

# ALCANCES, LIMITACIONES E IMPACTO DE LA REFORMA A LA LEY REGULADORA DEL MERCADO DE VALORES<sup>1</sup>

**Julio César Espinosa Rodríguez<sup>2</sup>**  
Economista

---

## Resumen

*La nueva ley de valores establece una serie de parámetros requeridos para el desarrollo del mercado de valores, enmarcado dentro de una mejor regulación y mayor seguridad para los inversionistas. En general establece las bases para pasar a una nueva etapa de desarrollo del sistema financiero, donde el énfasis será el mercado de largo plazo. Asimismo, la propuesta de la Bolsa Nacional de Valores para desarrollar el mercado accionario se ha transformado en un mecanismo complementario a ese cometido, donde la actuación de la Superintendencia General de Valores ha buscado catalizar ese proceso.*

## 1. INTRODUCCIÓN

En general el funcionamiento y regulación de los mercados de valores se basan en tres principios básicos: la protección de los inversionistas, la garantía de que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y por último, la reducción del riesgo sistemático.

Es claro que estos tres objetivos se encuentran estrechamente relacionados y se refuerzan entre sí.

Precisamente estos 3 elementos fueron incluidos en la reforma de 1998 (Ley #7732). Por otro lado, sentó las bases para el desarrollo del mercado secundario y la emisión de valores a plazos cada vez mayores. Lo anterior significará un incremento de la competencia en la captación de fondos, obligando a los participantes a ser mucho más innovadores, beneficiando no solamente el mercado de valores, sino también al sistema financiero en general.

De tal manera, no solamente se verá beneficiado el mercado de valores, sino también el

sector bancario, pues por un lado la competencia presionará la reducción de los márgenes de intermediación, y por otro, el mejoramiento de los sistemas de compensación y liquidación permitirá una mayor eficiencia, así como una mejor gestión del riesgo, entre otros aspectos.

Sin embargo, a pesar de que la nueva ley posee un conjunto de mecanismos importantes para desarrollar el mercado de valores, la Bolsa Nacional de Valores (BNV) ha buscado mecanismos para acelerar ese proceso.

## 2. ELEMENTOS MÁS IMPORTANTES DE LA LEY

Con la reforma a la Ley Reguladora del Mercado de Valores se introdujeron una serie de cambios, encaminados principalmente al desarrollo del mercado secundario, lo cual ha llevado a que gran parte del enfoque se centre en los intermediarios bursátiles y menos en los emisores. En términos generales, son siete los aspectos más importantes que incluyó la reforma.

---

<sup>1</sup> Un primer documento fue presentado en un ciclo de conferencias en celebración del 30 aniversario de la fundación del Banco Popular y de Desarrollo Comunal, organizado por esa institución y la Escuela de Economía de la Universidad Nacional los días 22, 28 de julio y 4 de agosto de 1999. La charla se denominó Reforma financiera: alcances y limitaciones de la nueva ley reguladora del mercado de valores, y fue dada junto con Saúl Weisleder.

<sup>2</sup> Economista. El autor desea dejar constancia de su agradecimiento a los distintos participantes en el mercado de valores con los cuales se platicó en distintas ocasiones, en especial conversaciones sostenidas con Adolfo Rodríguez, Superintendente General de Valores, Roberto Venegas, gerente de la BNV, Rodrigo Arias, presidente de la BNV y Gustavo Pereira de Cedelbank Group en Nueva York.

1. Mayores potestades a la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) para solicitar información. Asimismo incluye mecanismos para regular la calidad de la información de los emisores y los auditores externos.

2. Dentro de las regulaciones sobre fondos de inversión se introducen los fondos no financieros, lo cual crea nuevas oportunidades para el mercado, sobretodo en los fondos inmobiliarios.<sup>1</sup> Se da entonces una especialización al definir tipologías de fondos. Asimismo, se establece una nivelación entre los fondos de inversión y los fideicomisos. Finalmente se introduce la figura del custodio separando la custodia de la administración de valores y se introduce la valoración a precios de mercado de las carteras mancomunadas.

3. Se avanza en el proceso de estandarización estableciéndose que solamente los títulos emitidos en serie podrán ser objeto de oferta pública, con lo cual se encamina el mercado a lograr una mayor transparencia al momento de establecerse los precios en el mercado secundario, introduciendo una referencia para la valoración de las carteras mancomunadas a precios de mercado. Se exceptúa a las entidades bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) por su función clásica de intermediación.

De este modo la equidad en el mercado queda establecida por medio de la estandarización y las normas para captar en ventanilla. La estandarización permite en el mercado primario un acceso equitativo a la emisión, facilita el análisis de riesgo del emisor, y reduce su riesgo de iliquidez. En el mercado secundario facilita la formación de precios, pues se establece una referencia para valorar carteras.

4. Se incluyen regulaciones relativas a las normas de conducta, medidas precautorias, infracciones, sanciones y los mecanismos para proceder en cada uno de los casos. Esto se incluye dentro de mayores regulaciones para los puestos de bolsa. Asimismo se les permite realizar operaciones por cuenta propia. Además, se establece un énfasis en la solvencia de los intermediarios al fijarse procedimientos contables y auditoría externas.

5. Dentro del estímulo del mercado accionario se establecen varios medios: se abre la posibilidad de que los puestos de bolsa realicen operaciones de “underwriting”, se reduce el costo de los incrementos

de capital de las empresas y se mejora la protección de los accionistas minoritarios. Esto último principalmente mediante la figura de oferta pública de adquisición (OPA). Este mecanismo busca que la prima de sobreprecio, la cual está dispuesto a pagar un inversionista por tener el control de una empresa, se distribuya entre todos los accionistas. Esto se establece cuando algún inversionista desea poseer la mayoría de una empresa cotizada en bolsa, para lo cual debe realizar una oferta a nivel público para comprar las acciones.

Por otra parte, se permite la emisión de acciones en moneda extranjera, y se estableció un sistema fiscal bastante neutro para los fondos de inversión, lo cual no afectará con impuestos excesivos las ganancias de capital. Sin embargo, no se eliminó la ventaja que posee el endeudamiento frente a la capitalización de las empresas.

