

# Memoria Institucional 2016

---



**SUGGEVAL**

*Superintendencia General de Valores*

## Miembros del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif)

<b>Presidente</b>	Luis Carlos Delgado Murillo
<b>Directores</b>	Olivier Castro Pérez, Presidente del Banco Central de Costa Rica Helio Fallas Venegas, Ministro de Hacienda Alfonso Guzmán Chaves Ana Rodríguez Aguilera Paul Bornemisza Paschka (hasta diciembre del 2016) Jorge Barboza Lépiz (a partir de enero del 2017) Laura Suárez Zamora
<b>Auditor Interno</b>	Rodolfo Piña Contreras

### Funcionarios responsables de área de la Sugeval

Superintendente	Carlos Arias Poveda
Intendente	Isaac Castro Esquivel
Director de Supervisión de Fondos de Inversión y Emisores	Rodrigo Segura Cano
Directora de Supervisión de Mercados e Intermediarios	Karla Arias Hernández
Director de Asesoría Jurídica	Luis González Aguilar
Directora de Oferta Pública	Patricia Mata Solís
Encargadas Departamento de Información y Comunicación	Alejandra Mora Díaz Marta Sánchez Robles
Director de Tecnologías de Información para Sugeval	Carlos Rivas Guillén
Jefe Administrativo	Jorge Rivera Córdoba

## Tabla de contenido

<b>Presentación</b> .....	- 3 -
<b>I. Introducción</b> .....	- 4 -
<b>II. Filosofía de la Institución y estructura funcional</b> .....	- 5 -
<b>III. Organización y funcionamiento</b> .....	- 5 -
<b>IV. Logros del periodo</b> .....	- 7 -
1. Regulación.....	- 7 -
2. Autorización y registro .....	- 10 -
3. Supervisión.....	- 10 -
<b>V. Proyección institucional</b> .....	- 13 -
1. Información de los productos y participantes del mercado de valores .....	- 13 -
2. Educación financiera.....	- 14 -
<b>VI. Desarrollo Institucional.</b> .....	- 15 -
1. Plan Operativo Institucional (POI).....	- 15 -
3. Control Interno .....	- 19 -
4. Gestión de riesgos: Sistema Específico de Valoración de Riesgo Institucional (SEVRI) .....	- 19 -
<b>VII. Situación general de los mercados</b> .....	- 21 -
<b>VIII. Retos y perspectivas futuras</b> .....	- 34 -

## Presentación

La Superintendencia General de Valores (Sugeval) presenta su informe anual de labores para el año 2016, el cual resume los logros alcanzados en materia de regulación, supervisión y autorización del mercado de valores.

También se informa sobre las mejoras en materia de proyección institucional y difusión de la información, así como de la ejecución del presupuesto y de otros aspectos de monitoreo y seguimiento relacionados con control interno y la administración del riesgo operativo.

La situación del mercado de valores se analiza a la luz de la coyuntura económica nacional e internacional del país para ese periodo.

Finalmente, en atención a los resultados de nuestra labor presentamos los retos que nos ocuparán en el año 2017.

**Carlos Arias Poveda**  
**Superintendente**

## I. Introducción

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) es el máximo órgano directivo de la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores, la Superintendencia General de Seguros y la Superintendencia de Pensiones. Su misión es velar por la estabilidad, la solidez, y el eficiente funcionamiento del sistema financiero.

El Conassif está integrado por cinco miembros independientes del sistema financiero y la función pública, el Ministro de Hacienda o, en su ausencia, un Viceministro de esa cartera y el Presidente del Banco Central de Costa Rica o el Gerente. Para conocer asuntos relacionados con el sector de pensiones, el Ministro o Viceministro de Hacienda es sustituido por el Ministro de Trabajo o su representante. Además, se adiciona un representante de la Asamblea de Trabajadores del Banco Popular y de Desarrollo Comunal, nombrado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica. Los miembros independientes son designados por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, por cargos de cinco años y pueden ser reelegidos por una sola vez. De entre ellos y por períodos de dos años el Conassif elige a su presidente pudiendo ser reelegido. Los superintendentes asisten a las sesiones del Conassif con voz pero sin voto.

De acuerdo al artículo 171 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (N°7732), al Conassif le corresponde atender diversas funciones, como lo son: i) nombrar y remover a superintendentes, intendentes y al auditor interno; ii) aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que, conforme a la ley, deben ejecutar las superintendencias; iii) ordenar la suspensión de las operaciones y la intervención de los sujetos regulados por las superintendencias, además, decretar la intervención y solicitar la liquidación ante las autoridades competentes; iv) conocer y resolver en apelación los recursos interpuestos contra las resoluciones dictadas por las superintendencias; v) aprobar las normas generales de organización de las superintendencias y la auditoría interna; y vi) aprobar el plan anual operativo, los presupuestos, sus modificaciones y la liquidación presupuestaria de las superintendencias.

Finalmente, en el ejercicio de sus funciones el Conassif se basa en los siguientes objetivos institucionales; i) establecer la regulación y supervisión que coadyuve a la estabilidad y solvencia del sistema financiero; ii) velar por los intereses de los consumidores de servicios y productos financieros; iii) velar por el eficiente, transparente e íntegro funcionamiento de los mercados financieros y iv) promover la mejora continua mediante la integración y homogenización de procesos basados en altos estándares tecnológicos.

## II. Filosofía de la Institución y estructura funcional

La Ley Reguladora del Mercado de Valores establece el objetivo general de la Superintendencia en su artículo 3:

***“Velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines”.***

El Plan Estratégico 2014-2017 define la filosofía institucional así como la orientación estratégica de la Sugeval en las labores que desempeña, de conformidad con los siguientes objetivos estratégicos planteados:

1. Contribuir al fortalecimiento y confianza del mercado de valores costarricense, mediante el mejoramiento continuo y sostenido de los procesos de regulación, autorización, supervisión y cumplimiento en términos de calidad, eficiencia y eficacia.
2. Adoptar un enfoque de Supervisión Basada en Riesgos (SBR) con el fin de priorizar la asignación de recursos en el proceso de supervisión para lograr una mejor gestión de los riesgos de las entidades reguladas, productos y mercados.
3. Racionalizar la elaboración de la normativa para adaptarla a las necesidades locales y a las mejores prácticas y principios internacionales.
4. Mejorar integralmente el mecanismo de captura y difusión de la información relevante y oportuna para la toma de decisiones de los distintos públicos que atiende la Institución.
5. Promover la cultura financiera y el conocimiento del mercado de valores en Costa Rica por medio de programas de educación dirigidos a distintos segmentos meta y al público en general.
6. Fortalecer la cultura de rendición de cuentas a lo interno y externo de la Institución y diseñar mecanismos que promuevan la transparencia, visibilizando la ejecución y avance del plan estratégico y proyectos institucionales a los públicos interesados.
7. Promover la comunicación asertiva, el trabajo en equipo y las capacidades de liderazgo efectivo con el fin de optimizar el clima organizacional.
8. Fortalecer la gestión de los procesos de tecnología de la información para garantizar la entrega de servicios alineados con los objetivos estratégicos de la Institución.

## III. Organización y funcionamiento

La Sugeval cuenta con las siguientes áreas de acción para atender la misión encomendada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores y para la consecución de sus objetivos estratégicos:

**Regulación:** Comprende la elaboración de la normativa que regula el mercado de valores. Esta labor es compartida por las diversas áreas de trabajo de la Institución.

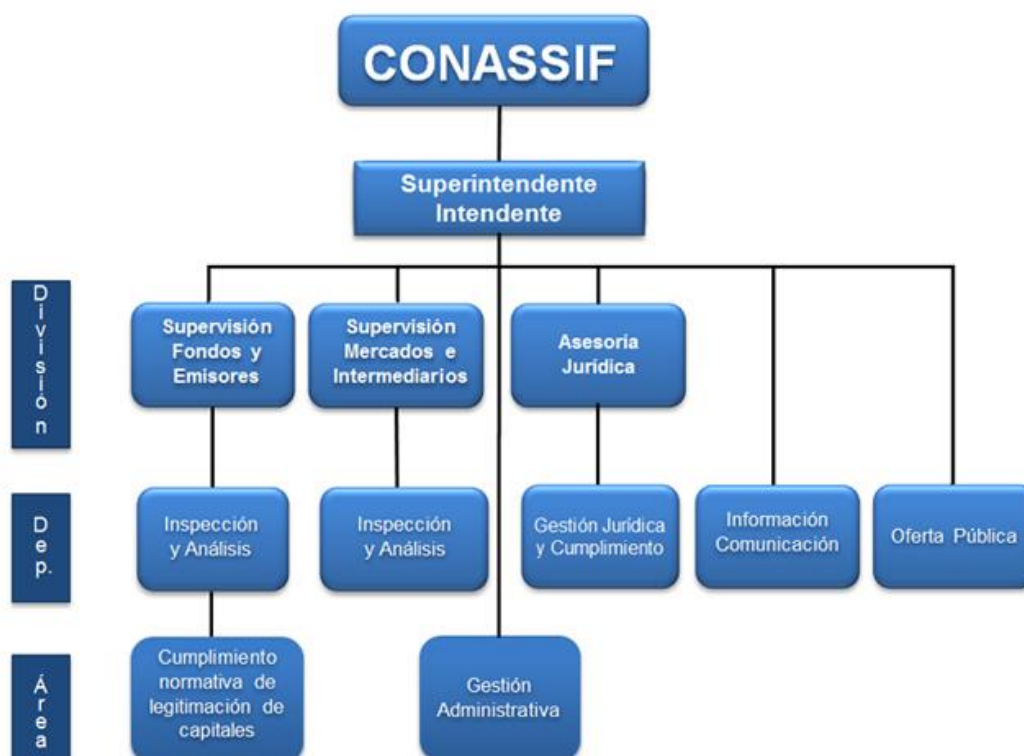
**Autorización:** Contempla el trámite de autorización de la oferta pública de valores y de los participantes y productos del mercado de valores, labores que son responsabilidad del Departamento de Oferta Pública.

**Supervisión y fiscalización:** Se refiere a la supervisión in-situ y extra-situ que se ejerce sobre los regulados en el cumplimiento de la normativa emitida. Estas funciones son responsabilidad de la División de Supervisión de Mercados e Intermediarios y de la División de Supervisión de Fondos de Inversión y Emisores.

**Instrucción e imposición de sanciones:** Contempla todo lo relativo al trámite de denuncias y procedimientos administrativos que debe atender la Sugeval por posibles incumplimientos a la regulación establecida. Las funciones en esta materia son responsabilidad del Departamento de Gestión Jurídica y Cumplimiento de la División de Asesoría Jurídica, en coordinación con la División de Supervisión de Mercados e Intermediarios y la División de Supervisión de Fondos de Inversión y Emisores.

