVAL	X	X				
	5. Modificar regulación para miembros independientes de la BNV	Regulación y Supervisión	BNV	BNV	X					
	6. Sustitución de asistencia de gerente de BNV y abogado en Comité Disciplinario	Regulación y Supervisión	BNV	BNV	X					
	7. Permitir en JD de la BNV a dos miembros que provengan de otros sectores	Regulación y Supervisión	BNV	BNV	X	X	X			
	8. Eliminar participación de miembros con voz pero sin voto en Junta Directiva de la BNV.	Regulación y Supervisión	BNV	BNV	X	X	X			
	9. Estudio del ecosistema accionario	Productos	BNV - SUGEVAL - BCCR	BNV	X	X	X			
De impacto y relativa facilidad de implementación	1. Acceso cruzado: enrutamiento automático para AMERCA	Acceso y Apertura de Mercado	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X			
	2. Ampliación de las categorías o tipos de inversionistas	Productos	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X			
	3. Revisión de regulación para los diferentes intermediarios del mercado	Regulación y Supervisión	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X			
	4. Ampliación de figura de Oferta Restringida: bonos	Productos	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X	X	X	X
	5. Ampliación de Oferta Restringida para mercado accionario (Art. 14)	Productos			X	X	X	X	X	X
	5.1 Revisión y evaluación de programa MAPA		SUGEVAL y BNV	SUGEVAL	X	X				
	5.2 Definición de oferta restringida para acciones (Art.14)		SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL			X	X	X	X
	6. Revisión de reglamentación sobre conflictos de interés	Productos	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X	X	X	X
	7. Revisión y ajuste a reglamentación de fideicomisos de inversión en infraestructura	Productos	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X	X	X	X
	8. Revisión y ajuste a reglamentación de procesos de titularización	Productos	SUGEVAL y CONASSIF	SUGEVAL	X	X	X	X	X	X
	9. Mejorar delimitación de ámbito de acción de la BNV y SUGEVAL	Regulación y Supervisión	SUGEVAL y BNV	SUGEVAL	X	X	X	X	X	X
	10. Fortalecimiento del apoyo técnico al CONASSIF: conducta, solvencia y macroprudencial	Regulación y Supervisión	CONASSIF	CONASSIF	X	X	X	X		
	11. Asignación de funciones de coordinación normativa a directores del CONASSIF	Regulación y Supervisión	CONASSIF	CONASSIF				X	X	X
	12. Acuerdo para articulación de nueva regulación de valores entre superintendencias	Regulación y Supervisión	CONASSIF-Superintend.	CONASSIF	X	X	X	X	X	X
	13. Dar acceso a custodios a la liquidación en forma efectiva	Riesgos Operativos	SUGEVAL - BNV y custodios	SUGEVAL	X	X	X	X	X	X
	14. Transmisión de información de las operaciones al BCCR desde celebración	Riesgos Operativos	BCCR -BNV	BCCR	X					
	15. Anotación de la totalidad deuda pública en el BCCR	Riesgos Operativos	BCCR	BCCR	X	X	X	X	X	X
16. Definir modelos de compensación y liquidación para los mercados	Riesgos Operativos									
16.1 Determinación de las necesidades de liquidez de los mercados		BCCR - CONASSIF - BNV	BCCR	X	X	X				
16.2 Definir modelos de compensación y liquidación por mercados		BCCR - CONASSIF - BNV	BCCR				X	X	X	
17. Apertura efectiva del mercado primario	Productos	BCCR - MH - BNV	BCCR	X	X	X	X	X	X	