6. Se establece el marco legal para la compensación, liquidación de valores y anotación en cuenta.

7. Finalmente, se crea el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), órgano encargado de dirigir las tres superintendencias: SUGEVAL, la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) y la SUGEF. En general su creación se encaminó a lograr una mejor coordinación entre los entes reguladores, y al mismo tiempo evitar contradicciones, traslapes y duplicaciones en la supervisión del sistema financiero

### **3. PROPUESTA DE LA BNV PARA DESARROLLAR EL MERCADO ACCIONARIO**

Dada la importancia que tiene para cualquier economía el desarrollo del mercado de valores como mecanismo de generación de fondos de largo plazo, la BNV se dio a la tarea de realizar un plan para lograr un crecimiento de ese mercado. Esto llevó a una serie de estudios que llegaron a un conjunto de conclusiones interesantes sobre los potenciales emisores e inversionistas de acciones.

#### **3.1. Un diagnóstico rápido**

Existe una serie de aspectos que la BNV logró detectar a través de encuestas realizadas en el mercado de valores, las cuales dieron algunos lineamientos generales de hacia dónde deben dirigirse los cambios para estimular el desarrollo del mercado de valores.

<sup>1</sup> La antigua Comisión Nacional de Valores no había autorizado el funcionamiento de este tipo de fondos.

En primer lugar existen 6 aspectos (entre los más importantes) que hacen que las empresas estén reacias a buscar el financiamiento por medio de acciones:

- La falta de asesoría de los puestos de bolsa.
- Aspectos tributarios.
- La poca liquidez del mercado.
- El no querer perder el control de la empresa.
- La falta de información.
- Los costos de registro.

Por otro lado, quienes han participado en bolsa lo han hecho como mecanismo de diversificación de las fuentes de financiamiento, entre otros aspectos. Alrededor del 72% de las empresas consultadas tienen interés de conocer el financiamiento por medio de acciones, aunque solamente el 32% estarían dispuestas a abrir el capital.

Esto permite ver que existe interés por saber sobre el financiamiento accionario, pero falta mayor información de las ventajas de este mecanismo. Esto obliga a que sean los puestos de bolsa que lleven a cabo esas asesorías, con lo cual lograrían atraer más clientes dentro de sus carteras.

Al consultársele a los inversionistas si están dispuestos a invertir en acciones, alrededor del 70% establecieron que sí, pero más del 80% no tenía suficiente información sobre este tipo de instrumento. Esto derivó en que están dispuestos a recibir información. Asimismo, entre los aspectos que se consideraron que limitaban la inversión de largo plazo estaban la falta de información, la desconfianza en las empresas emisoras y la escasez de títulos a plazos largos.

Por otro lado, en la primera encuesta trimestral de 1999 realizada por la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones de la Empresa Privada (UCCAEP), se le consultó a las empresas que si estarían dispuestas a participar en el mercado accionario como emisores y el 37% dijo que sí. Llama la atención que las empresas medianas son las que más se encuentran dispuestas a abrir su capital, pues el 44% lo haría, mientras de las empresas grandes y pequeñas sólo un 25% y 24%, respectivamente. Estos datos muestran que existen espacios para desarrollar el mercado accionario, los cuales pueden ser aumentados realizando los cambios precisos y llevando a cabo estrategias bien dirigidas.

### **3.2. Propuesta de la BNV<sup>1</sup>**

Si bien con las reformas introducidas en 1998 se avanzó en el desarrollo del mercado de valores, la BNV encontró una serie de elementos jurídicos que no fueron reformados por la nueva ley, así como la necesidad de iniciativas institucionales para acelerar ese desarrollo.

Por ello, la BNV realizó una propuesta para desarrollar el mercado de valores, presentada al país en agosto de 1998, la cual se divide en 6 puntos: ambiente regulatorio, capacitación de los intermediarios, desarrollo de la cultura bursátil, atracción y capacitación de emisores, soporte de las operaciones y privatizaciones. A continuación se detalla cada una de ellas.

#### **3.2.1. Ambiente regulatorio**

Con este punto lo que se desea es proponer cambios que quedaron pendientes con la reforma de 1998. Esto incluye la búsqueda de un mecanismo que establezca un trato tributario equitativo en la emisión de acciones respecto al financiamiento por medio de deuda; la eliminación del impuesto a los dividendos y las ganancias de capital, principalmente por formar parte de los denominados "impuestos menores" y por ser de difícil recaudación (además de imponer una doble imposición pues ya existe un impuesto a las utilidades de las empresas); permitir la participación de los insiders dentro de la compra y venta de acciones dentro de ciertos parámetros; establecimiento del marco legal para la escisión y fusión de compañías y canje obligatorio de acciones; apoyo a la reforma del sistema de pensiones, y revisión de la normativa para que una empresa recompre sus propias acciones.

#### **3.2.2. Capacitación de los intermediarios**

Ha sido claro que no todos los participantes poseen el conocimiento requerido en el manejo de las diferentes aristas del mercado accionario y emisiones de largo plazo, lo cual exige un mejoramiento de los cursos de formación impartidos por CAMBOLSA y FUNDEPOS.

Esto abarca un curso de capacitación obligatorio para los nuevos agentes de bolsa, así como para los que ya ejercen, el cual se centraría específicamente en el mercado accionario. Asimismo se establecerían juegos de bolsa enfocados al mercado accionario, el diseño e implementación de un

<sup>1</sup> Sigue a "pie juntillas" la propuesta de la BNV.

programa de seminarios sobre herramientas para el análisis del mercado accionario, y finalmente, un programa de visitas a mercados desarrollados.

### 3.2.3. Desarrollo de una cultura bursátil

Este punto se enfoca básicamente al desarrollo de una educación del inversionista, buscando el mejoramiento de la cultura bursátil, que implica seis aspectos:

- Diseño e implementación de una campaña en medios de comunicación masiva enfocada en la inversión accionaria
- Apoyo a las universidades para la incorporación de cursos de teoría financiero-bursátil dentro de los programas de las carreras del área de ciencias económicas
- Estímulo a las labores de investigación a través de concursos basados en prácticas bursátiles
- Participación en la producción de artículos e información especializada sobre el riesgo y los beneficios que supone el mercado accionario
- Apertura de espacios en los medios informativos (radio, prensa y televisión) para discutir temas vinculados con el mercado accionario
- Apertura de juego de bolsa hacia instituciones educativas, luego de haber efectuado uno o dos entre participantes del medio bursátil y evaluar sus resultados.