**Actividades de Apoyo:** Se refiere a una serie de acciones que facilitan el quehacer institucional en el ámbito administrativo, de tecnología de información y en materia de gestión de la información y comunicación, las cuales son responsabilidad del Área Administrativa, el Departamento de Información y Comunicación de la Superintendencia y del Departamento de Servicios Tecnológicos para Sugeval adscrito a la División de Servicios Tecnológicos del Banco Central de Costa Rica.

Seguidamente se presenta el organigrama institucional:



## **IV. Logros del periodo.**

Para el cumplimiento de los objetivos estratégicos planteados en el Plan Estratégico 2014-2017, a continuación se esbozan las acciones ejecutadas en sus principales ejes de gestión: regulación, autorización y registro y supervisión.

### **1. Regulación**

#### **Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias**

En el mes de junio de 2016 se emitió el Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias, cuyo objetivo es promover los elementos necesarios para que el inversionista pueda acceder a servicios de intermediación de valores que respondan a niveles de diversificación y riesgo acordes con sus necesidades de inversión. Asimismo, busca facilitar la apertura de los mercados internacionales y la oferta privada para los intermediarios regulados, subsistiendo siempre la responsabilidad de éste de llevar a cabo procesos de debida diligencia con respecto al riesgo de las transacciones y de la relación de servicio. De igual manera se refuerzan los requisitos relativos al control interno y a la gestión de riesgos, bajo una estructura flexible de modo que el requisito se ajuste al volumen y complejidad de las actividades desarrolladas por el intermediario.

En suma, el nuevo reglamento establece los principios que van a supervisarse y que deberán ser desarrollados por los intermediarios en códigos de conducta y en políticas internas que enmarquen su actuación.

#### **Reglamento de Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión**

En Costa Rica en los últimos años se ha presentado una marcada preocupación por la falta de desarrollo en temas de infraestructura, especialmente en lo que respecta a obra pública. En razón de lo anterior, se ha buscado fuentes alternas de financiamiento que permitan una mayor cobertura de esta necesidad y, es por ello, que la opción de recurrir al mercado de valores se ha visualizado en forma positiva, como un mecanismo que permita canalizar recursos hacia ese tipo de inversión

En esta dirección, en materia del Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, durante el año 2016 se realizó la modificación del Título V “Fondos de inversión de desarrollo inmobiliario” para que en adelante se lea Fondos de Inversión de Desarrollo de Proyectos. Esta reforma atiende uno de los objetivos que fuera considerado en el marco conceptual de reformas reglamentarias en materia de fondos de inversión que fue aprobado por el Conassif a finales del 2015, específicamente el facilitar el diseño e innovación de los fondos que permita atender las diversas necesidades de los inversionistas;

Los Fondos de Inversión de Desarrollo de Proyectos tienen como objetivo primordial la inversión en proyectos en distintas fases de diseño, desarrollo o equipamiento, para su conclusión y venta, o explotación según se defina en el prospecto; el cual debe contener todos los elementos de revelación para que el público inversionista no sólo conozca los



riesgos generales de esta figura sino que, a la vez, le permita conocer y valorar el proyecto específico que se le propone.

Así, los Fondos de Inversión de Desarrollo de Proyectos permiten a la industria de fondos de inversión ofrecer nuevos productos al inversionista, para que éstos puedan acceder a nuevas alternativas de inversión, y a la vez, será posible para las instituciones públicas y sector empresarial contar con un vehículo de propósito especial adicional para estimular el financiamiento de proyectos de infraestructura, lo cual complementa los esfuerzos que ya fueron realizados con el Reglamento sobre financiamiento de proyectos de infraestructura.

La propuesta modifica la regulación anterior sobre los fondos de inversión de desarrollo inmobiliario, para habilitar a los fondos de inversión como un vehículo de financiamiento de proyectos, donde el fondo no es propietario del bien o activo como requisito indispensable, sino que el desarrollo del proyecto se encuentra sustentado en la existencia de contratos con la Administración Pública o sujetos privados y, que sobre el bien o activo a desarrollar, únicamente posea derechos intangibles como la modalidad de usufructo u otra forma de explotación de terrenos o activos estatales o privados. Anteriormente, solo se permite la incorporación de derechos reales sobre cosa ajena, como derechos de usufructo en dichos fondos, únicamente como activos accesorios y no como principales. Este cambio brinda mayor espacio a las entidades financieras, la Administración Pública y sujetos privados a la innovación y las posibilidades de estructuración de diversos proyectos, a cambio de revelación y transparencia.

La modificación al Título V del Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión fue publicada en el Alcance Digital No. 122 del 15 de julio del 2016. Para la efectiva implementación de las modificaciones que se introdujeron al Título V del Reglamento, también se realizaron otras reformas puntuales a los acuerdos “SGV-A-61 Acuerdo sobre Hechos Relevantes”, “SGV-A-75 Suministro de información periódica” y “SGV-A-170 Disposiciones operativas de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión”, y se derogó el “SGV-A-150 Guía para la elaboración de la agenda de proyectos para fondos de desarrollo inmobiliario”.

## **Reglamento sobre Gobierno Corporativo**

El Conassif, mediante artículos 7 y 11 de las actas de las sesiones 1222-2016 y 1223-2016, celebradas el 11 y 18 de enero del 2016 respectivamente, dispuso remitir en consulta la propuesta de reforma integral del Reglamento sobre gobierno corporativo, a las entidades supervisadas por Sugef, Sugeval, Supen y Sugese, que fuera elaborado en el periodo anterior por un equipo interdisciplinario de las Superintendencias del sector.

El nuevo reglamento pretende incentivar en las entidades reguladas y en los emisores no financieros, el ejercicio de sanas prácticas de gobierno corporativo, que contribuyan a mejorar la gestión de la entidad, así como la identificación y gestión de los riesgos relevantes. La existencia de un gobierno corporativo sólido y efectivo constituye un elemento crítico para el buen funcionamiento de las entidades reguladas y el sector financiero como un todo. Contrario sensu, un gobierno corporativo débil en las entidades, principalmente en aquellas de mayor tamaño, puede transmitir esas debilidades a todo el sector y a la economía del país en general.

El Conassif aprobó esta norma en los artículos 5 y 7 de las actas de las sesiones 1294-2016 y 1295-2016, celebradas el 8 de noviembre del 2016.

En este Reglamento se desarrollan principios que han sido diseñados como mejores prácticas internacionales, incluyendo: el órgano de gobierno, su designación, composición, perfil y responsabilidades; La alta dirección; tolerancia al riesgo; gestión de riesgos; control de riesgo; conflicto de intereses; Comités; compensación de los empleados; transparencia; responsabilidad; derechos de los propietarios; entre otros; y de esta forma cubrir plenamente los diversos aspectos de la gestión adecuada de las instituciones financieras supervisadas, de conformidad y cumplimiento de las directrices emitidas por organizaciones internacionales, como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Comité de Basilea y los principales principios y directrices de otras organizaciones internacionales consultadas.

En el desarrollo de esta propuesta reglamentaria, también se reconoció que el mercado financiero costarricense se caracteriza por una amplia gama de entidades cuyo desempeño impacta, de forma diferente, la estabilidad del Sistema Financiero y a los sujetos que consumen sus productos, por lo que, en el tema de gobierno corporativo, se hace necesario un reglamento que sea sensible a esas diferencias y no constituya un obstáculo al desarrollo y eficiente funcionamiento del mercado. Por tanto, este reglamento establece expresamente que el diseño, la implementación y la evaluación del gobierno corporativo deben tener en cuenta los atributos particulares de cada entidad, incluyendo el tipo, tamaño, estructura de propiedad y naturaleza jurídica; sus operaciones, estrategia corporativa, perfil de riesgo e impacto potencial de sus operaciones en terceros; lo que constituye una norma innovadora en el ámbito de supervisión habitualmente observado en nuestro país.

## **Normativa para el cumplimiento de la Ley 8204.**

En el 2016 se trabajó en conjunto con las demás Superintendencias en concluir el proceso de modificación de la *Normativa para el cumplimiento de la Ley 8204*, la cual ajusta la normativa de atención del sector financiero costarricense en materia de prevención de Legitimación de Capitales y Financiamiento al Terrorismo, para incorporar el enfoque de supervisión basada en riesgos establecido en la Recomendación 1 de las 40 Recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI); también se buscó atender las observaciones señaladas en el Informe de Evaluación Mutua de Costa Rica del Grupo de Acción Financiera de Latinoamérica (GAFILAT) ajustando la normativa prudencial a lo establecido por las 40 Recomendaciones y sus Notas Interpretativas del GAFI; así como cumplir con los objetivos específicos asignados a Conassif y las Superintendencias en la “Estrategia Nacional de Lucha contra la Legitimación de Capitales y el Financiamiento al Terrorismo” (Decreto Ejecutivo No. 39929-MP). La reforma constituye uno de los esfuerzos que a nivel país deben realizar los diversos sectores e instituciones en la generación de nuevas regulaciones y controles para fortalecer la supervisión y la integridad del Sistema Financiero.

Esta normativa fue aprobada por el Conassif en los artículos 12 y 5 de las actas de las sesiones 1268-2016 y 1269-2016, celebradas el 26 de julio del 2016.

## **2. Autorización y registro**

El 2016 permitió al equipo de Oferta Pública aplicar la normativa sobre financiamiento de proyectos en un primer caso relacionado con el financiamiento de un proyecto residencial de 1592 viviendas (Infinito Versol, S.A.) y además, probar las mejoras realizadas al proceso de autorización de nuevos emisores. Tanto en este caso como en otros casos autorizados de titularización y de emisores corporativos, se determinó que la optimización realizada permite dar una respuesta más eficiente por parte de la Superintendencia atendiendo de igual forma los objetivos regulatorios que rigen la autorización de la oferta pública.

## **3. Supervisión**

La Sugeval cuenta con dos divisiones que atienden las labores de supervisión de los participantes del mercado de valores: i) División de Supervisión de Fondos de Inversión y Emisores y ii) División de Supervisión de Mercados e Intermediarios. Las tareas que se llevan a cabo en esta materia se realizan tanto a distancia como “in situ”.

En el ámbito de la supervisión en el sitio las inspecciones que lleva a cabo la Sugeval pueden ser de rutina, especiales y de seguimiento. Según sea el caso, las visitas tienen distintos objetivos, tales como la valoración de la gestión de riesgos y control interno de las entidades, la verificación del cumplimiento de la normativa del mercado de valores, el seguimiento de los planes de acción propuestos por las entidades fiscalizadas consecuencia de informes anteriores y, la revisión de aspectos puntuales para atender denuncias o situaciones particulares.