### 3.2.4. Atracción y capacitación de emisores

En la perspectiva de la importancia de la capacitación del mercado, se buscará la vinculación con las cámaras empresariales para presentar las ventajas de usar las acciones como mecanismo de financiamiento.

La estrategia pasa por: el acercamiento de la BNV al sector empresarial; el diseño e implementación de un programa de capacitación dirigido al sector emisor; y el establecimiento de una ventanilla especial para trámites de empresas que deseen abrir su capital, donde se pretende que la SUGEVAL de apoyo para acelerar el proceso de registro de las empresas que desean hacerlo.

### 3.2.5. Soporte a la operación

Operativamente existe un buen número de cambios que podría generar un estímulo al mercado accionario, tal como la implementación de un sistema para la administración de libros de accionistas por parte de la Central de Valores, lo cual permitiría el traspaso casi inmediato al momento de comprar o vender acciones; la aprobación del régimen de anotaciones electrónicas en cuenta, lo cual requiere el desarrollo del reglamento respectivo; y incorporación del Índice Accionario como sistema de consulta en tiempo real y reestructuración del sistema EBA.

### 3.2.6. Privatizaciones

Se considera el proceso de privatizaciones como un medio importante para ayudar al desarrollo del mercado accionario, lo cual ha sucedido en otros países. En este sentido la BNV busca realizar tres actividades: preparación de un pronunciamiento formal respecto al tema, buscando enfatizar la ventaja de esos procesos para el mercado de valores; participación activa en el análisis de los procesos de privatización planteados por el Gobierno; y contribución a la formación de opinión sobre el proceso de privatización.

## 4. IMPACTO DE LA REFORMA A LA LEY

Los efectos a poco más de una año de vigencia de las reformas no son fácil de cuantificar, aunque ya se empiezan a ver algunas tendencias generales de cambio, algunas inerciales de procesos anteriores, otras catalizadas por la nueva ley.

### 4.1. Reglamentaciones

Un aspecto importante tras la aprobación de la reforma ha sido el desarrollo relativamente rápido de distintos reglamentos y normativa, haciéndose evidente la agilización que no existía anteriormente.

Se han aprobado alrededor de 20 reglamentos nuevos<sup>1</sup> y se ha modificado uno, anteriormente aprobado por la Comisión Nacional de Valores. Lo más interesante ha sido que en un principio se dijo que la SUGEVAL y el CONASSIF no iban a ser capaces de desarrollar la gran cantidad de reglamentos requeridos por la nueva ley. Sin embargo, más bien han habido quejas en el sentido que son demasiados los reglamentos que se han promulgado, y en algunos casos los puestos de bolsa han protestado por el poco tiempo para analizarlos.

<sup>1</sup> A octubre de 1999.

Esto muestra una gran actividad para instrumentar la ley, no solamente por parte de la SUGEVAL sino también por parte del CONNASIF y las entidades participantes. No obstante, la SUGEVAL ha sido también consecuente en el sentido de no inundar el mercado de una gran cantidad de reglamentaciones que ahoguen la actividad bursátil, lo cual está dando al mercado un periodo de ajuste importante y necesario.

#### **4.2. Estandarización**

Para desarrollar el mercado secundario, en algunos mercados ha sido importante el sistema de subastas implementado por la autoridad monetaria y/o Ministerio de Hacienda. Sin embargo, en el caso de Costa Rica no cumplió tal función, principalmente porque de previo no se estableció la estandarización (alrededor de 3 años de diferencia una de la otra).<sup>1</sup>

Ese proceso de estandarización ha venido avanzando paulatinamente el último año y medio. El gobierno ya logró hacerlo para las emisiones de corto plazo y se espera que las de largo plazo estén listas para el próximo año. En este sentido el reglamento sobre oferta pública de valores extendió el límite establecido para estandarizar las emisiones, del 27 de septiembre del 15 de febrero del año 2000, creándose un periodo de transición.<sup>2</sup> Esta extensión del plazo se dio principalmente por dos aspectos. Primero, el error del año 2000 ha requerido una fuerte dosis de tiempo y recursos para el ente regulador y los participantes. Y segundo, ha habido cierta dificultad para definir cómo será aplicado el 8% sobre los títulos valores para emisiones estandarizadas.<sup>3</sup>

En cuanto a las emisiones estatales ya existentes en el mercado se espera que en el transcurso del año 2000 se implemente algún sistema de canje por títulos estandarizados.

<sup>1</sup> Por otro lado, existen otros aspectos tal como el mal diseño del sistema, en donde los más beneficiados han sido los bancos estatales pues dada la garantía estatal que tienen, les permite captar barato e invertir en subasta a tasas mucho más elevadas. Sin embargo, la pregunta que surge es cómo el gobierno y el Banco Central pagan mayores tasas de interés que los bancos estatales. Esto evidencia aspectos que aún se deben corregir, pues si bien la diferencia se ha reducido, aún siguen sacando provecho del margen existente.

<sup>2</sup> Este período de transición permite una estandarización parcial, donde a lo largo del día los participantes solamente podrán emitir tres tipos de títulos que serán idénticos entre sí, con igual valor facial, fecha de vencimiento y los mismos cupones. Además, estos no podrán ser a más de seis meses. Luego del 15 de febrero las emisiones serán con las mismas características y no podrán ser menores a los \$100 millones.

<sup>3</sup> Las emisiones estandarizadas poseen un valor facial igual, pero dependiendo de cuando se coloque un título tendrá un valor diferente de mercado, lo cual dificulta el pago del impuesto.

#### **4.3. Emisiones de largo plazo**

Las emisiones de largo plazo se han acelerado en los últimos dos años. Estas son algunas de las emisiones que se han realizado:

- Transporte Arwest US\$ 2 millones
- Blue Valley School US\$1.5 millones
- Suerkata US\$2 millones
- Banco Bancentro US\$ 1 millón
- Banco Uno \$1.17 millones
- Banco Bantec US\$1 millón
- Inmobiliaria Mas x Menos US\$23 millones
- BANHVI ₡1.795 millones
- Banco Central más de US\$200 millones
- La Nación ₡ 800 millones

Para el segundo semestre de 1999, la BNV ha estado desarrollando actividades tendientes a fomentar este tipo de instrumentos, pues existe un ambiente propicio para ello, para lo cual se busca explicarle a los emisores las ventajas que les genera esta opción de financiamiento. De tal manera, si bien existen esfuerzos para desarrollar el mercado accionario, los resultados requerirán algún tiempo para empezar a ver los frutos.

Por lo anterior, la SUGEVAL ha enfatizado en el corto plazo tres mecanismos para incentivar los mercados de largo plazo: 1) Ha reducido y facilitado los requisitos para la llegada de emisores centroamericanos al país, 2) Se encuentra bajo estudio el reglamento respectivo para la titularización de hipotecas, y 3) ya se aprobó la normativa para el funcionamiento de los fondos de inversión inmobiliarios.

De tal manera, se espera que estos tres mecanismos en el corto plazo sean los encargados a generar recursos para el mercado de valores, mientras las otras actividades den sus frutos en el mediano plazo.

#### **4.4. Puestos de bolsa**

Desde antes de la entrada en vigencia de la ley ya algunos puestos se habían visto obligados a reestructurarse e incursionar en nuevas emisiones, implementar la ingeniería financiera de empresas emisoras y el estudio de empresas. Otros se han centrado en el desarrollo de servicios, tal como los fondos de inversión.

En general, los puestos de bolsa han tendido a depender en su mayoría de los sistemas de

administración de cartera de corto plazo y de las operaciones de recompra, sobretudo desde el momento que se redujeron y se eliminaron las comisiones por la colocación de bonos del gobierno.

Sin embargo, cuando fueron encajadas las operaciones de OPAV y CAV vieron elevado el costo de su administración, reduciéndose su actividad, y en algunos casos los puestos de bolsa los eliminaron y trasladaron estas carteras de corto plazo hacia fondos de inversión. Esto ha sido estimulado también, pues la ley de valores impuso 5 años para que desaparezcan este tipo de mecanismos.<sup>1</sup>

Por tanto, cada vez más los puestos de bolsa se verán obligados a desarrollar el mercado secundario, y a dejar los mecanismos de corto plazo, tal es el caso de la recompras, donde se van a establecer los bancos.

Ya se perfilan en el mercado puesto de bolsa cada vez más fuertes y otros más pequeños, lo cual va obligar a los últimos a buscar nichos de mercado muy específicos, desaparecer y/o aliarse con otros.<sup>2</sup>

#### 4.5. Avance de la propuesta de la BNV

Con base en el plan de desarrollo del mercado accionario costarricense, la BNV ha venido ejecutando un conjunto de actividades. Entre las más importantes elaboró un proyecto de ley por medio del cual se busca eliminar algunas trabas aún existentes. El proyecto incluye reformas a la Ley del Impuesto sobre la Renta, la Ley Reguladora del Mercado de Valores y el Código de Comercio. Estos son los puntos más importantes:

- Se excluyen del pago de tributos las ganancias de capital generadas por la compra-venta de acciones.
- Se elimina el gravamen sobre los dividendos, tanto para las empresas inscritas en bolsa (5%) como las no inscritas (15%).
- Se le da a la SUGEVAL la potestad para reglamentar los procedimientos para convocar

<sup>1</sup> No obstante, los reguladores han empezado a preocuparse del traslado de las actividades de corto plazo hacia fondos de inversión, pues entonces esos recursos de corto plazo de empresas y bancos le imprimen una gran volatilidad al mercado, y pone en una posición de desventaja a los pequeños inversionistas.

<sup>2</sup> En efecto, ya existen conversaciones entre algunos participantes para estudiar posibilidades de fusionarse o realizar actividades conjuntas.

las fechas de las asambleas de accionistas por parte de las empresas emisoras de acciones y registradas en el Registro Nacional e Valores e Intermediarios.

- Obliga a las empresas inscritas que desean recomprar acciones de su propio capital a realizarlo por medio de una OPA.
- Se establece el marco regulatorio para realizar fusiones y escisión de compañías.
- Se iguala el tratamiento tributario para los fondos de inversión y fondos de pensiones con un impuesto único del 5%. Además, cualquier tipo de custodia de valores, carteras de administración de valores, fideicomiso de administración de valores o cualquier otra figura que brinde los servicios de administración de activos financieros.

En lo que respecta a la atracción de nuevos emisores, la BNV a través de una serie de actividades, tal como charlas y reuniones, se ha dedicado a exponer las ventajas de la apertura de capital, así como las derivadas de cotizar en bolsa. En este sentido, ha tratado de eliminar muchos de los mitos que existen alrededor de la apertura de las empresas a nuevos accionistas, tal como la pérdida de control y la entrega de mayor información.

Una iniciativa importante para atraer emisores fue el establecimiento por parte de SUGEVAL de un departamento de oferta pública, con lo cual se ha centralizado en esa instancia todo lo referente a trámites y aprobación de los requisitos de los emisores. Por otra parte, con la aprobación del nuevo reglamento para la autorización de oferta pública se eliminaron alrededor de 8 trámites.

Respecto a la capacitación del mercado se creó el Instituto para el Desarrollo y la Capacitación Bursátil (IDECA B), por medio del cual se pretende dar una mejor formación a los intermediarios bursátiles. Entre las primeras actividades se han implementado los dos primeros cursos de bolsa, pero se trabaja en otras dirigidas a los intermediarios actuales. Por otro lado, se han organizado seminarios y charlas. Entre otras actividades se tienen:

- Se realizó un seminario sobre valoración y apertura de empresas, en el cual participaron personeros de puestos de bolsa de México y Chile.

- La Bolsa de Madrid y la Universidad Complutense de Madrid autorizaron la posibilidad de utilizar los temas impartidos por estas instituciones en su respectivo curso de formación bursátil.
- El Juego de Bolsa que va a ser distribuido a través de Internet está en la fase de investigación y estructuración.
- Se realizó la primera visita al mercado mexicano, donde la Bolsa Mexicana de Valores, el Centro Educativo del Mercado de Valores (perteneciente a la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles), la Comisión Bancaria y de Valores y dos puestos de bolsa se comprometieron a colaborar con el programa.