Respecto a las labores de supervisión a distancia, el objetivo ha sido dar seguimiento a la información periódica que remiten los participantes por medios electrónicos, para lo cual se llevan a cabo procesos de validación automática que generen alarmas de alerta temprana sobre exposiciones que asumen los participantes, productos o mercados específicos; asimismo se elaboran análisis técnicos y se remiten al Conassif sobre la evolución del mercado de valores y sus interrelaciones con el resto del sistema financiero, así como informes a las entidades del mercado de valores con recomendaciones y observaciones específicas sobre su situación financiera o conductas observadas. Además, a partir de la información recibida de los participantes, se elaboran y publican una serie de estadísticas relevantes para los distintos públicos interesados.

Para la definición de la programación de visitas de inspección del 2016, se consideró conveniente continuar con el esquema de trabajo mediante el cual la División de Supervisión de Mercados e Intermediarios y la División de Supervisión de Fondos de Inversión y Emisores, coordinan las labores de supervisión "in situ" a cargo de las Áreas de Inspección, a través de la implementación de procedimientos que procuren la comunicación y la retroalimentación efectiva entre las Divisiones sobre temas comunes en los regulados a cargo de cada División, de forma que pueda implementarse un enfoque de supervisión transversal sobre estos temas.

Para la selección de las visitas se utilizó como base la calificación de riesgo elaborado por cada una de las Divisiones.

Al respecto, durante el 2016 se efectuaron inspecciones "in situ" a dos puestos de bolsa, para revisar el gobierno corporativo y la gestión de riesgos, y a seis sociedades administradores de fondos inversión, para dar monitoreo a las áreas, procesos y productos significativos identificados para cada entidad.

En cuanto a las labores de supervisión en materia de legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo, en el 2016 se participó en conjunto con el Instituto Costarricense sobre Drogas (ICD), el Conassif y las otras superintendencias, en las actividades relacionadas con la "Estrategia Nacional de Lucha contra la LA/FT 2015". Además, se llevaron a cabo labores de monitoreo a distancia, se dio atención a las consultas por los participaciones del mercado y se realizaron catorce visitas de inspección "in situ", para verificar lo dispuesto en la normativa para el cumplimiento de la Ley 8204 y su Decreto Ejecutivo.

En relación con las entidades de infraestructura del mercado y otro tipo de participantes, se realizaron cuatro visitas de inspección para evaluar el servicio de custodia y una visita al organizador del mercado (Bolsa Nacional de Valores), con el fin de revisar la gestión de riesgos. Adicionalmente, se realizó una visita de inspección a una sociedad calificadora de riesgo con el objetivo de verificar el cumplimiento de la metodología inscrita.

Finalmente, se realizó una inspección "in situ" en conjunto a un grupo financiero, en la cual se revisaron temas específicos en cada una de las entidades (puesto de bolsa y sociedad administradora). En el caso del puesto de bolsa se revisaron las actividades de asesoría, gestión de órdenes, asignación y derivación de contratos y custodia y liquidación de valores. En lo que respecta a la sociedad administradora, se evaluaron las prácticas de gestión de fondos (mercado de dinero, fondos financieros de largo plazo y fondos inmobiliarios).

## **Desarrollo de nuevas herramientas de supervisión en materia de Legitimación de Capitales**

En atención a las funciones de supervisión y fiscalización basadas en riesgo que desarrolla la Sugeval, se aplicó durante el 2016, sobre los diferentes tipos de entidades reguladas, la Metodología de Calificación de Riesgos relacionada con el tema de legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo (ALA/CFT) de la Sugeval, concluida a finales del 2015.

La aplicación de esta metodología ALA/CFT permitió identificar las actividades significativas del flujo de negocio de los sujetos obligados (principalmente intermediarios de valores y administradores de fondos de inversión); determinar los riesgos inherentes y las funciones de control; identificar los eventos de riesgo relacionados; e identificar aquellos sujetos obligados en los que, por el resultado, es necesario destinar mayores recursos de supervisión.

Para la valoración de los componentes se requirió la participación de un equipo de colaboradores de las dos divisiones de supervisión de la Superintendencia, que analizaron, revisaron y discutieron la información disponible del conocimiento del negocio de las entidades, ya fueran planes estratégicos, su estructura de gobierno corporativo y gestión de riesgos, información financiera y de mercado, que permitiera formar un criterio informado de las actividades, riesgos y controles de la entidad.

Como resultado, en el 2016 la Sugeval concluyó el desarrollo de una herramienta para valorar los riesgos de LA/FT de las actividades significativas que están presentes en el negocio de los sujetos obligados en el mercado de valores (intermediarios de valores y administradores de fondos de inversión), abarcando a los clientes; los productos y servicios; las áreas geográficas; los canales de distribución y las relaciones de negocios. Los controles que se valoraron, basados en riesgo, abarcan temas como la Alta Gerencia, Junta Directiva, gestión operativa, financiera y de riesgos, entre otros.

El análisis de esta información permitió desarrollar los procedimientos de supervisión basada en riesgo y la elaboración de una Guía de Inspección con enfoque basado en riesgo, que en la totalidad de los temas abarcados cuentan con diferentes pruebas que se seleccionan por tema, según el enfoque de la revisión, el riesgo de la entidad y sus características particulares.

## **Gestión Jurídica y Cumplimiento**

Durante el año 2016, la División de Asesoría Jurídica de Sugeval atendió en tiempo las consultas y solicitudes de criterio tanto externas como internas que fueron planteadas. Asimismo, se tramitaron trece procedimientos administrativos sancionatorios en contra de entidades reguladas, se brindó apoyo legal a las áreas técnicas en la elaboración de los proyectos de elaboración de normativa y se tuvo una participación activa en procesos judiciales con resultados favorables para la institución.

Cabe destacar que este año, en particular, estuvo marcado por la revisión y remozamiento de los procesos internos a cargo de la División de Asesoría Jurídica.

Específicamente, se propuso como meta principal para el planeamiento estratégico, la optimización de los procesos de Cumplimiento. Esto implicó una revisión de los lineamientos generales y procesos de flujos de trabajo. Producto de esta revisión, se generaron cambios y propuestas en aras de alcanzar una mayor eficiencia y eficacia en la tramitación de los asuntos. En los procedimientos sancionatorios, se emitió la Circular SGV-C-56, de fecha 8 de enero del 2016, mediante la cual se instruye la grabación de las audiencias orales y privadas sin la respectiva transcripción literal, lo que implica una reducción en los tiempos de atención. Como respaldo, las partes podrán contar con una copia de la grabación y, para efectos de garantizar su seguridad, se trabajó en un protocolo que establece puntualmente la forma en que se llevarán a cabo las mencionadas grabaciones y sus respectivos respaldos. De igual forma, se trabajó en una guía para la interposición de las denuncias, de modo que los denunciantes encuentren una manera más clara y expedita de plantear sus casos ante la Sugeval.

Finalmente, en lo que respecta a la atención de posibles casos de oferta pública no autorizada y ofrecimiento fraudulento de inversiones, se trabajó en una propuesta de lineamientos generales que regirán la atención de este tipo de asuntos; éstos entraron en vigencia el pasado 18 de enero del 2017, por medio de la Circular SGV-C-66.

## V. Proyección institucional

### 1. Información de los productos y participantes del mercado de valores

Durante el año 2016, se han realizado una serie de mejoras en los servicios de información, por parte de las diferentes áreas que conforman la Sugeval, a continuación se detallan:

#### **Publicación carteras financieras web**

En el período 2016, como parte del proyecto estratégico institucional de Optimización de Requerimientos y Difusión de Información, se publicaron las carteras financieras de los fondos de inversión en el sitio web de la Superintendencia. Mediante una serie de actividades, como coordinación con grupos focales y encuestas, se recibió retroalimentación para poder ofrecer los datos disponibles respondiendo a las necesidades de información de los diferentes usuarios.

Este proyecto constituyó una de las actividades que la Sugeval estableció como parte de su Plan de Mejora Regulatoria. Algunos de los principales logros obtenidos son el acceso a la información de forma amigable y con facilidad mediante un vínculo en el sitio web institucional; la visualización a través de diferentes formatos de presentación que da mayor posibilidad para que diferentes segmentos de inversionistas conozcan la información sobre los emisores, instrumentos, valor de registro, plazos y sectores de las inversiones de los fondos; se facilita la comparabilidad y el análisis entre los fondos de inversión; se disminuyeron los costos de procesamiento, tanto por el usuario final como por el personal de Sugeval; y se brinda mayor transparencia y oportunidad que facilitan la toma de decisiones de inversión. La cantidad de consultas que se atienden luego de la implementación de esta herramienta, demuestra que no solo se logró atender la

demanda de información que se observa, sino que también se permitió atender diferentes necesidades de información de nuevos públicos.

### **Estados financieros de emisores**

La revelación de la información suficiente, oportuna y confiable sobre la situación financiera, legal y de operaciones de los emisores constituye un elemento importante a considerar por el mercado al tomar decisiones de inversión. La capacidad de acceder a información en forma oportuna, simple y comparable implica para nuestro un mercado de valores un reto dado la diversidad de empresas emisoras de valores. Dado lo anterior, a mediados del año 2015 se inició un proceso conjunto entre la Superintendencia, la Cámara de Emisores de Títulos Valores de Costa Rica y las entidades mismas, con el objeto de actualizar los catálogos de los estados financieros, labor que concluyó de manera satisfactoria durante el primer trimestre del año 2016. Se crearon tres tipos de catálogos para el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados Integrales, en atención a las características de los emisores del sector no financiero: emisores que aplican NIIF, emisores que aplican NICSP y los fideicomisos emisores y de titularización que aplican NIIF. Los nuevos catálogos entraron a regir para el primer trimestre del año 2016.

### **Saldos de emisiones vigentes y tenencia de las emisiones registradas en sistemas de anotación en cuenta.**

Se han diseñado dos nuevos reportes, a saber, el saldo de las emisiones vigentes y el informe de tenencia de las emisiones registradas en el Sistema de Anotación en Cuenta (SAC) e Intercler. Estos reportes brindan información relevante al mercado sobre las emisiones estandarizadas e individuales, y de igual manera le brindan al emisor información que le permitirá identificar las preferencias de plazo e instrumento de los inversionistas. Adicionalmente, los inversionistas y el público en general tendrán acceso a información que les permitirá evaluar, de una mejor manera, sus opciones de inversión en función de riesgo y plazo.

## **2. Educación financiera**

Como parte del esfuerzo continuo de dotar a los ciudadanos de herramientas para mejorar sus conocimientos en materia de educación financiera, durante el 2016 la Superintendencia realizó las siguientes actividades:

- Lanzamiento de página en la red social Facebook y desarrollo de campañas educativas con temas variados como: conceptos económicos, del mercado de valores, participantes del mercado, principales productos disponibles, prevención de estafas.
- Diseño y divulgación de material digital tipo “brand voice” sobre prevención de estafas y ahorro e inversión.
- Diseño y divulgación de material tipo “booklet” sobre ¿Qué debo hacer para invertir en el mercado de valores?, ¿Cómo invertir a través de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión?, ¿Cómo invertir en el mercado de valores: Puestos de Bolsa?