En cuanto al desarrollo de una cultura bursátil, a inicios de 1999 se empezó a publicar quincenalmente el espacio denominado *Construyendo el Mercado Accionario* en el periódico "El Financiero". Asimismo, se dio un primer acercamiento con las universidades, las cuales dieron su apoyo al programa. Por otro lado, se han dado charlas en varios centros educativos.

Respecto a cambios en la operacionalidad en el manejo del mercado, fue enviado a la SUGEVAL el borrador del Reglamento de Anotaciones en Cuenta para ser estudiado. Asimismo, se trabaja en el mejoramiento del sistema informático de la CEVAL para dar una mayor agilización a las transacciones bursátiles. Adicionalmente, se trabaja en la automatización del Índice Accionario de la BNV.

#### 4.6. Acceso a información

Información y liquidez son dos elementos que garantizarán una mayor participación de los inversionistas en el mercado de valores, pues permite conocer lo que sucede en el mercado, y por tanto, le entrega al inversionista la posibilidad de salirse del mercado cuando lo desee.

En el acceso a la información se ha avanzado a través de la reglamentación de aspectos relativos al manejo contable de los puestos de bolsa, bolsas y fondos de inversión, a la definición y comunicación de hechos relevantes, auditorías externas, así como en los prospectos de emisiones y fondos de inversión.

Por otro lado, en 1999 empezó a funcionar el Registro Nacional de Valores e Intermediarios

(RNVI) en la página web de la SUGEVAL. Ahí se puede encontrar información de carácter público sobre los Valores y personas físicas o jurídicas que participan en el Mercado Bursátil. En la primera etapa, el interesado puede acceder por medio de la página web a información general de los participantes y a resúmenes de los hechos relevantes de 1999. Esto evidentemente es un gran avance hacia cada vez más información para los participantes.

#### 4.7. Otros aspectos

Se pueden mencionar dos elementos en los que se trabaja actualmente. Primero, en el nuevo sistema de anotación en cuenta que se espera entre a registrar a mediados del año 2000; mientras tanto se han realizado modificaciones al sistema actual. Y segundo, en la implementación de un sistema para valorar las carteras de las inversiones mancomunadas a precios de mercado, pues actualmente se realiza a precios de compra, por lo cual los inversionistas no saben ciertamente cuánto han ganado o perdido. Resulta claro que la estandarización contribuirá a ello.

### 5. ETAPA POR VENIR

A pesar del avance en el desarrollo del mercado de valores que se ha vivido en los últimos años, aún quedan un conjunto de cambios que tendrán que darse para crear un verdadero mercado de valores desarrollado, puntos en gran parte abarcados en la propuesta de la BNV, y otros más generales.

#### 5.1. Estandarización y desarrollo del mercado secundario

En un mercado los precios no los determina solamente la oferta y la demanda, sino también la información cualitativa y cuantitativa. Sin embargo, actualmente no existe impacto sobre los precios en el mercado como resultado de la situación financiera de una empresa (a no ser que sea una situación extrema), o algunos aspectos cualitativos que se presenten, llámese alto apalancamiento o un hecho relevante. De este modo, el mercado no castiga o premia a las empresas con tasas de interés distintas según riesgo. Es de esperar que con la estandarización y la valoración de las carteras mancomunadas a precios de mercado esto cambie paulatinamente.

A lo anterior, contribuirá la estandarización de las emisiones públicas, y principalmente de las ya existentes en el mercado, lo cual permitiría el desarrollo de derivados a partir de estos títulos, tal como los futuros y opciones. Esto va a requerir que se establezca algún mecanismo para canjear esos títulos

por otros estandarizados. Si bien esto ha sido expresado por el gobierno, aún no queda claro como se realizará, por lo cual es urgente que defina cuándo y cómo se realizará, pues los títulos más abundantes en el mercado son los del Estado.

Asimismo, una mayor participación del mercado secundario requerirá de cambios en dos aspectos: una mayor capitalización de los puestos de bolsa y un mejoramiento del seguimiento del mercado por parte de la SUGEVAL.

En cuanto a lo primero, actualmente los puestos de bolsa poseen limitación de fondos para llevar a cabo sus operaciones. El poco capital sólo les permite realizar operaciones por cuenta de terceros, de modo que por cuanta propia es reducida la actividad que pueden hacer, tanto en el mercado primario como secundario. Por tanto, será importante un cambio en los requerimientos de capital de los puestos de bolsa, mayor a los \$50 millones actuales (más los ajustes) y se requiere además un capital propio de acuerdo al riesgo asumido. En este sentido la SUGEVAL aprobó la normativa respectiva y empezará a regir entre enero y abril del año 2000. Este reglamento le permite a la SUGEVAL establecer fondos adicionales de acuerdo al volumen y riesgo asumidos por cada puesto de bolsa.

En cuanto al seguimiento del mercado, la SUGEVAL debe tratar de prever lo que pueda suceder y no explicar a posteriori cualquier acontecimiento de inestabilidad en el mercado. Esto va a requerir la sofisticación de los sistemas existentes, así como de una mejor calidad de los empleados de la entidad. Ya ha habido avances en esto, pero esto deberá acelerarse en los años por venir.

## **5.2. Participación de los puestos de bolsa**

Durante muchos años los puestos de bolsa asumieron funciones de administradores de fondos de corto plazo, como medio de competencia con las cuentas corrientes de los bancos estatales. De tal manera, ofrecían la posibilidad de captar recursos bajo esquemas de liquidez inmediata y rendimiento definido. Estos sistemas podían sobrevivir invirtiendo fondos no solamente en el corto plazo, sino en períodos de tiempo más largos, sin entrar en problemas de iliquidez, por varias características: las recompras, el traslado de títulos entre distintas carteras administradas por el puesto, la existencia de carteras de títulos donde se invertían recursos de los clientes y del puesto, así como los préstamos de recursos entre puestos de bolsa. Con esto era posible regular la liquidez de las carteras.

Evidentemente, este tipo de actividades implica una mezcla de riesgos que el cliente y el mercado no conoce, lo cual a su vez incentivaba las operaciones fuera de bolsa. Asimismo, esto permitía discriminar entre clientes, pues el puesto obtiene una diferencia entre la tasa ofrecida y la que genera la cartera de títulos, en vez de ser una comisión.

Con la reforma a la ley de valores se estableció un proceso máximo de transición para la eliminación de estos mecanismos. Por ello, los puestos de bolsa se han trasladado cada vez más hacia fondos de inversión, lo cual fue incentivado con la extensión del encaje a las captaciones de los puestos de bolsa.

Sin embargo, este traslado ha empezado a generar una serie de problemas, pues los fondos de corto plazo producen gran volatilidad, ya que las grandes empresas y bancos gestionan su liquidez por ese medio. Por lo anterior, se deberán imponer restricciones en las políticas de inversión de los fondos para que ante una fuerte demanda de varios clientes grandes no lleve a problemas de liquidez de un fondo, tal como la exigencia de rendimientos mucho más bajos. Asimismo, esto requerirá un mayor desarrollo del mercado interbancario para que los bancos gestionen su tesorería por ese medio (este punto se discute más adelante).

Para superar a situación anterior ya se realizaron dos cambios. Primero, se elevó el coeficiente de liquidez de los fondos de inversión, pasando del 5% al 10%, y se elevó el plazo máximo de redención de los fondos líquidos de 2 a 7 días. Segundo, se estableció que las sociedades administradoras de fondos de inversión solamente pueden variar la comisión de administración una vez al mes. Esto porque podían variarla cada vez que querían (siempre y cuando no excedieran el máximo establecido en el prospecto) lo cual les permitía reflejar que los fondos en alguna medida podían garantizar rendimiento.

Por otro lado, dentro de las prácticas de muchos años se encuentra que el mismo puesto de bolsa es custodio de los títulos adquiridos, así como que el gestor bursátil posee una fuerte relación con la administradora de los fondos de inversión. Esto implica varios aspectos negativos.

Primero, al ser el mismo puesto el custodio se presenta la posibilidad de que eventualmente algún empleado del puesto pueda manipular los títulos inconvenientemente. Si en el caso del puesto de bolsa América Capitales el custodio hubiera sido distinto al



gestor de los recursos, no sería desconocido el paradero de algunas inversiones.

Segundo, existe conflicto de intereses entre un puesto de bolsa y los fondos de inversión del puesto, pues al conocer el intermediario bursátil lo que realizará el fondo de inversión toma ventaja para él y/o sus clientes.

De tal manera, por un lado, se deben crear lo que se ha denominado "murallas chinas" para evitar, en la medida de lo posible, los conflictos de intereses entre el intermediario bursátil y los administradores de fondos de inversión.

Por otro lado, se debe separar la gestión de cartera y la intermediación bursátil, definiéndose la figura del custodio y establecerse plazos para separar la intermediación bursátil de la custodia de valores. Así, la entidad de custodia debería respaldar con un patrimonio su servicio, de manera que ni el efectivo ni los valores pasarían por las manos del gestor de la cartera.

De este modo, cada vez más los puestos de bolsa perderán actividades que les eran propias en el pasado, las cuales serán en algún grado tomadas por los bancos (tal como la gestión del mercado de dinero y la custodia de valores). De tal manera, actividades como la banca de inversión<sup>1</sup>, análisis y reestructuración de empresas y asesoría, serán actividades que deberán desarrollar para poder sobrevivir. Asimismo, esto obligará también a los puestos a asumir posiciones y empezar a arbitrar, lo cual les exigirá mayores niveles de capital.

Evidentemente habrá puestos de bolsa que no podrán hacer frente a esta nueva etapa de desarrollo del mercado de valores, lo cual los obligará a buscar nichos de mercado muy específicos, fusionarse o buscar alianzas estratégicas, o si no desaparecer.

### **5.3. La banca y el mercado de valores**

A escala internacional se ha producido un proceso de "desintermediación financiera", donde los bancos en los países desarrollados se han visto obligados a reducir sus márgenes de intermediación, desplazándolos a brindar servicios financieros. Esto ha hecho que un porcentaje mayor al 70% de los ingresos bancarios sean generados por servicios.

<sup>1</sup> Aunque existe conflicto de intereses entre asesoría financiera y la asesoría de emisiones, en Costa Rica no se separó las actividades.

En Costa Rica, ese proceso apenas empieza y la relación de ingresos por servicios versus por intermediación posee la relación inversa que los países desarrollados. Los últimos cambios legislativos han pretendido una reducción de los márgenes, los cuales poco a poco se irán reduciendo, lo cual obligará a los bancos a realizar cada vez mayor cantidad de operaciones fuera de balance.

Aparte de brindar servicios, su actividad en el mercado de valores se va a centrar en el mercado de dinero. Esto porque los intermediarios al tener pasivos de corto plazo, y por el lado de los activos las disponibilidades e inversiones temporales, los transforma en grandes mobilizadores de fondos de corto plazo. De tal manera los reportos o recompras pasarán a ser actividad de los intermediarios financieros.<sup>2</sup>

Por otra parte, la participación de los bancos en el mercado de dinero requerirá un mayor desarrollo del mercado interbancario, con lo cual se facilitaría el control monetario del Banco Central, en donde los bancos intervinieran para absorber o poner fondos. Así, nadie sabría quien necesita o pone fondos en el mercado, pero sí cada participante a su contraparte. Con esto se gestionaría mejor la liquidez y se reducirían las presiones sobre los CAV, OPAB y fondos de inversión.

Por otro lado, los bancos se transformarán en depositarios de títulos en el proceso de desmaterialización y el efectivo de sus clientes. El custodio fue una figura establecida con la reforma de 1998, el cual es el responsable frente al inversionista y responde con su patrimonio. Además, en el momento que se implemente el sistema de anotación en cuenta, la CEVAL será el que lleve el registro a nivel macro de todos los valores, por tanto, realizará las anotaciones y el control general y facilita los trasposos. Sin embargo, el responsable sería el custodio, en donde los bancos serán los más importantes.