**MEMORIA SUGEVAL 2016**

- Campeonato de Inversionistas para colegiales y universitarios. (2200 participantes en el juego y 400 a las charlas orientativas)
- Cursos libres en la Universidad de Costa Rica. (20 estudiantes)
- Jornadas educativas en diferentes regiones del país (200 personas en 7 actividades).
- Presencia en stand de la III Edición de la Feria Universitaria del Ahorro y las Finanzas.
- Participación en el Programa de capacitación sobre el sistema financiero impartido a funcionarios judiciales
- Participación en la Feria Nacional de Educación Financiera (con el apoyo y participación de diferentes entidades financieras y afines).

## **VI. Desarrollo Institucional.**

### **1. Plan Operativo Institucional (POI)**

El Plan Operativo Institucional contempla las metas operativas y estratégicas de cada departamento, en línea con las prioridades institucionales y en apoyo al cumplimiento de la misión establecida por Ley a la Sugeval.

Las secciones que conforman el P.O.I. se desglosan en:

#### **Indicador de la gestión:**

La Superintendencia registró una ejecución presupuestaria del 69.42%. Si bien es cierto el porcentaje de subejecución es representativo, debe considerarse que un componente importante de la sub ejecución presentada durante todo el período corresponde a esfuerzos que la Superintendencia ha realizado en temas de contención del gasto. Si se consideraran las sub ejecuciones que se presentan en las partidas de Remuneraciones dada la cantidad de plazas vacantes existentes en la Institución, así como los recursos sub ejecutados producto de la no aplicación de incremento salarial durante el 2016, la desviación porcentual sería de un 15.46%



### Cuadro N°1

<b>Distribución de ejecución presupuestaria 2016</b>			
<b>Partida</b>	<b>Presupuesto final</b>	<b>Ejecución</b>	<b>%</b>
Remuneraciones	2.866.255.316,05	2.447.044.778,39	85,37%
Servicios	2.395.359.677,84	1.540.262.639,52	64,30%
Materiales y suministros	22.483.739,92	12.097.461,70	53,81%
Bienes duraderos	29.079.989,10	23.684.335,44	81,45%
Transferencias corrientes	91.306.672,93	54.119.419,22	59,27%
Cuentas especiales	468.393.474,49	00,00	00,00%
<b>TOTAL</b>	<b>5.872.878.870,33</b>	<b>4.077.208.634,27</b>	<b>69,42%</b>

#### Indicador de resultados:

Con relación a la meta que la Sugeval mantiene en el Plan Nacional de Desarrollo 2015/2018 “Alberto Cañas Escalante”, que se lee “Aplicación de la supervisión basada en riesgos (SBR) en las entidades”, el Conassif, mediante el artículo 14 del acta de la sesión 1124-2014, celebrada el 6 de setiembre del 2014, aprobó las matrices sectoriales y la ficha de indicador que formarán parte del Plan Nacional de Desarrollo 2015-2018. En dicha matriz, no se estableció meta para la Sugeval en el 2016, por cuanto se encuentra en la etapa relativa al desarrollo del marco metodológico de la Supervisión con Basada en Riesgos.

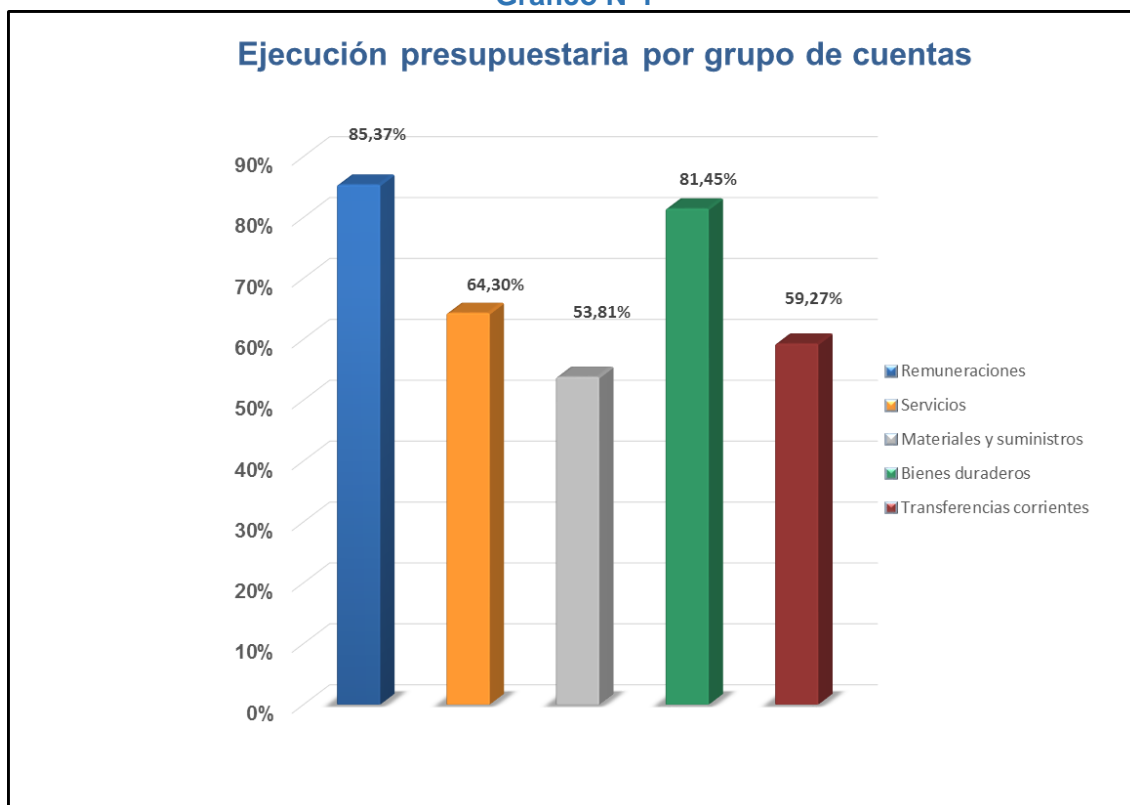
#### Indicadores operativos:

El desempeño de la gestión institucional se mide a través de la utilización de varios indicadores. El primero mide el porcentaje de trabajos planificados en todas las áreas de la Institución, de los cuales para el año 2016 se realizaron un número de 237.37 trabajos, tomando en cuenta la ponderación de los trabajos iniciados pero no completados al final del año, de un total de 270 trabajos inicialmente programados, lo cual arroja un nivel de eficacia de 87.91%. En lo que respecta al indicador del nivel de trabajos realizados, se obtiene que durante el año 2016, fue necesario efectuar un número superior de trabajos (157) a los inicialmente programados, lo cual produjo un indicador con un resultado de 92.35%, porcentaje considerado como excelente de acuerdo con los parámetros de medición.

#### Presupuesto y Ejecución Presupuestaria

Respecto a la ejecución presupuestaria, en forma resumida, seguidamente se presenta el comportamiento por grupo de cuenta:

Gráfico N°1



En el marco de los esfuerzos de contención del gasto decretados para el sector público, en el 2016 se realizó una revisión más detallada de las necesidades, tanto a nivel de formulación de presupuesto 2017 como de ejecución del gasto. En ese contexto, se continuó con la política institucional de adquirir solamente aquellos bienes o servicios realmente necesarios para el cumplimiento de las labores de la institución, procurando un uso más eficiente de los recursos materiales y humanos disponibles.

Estas disposiciones permitieron niveles de sub-ejecución importantes en algunas de las partidas del presupuesto:

### Remuneraciones

Este grupo de cuentas que involucra los salarios y cargas sociales, es la que en términos absolutos presenta una mayor sub ejecución, derivado principalmente de la existencia de plazas vacantes cuyo uso se ha pospuesto en procura de un empleo más eficiente de los recursos humanos existentes y la no aplicación de incremento salarial para el año 2016. Al 31 de diciembre se contaba con 12 plazas vacantes. Un 49,43% del total de sub-ejecución presentada en el 2016 corresponde a los fondos remanentes en la partida de remuneraciones y sumas libres sin asignación presupuestaria. El porcentaje de ejecución al final de período en remuneraciones (considerando la cuenta se sumas libres sin asignación presupuestaria) fue de 73,38%, un 85,37% sin considerar las sumas libres sin asignación presupuestaria.

### Servicios

En este grupo de cuentas, se incluye el alquiler de tres pisos y medio en el Edificio EQUUS en San Pedro, el cual es un contrato en dólares y el pago de los servicios

básicos como agua, luz y teléfono. Aquí también se encuentra una cuenta con el rubro que se cancela al BCCR por los servicios administrativos que ofrece a las diferentes áreas de la Institución. Igualmente, se incluyen aquí las publicaciones, consultorías, transporte y viáticos dentro y fuera del país y pagos de mantenimiento y reparación de las instalaciones y los vehículos oficiales. Debido a los esfuerzos de contención del gasto y sub ejecución de la partida de pago de servicios administrativos al BCCR, esta partida tuvo un nivel de ejecución del 64.30%

### **Materiales y suministros**

Aquí se incluye el pago de combustibles, útiles y materiales de oficina, cómputo y limpieza de las instalaciones. El gasto en combustibles para la flotilla de vehículos oficiales de la Sugeval disminuyó notablemente por la incorporación en un programa de transporte remunerado, modalidad taxi, a funcionarios. En todas las cuentas de este grupo, así como en las demás, la Institución está comprometida con un programa de austeridad y uso eficiente de los recursos. Esto se refleja en que en los últimos años se ha realizado una medición cada vez más depurada de las cuentas que constituyen este grupo.

### **Bienes duraderos**

Este es el grupo de cuentas en el que se incluye el Plan de Inversiones de la Sugeval, básicamente la compra de activos y software requeridos. Esta partida tuvo un nivel de ejecución del 81,45%.

### **Transferencias corrientes**

Por último, en este grupo de cuentas se presupuesta los programas de adiestramiento de funcionarios. También se incluyen los pagos por prestaciones, incapacidades e indemnizaciones por resoluciones judiciales, situaciones eventuales por lo cual la gestión administrativa de la Superintendencia es menor que en los otros grupos. Tuvo un nivel de ejecución de un 59,27%

### **Cuentas especiales**

Esta partida no presenta ejecución considerando que en la cuenta Sumas libres sin asignación presupuestaria fue donde se trasladaron los recursos correspondientes al monto que se había previsto para posibles incrementos salariales. Al no presentarse incremento en el año 2016 los recursos fueron trasladados a esta cuenta.