### **5.4. Fomento del ahorro de largo plazo: pensiones, seguros y privatizaciones**

El mercado posee un problema de falta de liquidez, lo cual limita el desarrollo del mercado secundario y del ahorro de largo plazo. Aquí es

<sup>2</sup> Esto va requerir que los bancos del estado se dediquen cada vez más a ser bancos y menos inversores en títulos. Asimismo, exige cambios en el sistema de subastas para que se establezcan canales eficientes para que el público en general accese a ese sistema de inversión y entonces que las tasas de interés sean mucho menores, obligando a los bancos del estado a intermediar.

necesaria la participación de los inversionistas institucionales y públicos. Ya la estandarización es un paso, pero hace falta la participación de los grandes inversionistas donde se encuentran las compañías de seguros y los fondos de pensiones.

El sistema actual de pensiones complementarias tiene incentivos fiscales que no han fomentado realmente este mecanismo y se ha transformado en una herramienta de ahorro de mediano plazo, pues luego de cinco años se puede retirar los recursos. Por tanto, será con el desarrollo del denominado segundo pilar del sistema de pensiones, con el cual se realizará un real desarrollo del mercado de fondos de largo plazo.

La cantidad de recursos que se inyectarían con una mayor apertura del sistema de pensiones se calcula conservadoramente en alrededor de ¢70 mil millones anuales. Esto deja claro el impacto que tendría la apertura del sistema de pensiones y de seguros, por lo cual es necesario avanzar en estas dos reformas.

Por otro parte, un elemento muy importante en el desarrollo del mercado de valores sería que, al menos una parte o la totalidad de las privatizaciones propuestas (v.g. Banco Internacional de Costa Rica, Banco de Costa Rica, Instituto Costarricense de Electricidad, entre otros) se realicen en el mercado interno. Este ha sido un medio importante para estimular el mercado accionario en mercados como el mexicano, chileno, peruano y argentino. Por ello, es importante que la BNV continúe con sus actividades para que esto realmente se de en el mediano plazo.

### 5.5. Entes reguladores

La creación del Conassif fue un aspecto importante para lograr una estandarización de las políticas sobre el sistema. Sin embargo se le concedieron demasiadas funciones que podrían frenar eventualmente el desarrollo del sistema financiero. Esto se debe a varias razones.

Por un lado el Consejo sesiona una vez por semana, lo cual obliga a ver una gran cantidad de temas en muy poco tiempo. ¿Cómo ver cada semana los asuntos de cada superintendencia, y cómo hará cuando se cree la superintendencia de seguros? Por otro lado, los directores no laboran tiempo completo lo cual limita su dedicación. Por otra parte, no existe claramente definidas las funciones de cada uno de los entes reguladores, y además no existe de una manera clara y precisa las obligaciones de cada una para que en momentos de crisis se definan responsabilidades.

Dado lo anterior, es recomendable que se limiten las funciones, y que la mayoría de ellas sean implementadas por las respectivas superintendencias, dejándole al consejo las verdaderamente importantes, lo cual solucionaría los problemas de la dedicación de los directivos.

Finalmente, es importante reconocer que las distintas instancias reguladoras necesitan mejorar su capacidad administrativa, donde la SUGEVAL no es la excepción.<sup>1</sup> Sin embargo, esto va a requerir que se eleve su capacidad presupuestaria, pues ello va a requerir capacitación del recurso humano y un mejoramiento salarial.<sup>2</sup> Pero a su vez va a requerir cambio en los sistemas de contratación de personal, donde un empleado que no cumple pueda ser despedido.

### 5.6. Información y publicidad

Específicamente, en cuanto a acceso de información en el mercado de valores existen tres observaciones fundamentales.

La información consignada en los prospectos se limita a machotes que no dicen mucho, y que se realizan por cumplir un procedimiento o requisito. Como ejemplo ilustrativo, estos debería incluir descripción detallada del negocio y los elementos que pueden afectar la actividad, lo cual evidentemente debería incluir como se comporta la competencia y estados financieros consolidados si es parte de un grupo económico. De tal manera, debe avanzarse en transformar a los prospectos en reales mecanismos de información de la empresa emisora.

Igualmente ocurre con los “hechos relevantes”, en donde existen dudas de que estos tengan alguna utilidad pues cuando no benefician al emisor, muy posiblemente no se harán públicos, y en algunos casos

<sup>1</sup> Existen serias dudas sobre la actuación de la SUGEF. En el caso reciente del Banco Cooperativo, ante la fusión que se pretendía realizar con el Banco Federado, se tomaron funcionarios de este último banco para analizar la cartera crediticia del Cooperativo. Luego del estudio se encontró que el banco no había dado seguimiento a su cartera crediticia, presentándose un gran desorden de los expedientes de los clientes, con información dispersa, mal confeccionada y desactualizada; garantía mal hechas o vencidas; e información financiera de los prestatarios desactualizada. Surgen dos cuestionamientos: a. ¿Por qué la SUGEF tuvo que tomar empleados del Banco Federado para realizar sus funciones?; y b. ¿por qué la SUGEF no le había dado seguimiento a la cartera crediticia y la gestión administrativa de BANCOOP?

<sup>2</sup> Es necesario que los salarios sean competitivos respecto a lo que se paga en el sector financiero, pues si no es así no habría incentivo a laborar en las instancias reguladoras. Ya han sucedido casos en que se capacita personal en el extranjero, pero que poco tiempo después de regresar pasan a laborar a entidades privados.

podrían ser manipulados, como aparentemente ocurrió previo a algunos de los procesos de intervención judicial que se suscitaron en 1997. Además, la emisión de estos hechos no afectan en nada (salvo en casos extremos) las cotizaciones del mercado, lo cual evidencia su falta de utilidad.

Aspectos como los anteriores no son convenientes para un transparente funcionamiento del mercado, donde se deben recibir rendimientos acordes con los riesgos asumidos, lo cual debe ser corregido por la SUGEVAL con las nuevas reglamentaciones y su aplicación y seguimiento. En general, deben existir sanciones fuertes ante el incumplimiento de algunos de los aspectos de información pública y relevante.