Los niveles de ejecución históricos del presupuesto de la Superintendencia se presentan a continuación:

**Cuadro N°2**  
**Ejecución presupuestaria**  
**2011-2016**

2012	86,24%
2013	86,61%
2014	84,98%
2015	73,66%
2016	69,42%

### **MEMORIA SUGEVAL 2016**

Como se puede observar en el cuadro anterior, el nivel de ejecución presupuestaria del período 2016 ha sido el menor de los últimos 5 años.

### 3. Control Interno

La implementación del sistema de control interno permite tener una seguridad del cumplimiento de objetivos institucionales. Es por esto y según lo que estipula la Ley General de Control Interno No. 8292 en su artículo 17, que cada año se realiza una autoevaluación del sistema de control interno para cada una de las áreas de Sugeval, esto con el fin de propiciar su perfeccionamiento. Asimismo, que se pueda detectar cualquier desvío que aleje a la organización del cumplimiento de sus objetivos.

En el 2016 se aplicó un cuestionario para realizar la autoevaluación de los componentes del sistema de control interno, a saber: Ambiente de Control, Valoración de Riesgo, Actividades de Control, Sistemas de Información y Seguimiento del Sistema de Control Interno.

Adicionalmente a la evaluación mencionada, cada área toma uno de sus procesos y lo evalúa.

Producto de este ejercicio de autoevaluación, se establecen medidas correctivas para los puntos donde se detectaron oportunidades de mejora, estas medidas se asignan a un responsable y se define un plazo para su ejecución. Cada año, se da seguimiento a las medidas pendientes y se define su grado de avance o bien se registra si ya se terminó y se documenta la manera en que se llevó a cabo.

En el año 2016, las medidas concluidas están relacionadas con documentación, revisión y mejora de procesos de trabajo en la Institución.

Igualmente de la autoevaluación aplicada, las medidas propuestas tienen que ver principalmente con mejoras en el plan de capacitación de la Superintendencia, actualización de procesos y consideración de resultados de la valoración de riesgos en la elaboración del Plan Estratégico.

### 4. Gestión de riesgos: Sistema Específico de Valoración de Riesgo Institucional (SEVRI)

La valoración de riesgos en Sugeval se realiza por medio del SEVRI, que es un proceso que permite identificar, analizar, evaluar, administrar, y comunicar los riesgos institucionales relevantes, según lo establecido en la Ley General de Control Interno N° 8292 y en las Directrices Generales para el Establecimiento y Funcionamiento del Sistema Específico de Valoración del Riesgo Institucional (SEVRI) de la Contraloría General de la República.

El proceso anual de evaluación del riesgo institucional inició en el 2016, en el mes de enero por unidad de negocio y los resultados se recopilan en una matriz de riesgo. Adicionalmente, desde el año anterior y también para el año 2016 se llevó a cabo una revisión de los eventos de riesgo asociados a procesos críticos que gestiona cada unidad de negocio, cada año se escoge un proceso diferente. La valoración determina tanto el nivel de riesgo inherente (exposición antes de controles) como el nivel de riesgo residual (exposición después de controles).

Producto de ello, se identificó un total de 123 eventos de riesgo. De estos eventos, 53 son clasificados como riesgos institucionales, es decir, eventos a los que todas las unidades de negocio de la Superintendencia pueden tener algún nivel de exposición. Los 70 restantes corresponden a eventos relacionados con procesos críticos específicos de las unidades de negocio participantes en la valoración; cada uno de los cuales fue valorado solamente por la unidad encargada del proceso crítico con el que se asocia el evento de riesgo.

Asimismo, los directores y jefes valoraron la eficiencia y eficacia de las medidas de administración de riesgo derivadas de evaluaciones anteriores y cuya implementación fue concluida durante el año 2015.

Producto de estas evaluaciones y de las sugerencias de los directores y jefes, el Despacho aprobó la implementación de nuevas medidas de administración de riesgo en los casos que lo requerían. Durante el año se dio un seguimiento continuo a la implementación de estas medidas de administración, así como a las medidas derivadas de evaluaciones anteriores que se encontraban en proceso de implementación.

Las medidas propuestas están relacionadas con charlas para el personal, capacitación en nuevas herramientas tecnológicas, diseño, mejora y documentación de procesos, entre otras.

En mayo de 2015 se implementó en la Superintendencia el Registro de Incidentes de Riesgo, por medio de una aplicación institucional, proceso que ha incluido un programa de capacitación y motivación a todo el personal. El Registro ha permitido ir creando un histórico de incidentes de riesgo, que ha sido un insumo adicional para la valoración del 2016, y cada vez permitirá generar información que coadyuve con la toma de decisiones para la gestión de riesgo institucional.

## VII. Situación general de los mercados

### Economía nacional

Durante 2016 la economía costarricense registró baja inflación, tasas de interés con moderada tendencia a la baja, una mayor volatilidad del tipo de cambio y un crecimiento económico alto en comparación con el promedio mundial, y en particular, de Latinoamérica. Estos resultados se dieron en una coyuntura en la que hubo un escaso avance en la solución estructural al problema fiscal pese a la mejora observada en la recaudación fiscal y la contención del gasto, lo cual permitió que a lo largo del año la tasa de crecimiento del gasto estuviera por debajo de la tasa de crecimiento de los ingresos tributarios.

La inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), presentó valores negativos en la primera mitad del año y positivos, aunque bajos, durante el segundo semestre, alcanzando hacia finales de 2016 veintiún meses consecutivos de ubicarse por debajo del rango objetivo de la autoridad monetaria ( $3\% \pm 1$  p.p.). Los valores negativos observados en el IPC durante la primera mitad del año respondieron principalmente a elementos ajenos a la política monetaria que reforzaron el proceso de los últimos años, así como a shocks de oferta por la reducción en los precios internacionales de materias primas. Por su parte, el retorno paulatino a valores positivos del IPC durante el segundo semestre obedece principalmente al aumento en los precios de los servicios regulados y el efecto de la depreciación del tipo de cambio.

Durante 2016 el mercado cambiario, contrario a lo observado en años previos, presentó una menor disponibilidad de divisas. Entre los principales factores que explican esta situación se encuentran: i) el menor superávit en las operaciones del sector privado, influido en parte por el incremento en la demanda de importaciones asociada al mayor nivel de actividad económica; ii) la acumulación de posición en moneda extranjera por parte de los intermediarios cambiarios principalmente en el segundo semestre del año; iii) mayores requerimientos del sector público debido al menor endeudamiento externo y a precios de hidrocarburos más altos en la segunda mitad del año. Todo esto quedó reflejado en una depreciación acumulada del colón de 3,4% al cierre de 2016.

La tasa básica pasiva (TBP), principal referente de las tasas de interés en colones del mercado financiero, finalizó el 2016 en 4,45% siendo el nivel más bajo registrado durante este año, y a la vez, el más bajo observado desde el mes de mayo del 2008. Los excesos de liquidez en el sistema financiero, los bajos niveles de inflación y la gestión de la deuda realizada por el Ministerio de Hacienda, en aspectos como el refinanciamiento de esta a un costo menor, alargar los plazos de vencimiento a través de la aplicación de políticas de canje, se encuentran dentro de los principales factores que permitieron los paulatinos ajustes a la baja en las tasas de interés. La transmisión de los cambios en la Tasa de Política Monetaria a las tasas del sistema financiero continuó en el 2016 de forma paulatina y diferenciada según instrumento, viéndose reflejada en una disminución de la TBP de 150 puntos base durante el año.

En lo referente a los agregados monetarios destacaron dos elementos: a) su evolución durante 2016 no generó presiones de índole monetaria, toda vez que mostró congruencia con la meta de inflación, el crecimiento económico de largo plazo y el aumento gradual en el nivel de profundización financiera y b) tanto la liquidez bancaria como el crédito mostraron menores niveles relativos de dolarización. Respecto al ahorro financiero, el incremento en el precio del dólar a lo largo del 2016 ocasionó que los saldos de ahorros en dólares del sistema financiero se incrementaran a una mayor velocidad en comparación con los denominados en colones. La riqueza financiera en moneda extranjera pasó de crecer interanualmente un 5%, en enero, a un 23% en diciembre; mientras que en moneda nacional el crecimiento interanual de la riqueza financiera pasó de 13% a 6% en el mismo período.

### **Economía internacional**

La evolución de la economía internacional durante el 2016 se caracterizó por la mayor incertidumbre en los mercados financieros, el lento crecimiento en la mayoría de economías avanzadas y la desaceleración en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Entre los principales factores que afectaron el desempeño de la economía mundial y generaron episodios de volatilidad en los mercados financieros durante el 2016, se pueden mencionar: a) la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (Brexit), b) el proceso de reajuste en curso de la economía china, c) la caída de los precios de las materias primas y d) la llegada de Donald Trump a la presidencia de los EE.UU. Asimismo, el débil ritmo de la inversión, la disminución en el crecimiento del comercio internacional, el lento crecimiento de la productividad, los elevados niveles de deuda y las tensiones geopolíticas tuvieron consecuencias negativas y continuarán afectando las perspectivas económicas en varias regiones.

La economía estadounidense experimentó un crecimiento de 1,6% durante el año 2016, reflejando una ralentización respecto al año anterior en el que se expandió a una tasa de 2,5% y representando la menor tasa de crecimiento desde el 2009. China, la segunda economía mundial, tuvo un crecimiento moderado de 6,7%, siendo el crecimiento más débil desde 1990 pese a recurrir a un mayor gasto público y al crecimiento del sector inmobiliario para reactivar su economía. La Eurozona, por su parte, continuó avanzando a ritmo moderado (1,7% en 2016) apoyada en la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, la caída del precio del petróleo en la mayor parte del año y la depreciación del euro, donde destacó el desigual ritmo de crecimiento entre países (España lideró con un incremento del PIB del 3,2%, el doble que la media de los países que conforman la Eurozona).

### **Comportamiento de la deuda pública y privada**

El mercado primario alcanzó un volumen total colonizado de ¢4,772,749 millones, representando un crecimiento de 7.8% con respecto al año anterior (¢4,426,239 millones). Las colocaciones de deuda en colones sumaron ¢3,251,753 millones, obteniendo un incremento de 11% con respecto al 2015.

Las captaciones del Gobierno y el Banco Central crecieron un 12% y para este año alcanzan una cifra de ¢2,884,433 millones. Los títulos de propiedad a tasa fija emitidos por el Ministerio de Hacienda alcanzaron una participación del 57% del monto total captado, seguidos por los bonos de estabilización monetaria del Banco Central quienes representan el 20%, los títulos de propiedad tasa básica del Ministerio de Hacienda un 14% y finalmente los títulos de tasa real ajustable soberano del Ministerio de Hacienda cuya participación cerró en un 6%.

Con respecto a las captaciones del sector de los bancos públicos y el Banco Popular, bancos privados y las financieras no bancarias su nivel de participación de mercado se mantiene alrededor de los 10%, 7% y 3%, respectivamente en el 2016, en donde las emisiones individualizadas son las más representativas.

A diferencia de años anteriores las captaciones en moneda extranjera muestra niveles muy superiores a los observados, registrando el mayor crecimiento (188%), de los últimos cinco años. Las captaciones netas para este año alcanzaron los \$1,556 millones, que representa un incremento de 84% con respecto al 2015 (\$844 millones), explicado principalmente por una mayor captación por parte del Ministerio de Hacienda (\$1,250 millones), entidad que logró aumentar el saldo en circulación de los títulos de propiedad que vencen en los años 2018, 2021, 2024 y 2027.

Por otra parte, las captaciones del sector fondos de inversión cerrados aumentaron en 120%, movimiento que responde a una mayor adquisición de Inmuebles, siendo el 2016 un año histórico en cuanto a la compra de activos, la actividad del mercado primario pasó de \$73 millones a \$161 millones.

En los siguientes cuadros se presenta el volumen transado en el mercado primario:



Cuadro N°3

VOLUMEN TRANSADO EN MERCADO PRIMARIO (CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE COLONES)						
Característica emisión	Tipo Emisión	Plazo de colocación	Sector	2016	%	
Estandarizada	Deuda	Corto Plazo	Gobierno y Banco Central	124,223	4%	
			Banco Público y Banco Popular	14,349	9%	
			Banco Privado	18,188	12%	
			Financiera No Bancaria		0%	
			Público No Financiero		0%	
			Sector Externo		0%	
		<b>Corto Plazo Total</b>	<b>156,760</b>	<b>5%</b>		
		Mediano Plazo	Gobierno y Banco Central	1,422,932	81%	
			Banco Público y Banco Popular	102,526	6%	
			Banco Privado	132,618	8%	
			Financiera No Bancaria	42,959	2%	
			Privado No Financiero	50,504	3%	
	Sector Externo			0%		
	<b>Mediano Plazo Total</b>	<b>1,751,539</b>	<b>54%</b>			
	Largo Plazo	Gobierno y Banco Central	1,337,278	100%		
		Banco Público y Banco Popular		0%		
		Banco Privado		0%		
		Financiera No Bancaria		0%		
		Público No Financiero	5,669	0%		
		Sector Externo		0%		
<b>Largo Plazo Total</b>	<b>1,342,947</b>	<b>41%</b>				
Participación	Largo Plazo	Financiera No Bancaria		0%		
		Sector Externo	508	100%		
		<b>Largo Plazo Total</b>	<b>508</b>	<b>0%</b>		
<b>Tota estandarizada</b>			<b>3,251,753</b>	<b>89%</b>		
Individualizada	Deuda	Corto Plazo	Banco Público y Banco Popular	133,192	35%	
			Banco Privado	195,463	51%	
			Financiera No Bancaria	56,070	15%	
			Sector financiero		0%	
<b>Total individualizado</b>			<b>384,724</b>	<b>11%</b>		
<b>Total</b>			<b>3,636,478</b>	<b>100%</b>		

Cuadro N°4

VOLUMEN TRANSADO EN MERCADO PRIMARIO (CIFRAS EXPRESADAS EN DÓLARES)						
Característica emisión	Tipo Emisión	Plazo de colocación	Sector	2016	%	
Estandarizada	Deuda	Corto Plazo	Gobierno y Banco Central	24,783,620	1%	
			Banco Público y Banco Popular	30,597,078	2%	
			Banco Privado	47,703,124	3%	
			Financiera No Bancaria		0%	
			Público No Financiero		0%	
			Sector Externo		0%	
		<b>Corto Plazo Total</b>			<b>103,083,822</b>	<b>6%</b>
		Mediano Plazo	Gobierno y Banco Central	572,622,570	33%	
			Banco Público y Banco Popular	52,754,242	3%	
			Banco Privado	123,958,983	7%	
	Financiera No Bancaria		16,678,839	1%		
	Privado No Financiero		0%			
	Sector Externo		0%			
	<b>Mediano Plazo Total</b>			<b>766,014,635</b>	<b>45%</b>	
	Largo Plazo	Gobierno y Banco Central	652,521,653	38%		
		Banco Público y Banco Popular	9,435,525	1%		
		Banco Privado		0%		
		Financiera No Bancaria	25,000,000	1%		
		Público No Financiero		0%		
		Sector Externo		0%		
<b>Largo Plazo Total</b>			<b>686,957,178</b>	<b>40%</b>		
Participación	Largo Plazo	Financiera No Bancaria	161,407,245	100%		
		Sector Externo		0%		
<b>Largo Plazo Total</b>			<b>161,407,245</b>	<b>9%</b>		
<b>Tota estandarizada</b>				<b>1,717,462,880</b>	<b>84%</b>	
Individualizada	Deuda	Corto Plazo	Banco Público y Banco Popular	92,053,000	27%	
			Banco Privado	197,972,000	59%	
			Financiera No Bancaria	46,960,000	14%	
			Sector financiero		0%	
<b>Total individualizado</b>				<b>336,985,000</b>	<b>16%</b>	
<b>Total</b>				<b>2,054,447,880</b>	<b>100%</b>	

### Compra/ventas mercado secundario

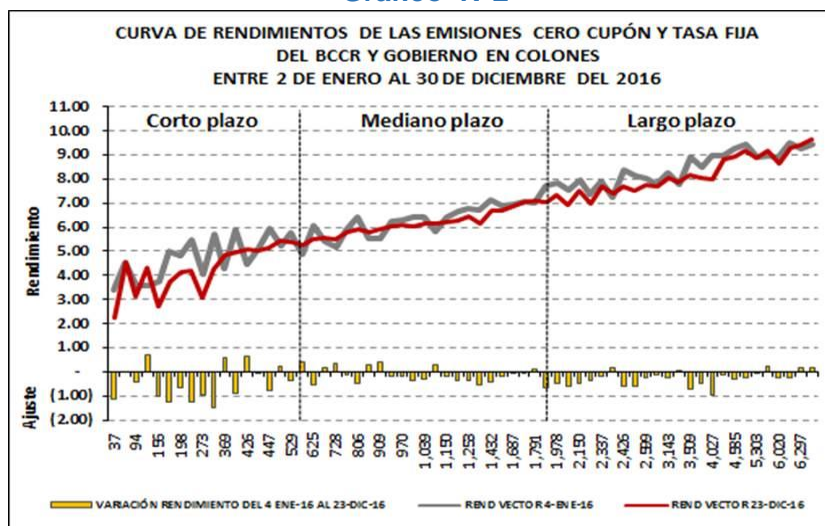
El volumen de compra ventas total negociado en el mercado secundario durante el 2016 fue de ¢8.104.610 millones, un 5,3% mayor al volumen negociado durante el 2015. La mayor parte de las operaciones durante este año se realizaron en títulos a tasa fija (94% del total) denominados en moneda nacional (74% del total), mientras que las operaciones en moneda extranjera representaron un 26% del total. Destacó el crecimiento de 21% experimentado en las operaciones en dólares, mientras que las negociaciones en colones crecieron un 1% respecto al año anterior.

Por otra parte, en lo que respecta a la estructura por plazo, el volumen de operaciones durante el 2016 se concentró en el mediano plazo, el cual ascendió a ¢4.175.625 millones (52% del total negociado). Los principales valores negociados fueron los títulos de propiedad del Ministerio de Hacienda y los bonos de estabilización monetaria del Banco Central, donde los mayores vencimientos se ubicaron entre los años 2018 y 2020. En términos generales, la preferencia por títulos valores durante 2016 tendió a alejarse de los plazos muy cortos en comparación con lo observado en el año 2015.

## Tasas de interés y curvas de rendimiento

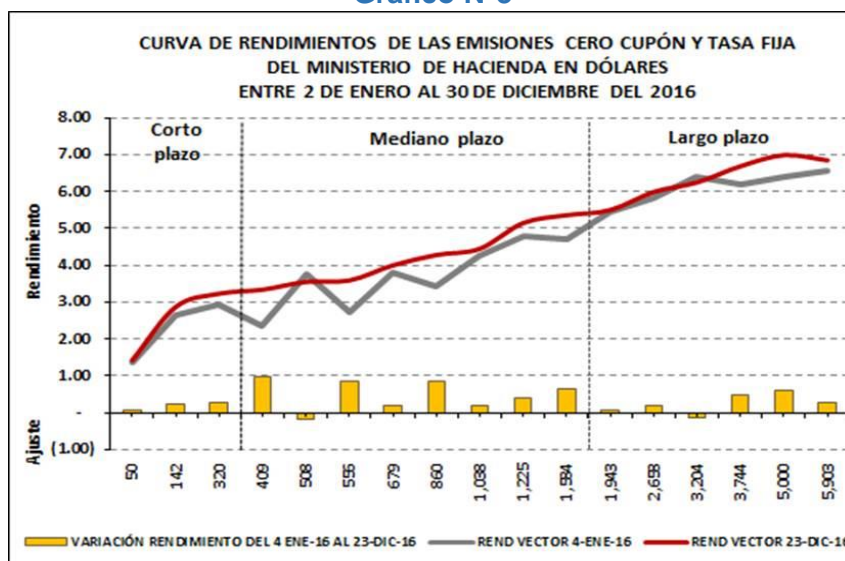
Los rendimientos de la deuda soberana local en colones a lo largo de 2016 mostraron un ligero ajuste a la baja sin cambios significativos, en congruencia con la moderada y paulatina disminución de las tasas de interés del sistema financiero reflejada en la reducción de 150 puntos base en la tasa básica pasiva. A largo plazo los rendimientos en colones se ubicaron entre el 7% y el 9% anual (altos con respecto a otras tasas de interés pese a los bajos niveles de inflación), situación que en buena medida refleja el riesgo que se percibe por el desequilibrio de las finanzas públicas.

Gráfico N°2



Por su parte, los rendimientos de la deuda soberana local en moneda extranjera se incrementaron ligeramente a lo largo de 2016, principalmente a mediano y largo plazo. En el caso de los títulos a plazo largo, la variación puso de manifiesto expectativas de ajustes al alza en las tasas de interés internacionales, lo cual incidió en el incremento en los spreads de rendimiento entre títulos de corto y largo plazo.

Gráfico N°3



## Saldo abierto a plazo

El saldo abierto a plazo visto por la posición compradora a plazo (deudora), presentó durante el 2016 una disminución total del 10% en operaciones liquidadas en colones, equivalente a un monto de 21,898 millones netos entre operaciones de reporto a un día MEDI (5,831 millones) y a más de un día (-27,729 millones). Por su parte en dólares se dio un incremento del 17%, equivalente a 81 millones, de los cuales el mercado secundario presenta un incremento de 73.4 millones, mientras que el MEDI de 7.6 millones.