Lo anterior desemboca en un problema que no ha sido resuelto, y es el tema de la publicidad de la información. Por ejemplo al observar la información existente en los mercados desarrollados, resulta ridículo el acceso a información que existe en el mercado costarricense. Sin embargo, esto también muy relacionado con el tema de la educación de la población, lo cual es un aspecto medular para que los inversionistas exijan mayores y mejores niveles de información.

### **5.7. Educación**

En los últimos años la educación del público ha sido un aspecto abandonado por los participantes, obviando el gran obstáculo que es para el desarrollo del mercado de valores, siendo retomado recientemente como un medio fundamental lo cual queda plasmado en el programa de la BNV.

El acceso a la información y la educación son dos elementos medulares para el desarrollo del mercado. Además son dos aspectos muy relacionados. Si no hay educación del mercado, no se va a exigir información. Por ejemplo, en este punto son importantes los fondos de pensión y la posibilidad real de decidir donde invertir sus aportaciones, pues exigen a la población a conocer que sucede en sistema financiero, y puede ser un gran paso para educar.

Por otra parte, el problema de la educación bursátil y en general financiera, requerirá de políticas más agresivas por parte de la SUGEVAL (así como de las otras superintendencias en cada uno de sus segmentos del mercado) y los puestos de bolsa (así como de los distintos participantes no mencionados), dando charlas y emitiendo boletines para ir inculcando en las nuevas generaciones una "cultura financiera" más amplia, y por tanto, se vaya

eliminando esa tendencia al "estatismo proteccionista". Evidentemente esto no será un fruto que se recogerá de la noche a la mañana, por lo cual es urgente empezar lo antes posible.

### **5.8. Clasificaciones de riesgo**

Las clasificadoras de riesgo son importantes como mecanismo de autorregulación del mercado, además de ser un medio adicional de información. No obstante, este posee un buen número de problemas.

Las metodologías utilizadas en el proceso de elaboración de las calificaciones no son de conocimiento público, por lo cual no queda claro qué parámetros se utilizan para llegar a determinada clasificación. No obstante, hasta dónde hacer público el procedimiento de clasificación resulta bastante polémico; pero al menos la SUGEVAL debe garantizar una regulación estricta de cómo se realizan las clasificaciones, visitando constantemente las empresas y verificando que los procedimientos asignados sean correctos, lo cual no lo hace el regulador. Conforme el mercado evolucione sería el mercado el que premiaría a que lo hace bien y castigaría al que lo hace mal.<sup>1</sup> Pero mientras tanto el SUGEVAL debe ser agresiva en el control de cómo llevan a cabo sus actividades.

Por otra parte, la clasificación de las emisiones de los intermediarios financieros va en camino y ello es correcto. No obstante es necesario que esta se extienda a todas las emisiones e intermediarios, como mecanismo adicional de información, pero ello requiere solución del problema anterior.

### **5.9. Reforma tributaria**

Las reformas propuestas por la BNV van en el sentido correcto. Estas se orientan, por un lado, hacia la eliminación del incentivo al endeudamiento con lo cual se buscaría estimular la capitalización de las empresas. Esto no implica que se establezcan incentivos, sino el avanzarse hacia un sistema tributario neutral. Por otro lado, se elimina la doble imposición al existir impuestos a los dividendos y las ganancias, gravando con el impuesto sobre la renta tanto a la empresa como a los socios, por el mismo flujo de recursos.

---

<sup>1</sup> La falta de confianza en las calificaciones se puede reflejar en que muchos puestos de bolsa realizan las suyas propias, y no toman en cuenta las realizadas por las empresas especializadas en esa actividad.

Sin embargo, a lo anterior debe agregarse la supresión del impuesto del 8% sobre los títulos valores.

#### **5.10. Emisiones y respaldo**

En el área de captación de recursos es urgente realizar algunas modificaciones. Las empresas no financieras al emitir bonos no ofrecen ninguna garantía, lo cual sí lo hacen ante la solicitud de préstamos, poniendo en desventaja a quien compra sus títulos. Esto puede solucionarse de dos maneras. Podría extenderse un eventual seguro sobre los depósitos a las emisiones de deuda o crearse algún tipo de fondo de garantía.

#### **5.11. Regionalización**

Cada país de la región centroamericana por sí solo posee un mercado muy pequeño, de manera que los flujos de capital podrían ser mayores a través de una integración regional. Por tanto, esto va exigir avanzar hacia una integración de los mercados financieros, como ya ha venido conversando.

Esto va requerir de una serie de aspectos. Por una lado, para un libre flujo de valores en la región, se requiere de una estandarización de las leyes y requisitos de participación. Esto debe ser acompañado del uso de los estándares internacionales y el desarrollo de los inversionistas institucionales. Esto permitiría que un título sea negociado libremente en cualquier país de la región sin necesidad de requisitos adicionales.

La existencia de una clasificadora regional es un paso muy importante para el desarrollo del mercado de la región, pues funcionará como medio de

autorregulación y de acceso a información adicional. Sin embargo, el avance de la integración en la región debe estar apuntalado en un énfasis en la educación y el acceso de la información.

### **6. CONCLUSIONES**

Si bien las reformas a la ley del mercado de valores son un avance hacia un mercado más desarrollado, aún falta mucho por hacer para alcanzar el objetivo deseado. De esto se dio cuenta la Bolsa Nacional de Valores, por lo cual ha implementado políticas dirigidas a fomentar y acelerar el desarrollo de ese mercado.

Sin embargo resultan claros dos aspectos. Primero, que debe avanzarse hacia una mejor educación financiera de la población. Esto genera por un lado un mejor conocimiento del sistema financiero, sus actividades y productos, lo cual desemboca en una mayor participación de las personas en el mercado, con el consecuencia efecto. Además, esto hace que los inversionistas sean más exigentes pues se hacen más sofisticados y exigen más y mejor información.

Segundo, es importante que se deje de pensar en Costa Rica como un territorio aislado y empezar a proyectarse en la región, pues internamente el país es muy pequeño para pretender un desarrollo acelerado del mercado de valores. Igual situación existe en el resto de países de Centroamérica. Esto va a requerir una apertura cada vez mayor del sistema financiero, así como mayores alianzas de los participantes costarricenses con otras entidades de América Central y el Caribe. Esto ya dio inicio, pero deberá acelerarse en los años por venir.

---