**Cuadro N°5**

<b>Saldo abierto a plazo: posición compradora a plazo</b>				
<b>Cifras expresadas en su respectiva moneda</b>				
	<b>24-dic-15</b>	<b>23-dic-16</b>	<b>Variación Absoluta</b>	<b>Variación Porcentual</b>
<b>COLONES</b>	<b>228.268.107.222</b>	<b>206.370.377.420</b>	<b>-21.897.729.802</b>	<b>-10%</b>
Reportos a 1 día	1.300.441.096	7.131.708.077	5.831.266.982	448%
Reportos a más de 1 día	226.967.666.126	199.238.669.342	-27.728.996.783	-12%
<b>DÓLARES</b>	<b>477.850.408</b>	<b>558.901.171</b>	<b>81.050.763</b>	<b>17%</b>
Reportos a 1 día	478.987	8.114.907	7.635.920	1594%
Reportos a más de 1 día	477.371.421	550.786.264	73.414.843	15%

Los diferentes instrumentos emitidos por el Gobierno (G) representan el 62% del saldo abierto en colones al cierre del 2016, de los cuales los Títulos de Propiedad (tp) son los más significativos con un peso del 53%, le siguen los instrumentos emitidos por el Banco Central de Costa Rica con una representación del 13.8%, en donde los Bonos de Estabilización Monetaria (bem) son los más significativos, con un peso relativo del 12%, en tercer lugar como emisor se ubica el Banco Popular y de Desarrollo Comunal con un 13.6%, en donde los Certificados de Depósito a Plazo (cdp) representan el 10%.

En dólares los títulos de G representan el 77%, en donde los tp\$ son los más representativos con un peso del 65%, seguidos de forma muy distanciada por el emisor FPTG (Fideicomiso de Titularización P.T. Garabito) con un peso del 3.78% (instrumento bpge\$), y en tercer lugar se ubica el ICE con un 3.71%, cuyo instrumento más representativo es el bic4\$ con un peso relativo del 1.1%.

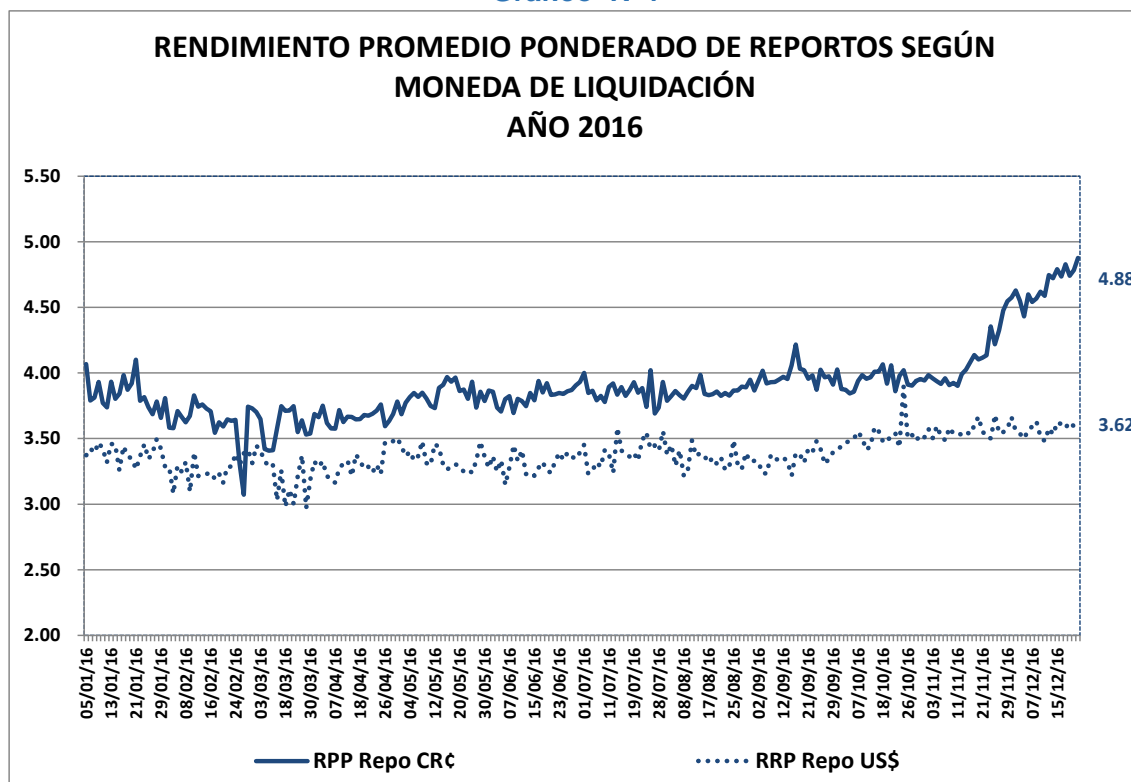
Las garantías promedio aportadas en las operaciones de reporto al cierre del 2016 según tipo de subyacente, son:

**Cuadro N°6**

<b>Garantías promedio aportadas en las operaciones de reporto</b>			
<b>Colones</b>		<b>Dólares</b>	
<b>Tipo subyacente</b>	<b>% Garantía</b>	<b>Tipo subyacente</b>	<b>% Garantía</b>
Deuda	18,47	Deuda	21,08
Acción	53,97	Acción	62,40
Participación	n/a	Participación	33,85

El costo de financiamiento de los reportos en colones, cerró el 2016 en un promedio de 4.88%, con un mínimo de 3.07% y un máximo de 4.88%; en el caso de los dólares el promedio de cierre fue del 3.62%, con un mínimo de 2.97% y un máximo de 3.90%.

**Gráfico N°4**



El plazo promedio de las operaciones de reporto en mercado secundario fue de 43 días para las operaciones en colones y de 36 días en dólares, y los principales tipos de cliente participantes son:

## Cuadro N°7

<b>Saldo abierto a plazo al 23 de diciembre del 2016</b>				
<b>Por categoría de clientes</b>				
	<b>Compradores a Plazo (deudores)</b>		<b>Vendedores a Plazo (inversionistas)</b>	
<b>Colones:</b>				
	Posición propia	38%	Bancos	29%
	Jurídicos	17%	Fondos de inversión	17%
	Físicos	15%	Públicas no Financieras	17%
<b>Dólares:</b>				
	Jurídicos	47%	Fondos de inversión	39%
	Físicos	27%	Jurídicos	23%
	Posición propia	17%	Bancos	13%

### Situación financiera de los puestos de bolsa

Después del significativo repunte en resultados que experimentó la industria en el año 2015, el 2016 presentó contracciones en la mayoría de las partidas relevantes de los estados financieros que equipararon los resultados con los del año 2013.

El aporte del componente financiero en el total de ingresos se redujo al 38,8% del total con ¢23.183 millones, las ganancias por negociación de inversiones fueron el rubro que más se contrajo (31,6%) y fue lo que sumado a la reducción del 12,0% en el ingreso por intereses, impacto el total de ingresos en ¢4.826 millones (7,5%), ya que el componente operativo se mantuvo prácticamente sin ninguna variación (¢36.223 millones). Cabe resaltar que las comisiones que se generan por operaciones en mercados internacionales registraron el mayor nivel del quinquenio con ¢3.035 millones.

El gasto por su parte no reflejó variaciones significativas a nivel total ya que solo se contrajo ¢2.505 millones (5,4%), no obstante se dieron recomposiciones en sus partidas. Los financieros se redujeron principalmente por el pago de intereses del financiamiento con reportos en ¢2.554 millones (24,1%). Los operativos se incrementaron ¢1.288 millones (19,4%) por los gastos que se pagan a las empresas relacionadas que brindan servicios al puesto de bolsa. Los administrativos no reflejaron variaciones en el total, sin embargo los de personal se contrajeron ¢1.403 millones (7,4%), lo que se compensó con aumentos en los de infraestructura, servicios externos y gastos generales. Finalmente, los otros gastos experimentaron una reducción significativa del ¢1.147 millones (31,4%), especialmente por un menor pago de impuesto de renta originado en la reducción de utilidades.

La tendencia alcista que mostró el tipo de cambio en el año 2016 permitió generar ganancias cambiarias por ¢783 millones, la posición neta en moneda extranjera de la industria se mantuvo prácticamente invariable con US\$52 millones, que representaron exactamente la misma proporción del patrimonio que el año anterior (22%). El sector de puestos privados bancarios sigue siendo el más expuesto con 52% del saldo de la posición neta, seguido por el sector de puestos privados no bancarios que representaron el 39%.

Cabe resaltar que a nivel patrimonial la industria no experimentó ningún crecimiento en el año 2016, esto se origina en el hecho de que la acumulación de utilidades netas se vio compensada con una reducción de ¢4.461,9 millones en el capital social de Scotiabank Valores, que se registró en el mes de agosto, esto asociado al plan de reducción de operaciones del puesto de bolsa en el mercado.

Los saldos en cartera propia se mantuvieron prácticamente invariables totalizando ¢280.079 millones, no obstante esto representa un crecimiento del 19% en el quinquenio. El sector de puestos públicos representó el 79% del saldo, mientras que el del privado no bancario representó el 7,8%; cabe resaltar que este sector fue el único que registró un crecimiento en el saldo del 11,8%. El financiamiento que hace la industria de sus inversiones mediante operaciones de reporto tripartito se redujo ¢7.824 millones; con esto se cerró el 2016 con un 72,90% de las inversiones garantizando este tipo de operaciones, el promedio del quinquenio es de 72,5%.

El resultado final en la utilidad neta fue una reducción de 8,1% con respecto al año 2015 con lo que se totalizaron ¢16.839 millones que permitieron generar una rentabilidad del 13,1%. Para los sectores de puestos privados bancarios y no bancarios la rentabilidad no experimentó variación, mientras que para el sector de puestos públicos se contrajo en dos puntos porcentuales, no obstante este sector sigue aportando el mayor porcentaje de utilidad a la industria con 68,8% del total, seguido por los privados bancarios con 18,2%.

### **Industria de Fondos de Inversión**

El saldo del activo total administrado en forma agregada ascendió a US\$ 4.233 millones, con un incremento de 1,2% con respecto a Diciembre- 2015. Esto representa una tasa de incremento menor a la observada en periodos anteriores (+16% 2014-2015 y +6% 2013-2014).

La distribución por tipo de fondo se ha mantenido similar durante los últimos años. Los fondos de mercado de dinero concentraron la mayor participación con un 49,8% (US\$ 2.108 millones), seguidos por los fondos de inversión inmobiliarios y de proyectos con un 40,7% (US\$ 1.721 millones). El resto del saldo corresponde a los fondos de inversión financieros (accionarios, crecimiento, ingreso y megafondos) con un 9,5% (US\$ 404 millones). A diciembre 2016, el saldo administrado en fondos de inversión representó un 8,2% del Producto Interno Bruto (PIB), durante los últimos cinco años dicha participación ha oscilado entre el 6,3% y el 8,8%.

### Cuadro N°8

#### Fondos de inversión Estructura por moneda y naturaleza (abierto/ cerrado) -Activo total en millones-

	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016
Fondos en Dólares	1,865	1,850	2,218	2,505	2,538	2,861
Fondos en Colones	414,273	489,894	568,134	567,798	874,092	751,911
Fondos en Euros	7.2	3.8	3.0	3.6	-	-
Activo Total (US\$)	2,694	2,831	3,370	3,574	4,181	4,233
Activo Total (¢)	1,361,261	1,421,126	1,668,210	1,906,023	2,224,244	2,320,473
Abiertos	48.4%	53.2%	58.2%	59.4%	61.3%	54.8%
Cerrados	51.6%	46.8%	41.8%	40.6%	38.7%	45.2%
Cantidad de fondos en operación	106	99	98	97	94	95

Del activo total administrado, un 67,6% correspondió a fondos de inversión denominados en dólares, un 32,4% a fondos en colones, dicha composición con respecto al período 2015 reflejó un incremento en las inversiones en dólares, las cuales tenían una participación en el 2015 del 60,7%. El número de cuentas abiertas en todas las sociedades administradoras de fondos de inversión ascendió a 93.109, para un incremento de 9,4% respecto al número de cuentas registradas a diciembre del 2015, lo cual es consistente con las estrategias de distribución de estos productos a más clientes minoristas que han emprendido algunas sociedades administradoras.

De los fondos de inversión del mercado de dinero, se destaca que el 15,1% del total de activos administrados correspondió a efectivo en cuentas corrientes en entidades bancarias (22,7% al cierre de 2014). Durante el final del año, se presentó la salida de los flujos de inversión que se caracterizan por tener estacionalidad anual, cuyos mayores flujos de salida se presentan en diciembre, para este 2016 los niveles de efectivo son menores al año previo, debido a una mayor salida de recursos que la presentada en 2015.

El 48,0% de las carteras financieras de los fondos correspondió a certificados de depósito en entidades bancarias del sector público con vencimientos que mayoritariamente no superan los 180 días (50,6% al cierre de 2015). El resto de la inversión se realizó en operaciones de reporto tripartito y otros valores. La gestión de la liquidez de estos fondos se lleva a cabo a través de la conformación de una estructura de vencimientos, que permite a los gestores de carteras atender en forma oportuna los reembolsos esperados de los inversionistas, de acuerdo con la información que se recopila de éstos y de su comportamiento histórico.

Durante el año 2016, los fondos de inversión inmobiliarios tuvieron el comportamiento más activo en cuanto al nivel de compras con respecto a los años anteriores, el volumen de compras fue de \$ 239,1 millones (casi duplicando el monto del 2015 que fue de \$ 136.5 millones), las compras se concentraron principalmente en las provincias de San José, Alajuela y Heredia (87% del total) y en actividades como: Oficinas (37%), Comercio (31%), y Parques industriales (29%).



El saldo del activo total administrado en forma agregada ascendió a US\$ 4.233 millones, con un incremento de 1,2% con respecto a Diciembre- 2015. Esto representa una tasa de incremento menor a la observada en periodos anteriores (+16% 2014-2015 y +6% 2013-2014).

La distribución por tipo de fondo se ha mantenido similar durante los últimos años. Los fondos de mercado de dinero concentraron la mayor participación con un 49,8% (US\$ 2.108 millones), seguidos por los fondos de inversión inmobiliarios y de proyectos con un 40,7% (US\$ 1.721 millones). El resto del saldo corresponde a los fondos de inversión financieros (accionarios, crecimiento, ingreso y megafondos) con un 9,5% (US\$ 404 millones). A diciembre 2016, el saldo administrado en fondos de inversión representó un 8,2% del Producto Interno Bruto (PIB), durante los últimos cinco años dicha participación ha oscilado entre el 6,3% y el 8,8%.

### Cuadro N°9

<b>Fondos de inversión</b>						
<b>Estructura por moneda y naturaleza (abierto/ cerrado)</b>						
<b>-Activo total en millones-</b>						
	<b>Dic 2011</b>	<b>Dic 2012</b>	<b>Dic 2013</b>	<b>Dic 2014</b>	<b>Dic 2015</b>	<b>Dic 2016</b>
Fondos en Dólares	1,865	1,850	2,218	2,505	2,538	2,861
Fondos en Colones	414,273	489,894	568,134	567,798	874,092	751,911
Fondos en Euros	7.2	3.8	3.0	3.6	-	-
Activo Total (US\$)	2,694	2,831	3,370	3,574	4,181	4,233
Activo Total (¢)	1,361,261	1,421,126	1,668,210	1,906,023	2,224,244	2,320,473
Abiertos	48.4%	53.2%	58.2%	59.4%	61.3%	54.8%
Cerrados	51.6%	46.8%	41.8%	40.6%	38.7%	45.2%
Cantidad de fondos en operación	106	99	98	97	94	95

### Situación financiera de las sociedades administradoras de fondos de inversión

Entre diciembre 2014 y 2016, para las sociedades administradoras públicas y privadas, tanto bancarias como no bancarias, se experimentó un incremento en el rendimiento sobre el patrimonio y en los niveles de utilidad neta. En general la industria acumuló utilidades netas por un monto de ¢8,584 millones (2016), para un rendimiento sobre el patrimonio de 20%. Ambos resultados son superiores a los datos registrados en el 2014, tal y como se observa en el cuadro N°10. El crecimiento en las utilidades de las sociedades administradoras está relacionado con el crecimiento del volumen administrado por éstas, para el mes de diciembre 2016 el activo total administrado fue de ¢2,320,473 millones en comparación con el cierre de 2014 ¢1,906,023 millones, lo que representó un incremento de 35.5% en fondos cerrados y 12.3% en fondos abiertos.

En cuanto al seguimiento de la suficiencia patrimonial al cierre del mes de diciembre 2016, se puede indicar que todas las sociedades administradoras cumplieron con la normativa vigente. Por su parte, el indicador de suficiencia patrimonial para la industria fue de 3.1 veces a dic-16 (3.4 veces dic-15).

**Cuadro N°10**

<b>Sociedades de Fondos de Inversión.                      Rendimiento sobre el patrimonio promedio                      -datos en millones de colones-</b>						
<b>TIPO DE                      SOCIEDAD</b>	<b>DICIEMBRE 2014</b>		<b>DICIEMBRE 2015</b>		<b>DICIEMBRE 2016</b>	
	Rendim s/ patrimonio promedio	Utilidad neta	Rendim s/ patrimonio promedio - anualizado-	Utilidad neta (periodo de 6meses)	Rendim s/ patrimonio promedio	Utilidad neta
PÚBLICAS	15%	¢ 3,566	21%	¢5,176	21%	¢5,514
PRIVADAS BANCARIAS	25%	1,127	21%	1,168	25%	1,692
PRIVADAS NO BANCARIAS	16%	911	16%	1,112	18%	1,378
TOTAL	17%	¢5,604	20%	¢7,456	20%	¢ 8,584

## VIII. Retos y perspectivas futuras

Los retos de corto plazo y visión de futuro son los siguientes:

1. Durante el 2017 se buscará cerrar adecuadamente con el plan operativo institucional, de forma que se pueda dar cabal cumplimiento al Plan Estratégico 2014-2017 de la Sugeval.
2. Se espera continuar con la ejecución de los últimos dos proyectos del plan estratégico señalado. Uno de ellos es el Proyecto de Optimización de Requerimientos y Difusión de Información, el cual abarca el rediseño del sitio web y la mejora de la información asociada a la custodia de valores. El otro es el Proyecto de Implementación de Supervisión Basada en Riesgos, para el cual se inició con una asesoría técnica que suministra el Toronto Centre. Esta asesoría se inició en la primera semana de marzo de 2017.
3. Adicionalmente, presentar al Conassif las propuestas de modificación reglamentarias. En concreto, la modificación al Reglamento de Oferta Pública de Valores y al Reglamento sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
4. Ejecutar las actividades programadas en el Plan Operativo Institucional para el 2017, de forma que la SUGEVAL pueda demostrar su capacidad técnica, actitud proactiva y apertura al diálogo. De forma que se asegure un ambiente de confianza, seguridad y entendimiento en el mercado de valores costarricense.
5. Dar continuidad a los esfuerzos en las mejoras de información de los productos y participantes del mercado de valores. En atención a la identificación de nuevas necesidades de los diferentes usuarios, uno de los proyectos en perspectiva es poner a disposición del público, mediante el portal web de la superintendencia nuevas visualizaciones relacionadas con temas de custodia e indicadores financieros de las entidades reguladas, los cuales facilitarán las consultas de acuerdo con los requerimientos del mercado. Se propone lograr mayor difusión de la información disponible, mayor oportunidad, y promover además la educación financiera a través del uso y facilidad de acceso a la información. Este proyecto forma parte de los compromisos de SUGEVAL como parte de las iniciativas de mejora regulatoria que a nivel nacional ha implementado el MEIC.

Los retos de mediano plazo y la visión de futuro son los siguientes:

Durante el primer semestre del 2017, la Sugeval iniciará un proceso de discusión y formulación del nuevo Plan Estratégico 2018-2022, mediante la adecuada definición de actividades en los diferentes Planes Operativos Institucionales. Esto con la finalidad de que la Sugeval procure un funcionamiento transparente y ordenado del mercado de valores costarricense.

1. Para lo cual se tomará en cuenta los elementos definidos en el Plan Estratégico del Sistema de Supervisión Financiera aprobado por el Conassif en la sesión 1304-2016, artículo 5 del 20 de diciembre del 2016.

2. Adicionalmente, a los elementos establecidos por el Conassif, se deberán considerar los diversos aspectos detectados por la Sugeval para enriquecer la planeación estratégicos. Dentro de estos aspectos destacan la discusión sobre aspectos de la oferta pública de valores, la oferta pública de servicios de intermediación, las emisiones estandarizadas y anotadas en cuenta, los mercados primarios y secundarios de valores, así como los sistemas de compensación y liquidación de valores.
3. Dar continuidad a la asesoría técnica provista por el Toronto Centre. De forma que el objetivo de dicho acuerdo de asociación se alcance en el plazo establecido. Este convenio establece que la puesta en marcha de la mejora en el marco de Supervisión Basada en Riesgos sea durante el 2019.