

Memoria Institucional 2015



SUGEVAL

Superintendencia General de Valores

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

Presidente	Luis Carlos Delgado Murillo
Directores	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 Laura Suárez Zamora
Auditor Interno	Rodolfo Piña Contreras

Funcionarios responsables de área de la Sugeval

Superintendente	Carlos Arias Poveda
Intendente	Isaac Castro Esquivel (a partir del 21 de enero del 2015)
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
Directora de Información y Comunicación	Kattia Castro Cruz (permiso sin goce de salario por una año a partir del 17 de agosto del 2015)
Director de Tecnologías de Información para Sugeval	Carlos Rivas Guillén
Jefe Administrativo	Jorge Rivera Córdoba

Tabla de contenido

Presentación	- 3 -
I. Filosofía de la Institución y estructura funcional	- 4 -
II. Logros del periodo.....	- 6 -
1. Avances en los Proyectos estratégicos.....	- 6 -
2. Elaboración de normativa.....	- 11 -
III. Desarrollo Institucional.....	- 15 -
1. Plan Operativo Institucional (P.O.I.).....	- 15 -
2. Presupuesto y Ejecución Presupuestaria	- 16 -
3. Integración tecnológica	- 18 -
4. Control Interno	- 19 -
5. Gestión de riesgos: Sistema Específico de Valoración de Riesgo Institucional (SEVRI).....	- 19 -
IV. Situación general de los mercados	- 21 -
V. Retos y perspectivas futuras	- 32 -

Presentación

La Superintendencia General de Valores presenta su informe anual de labores para el año 2015, el cual resume el avance de los proyectos estratégicos definidos como parte del Plan Estratégico para el periodo 2014-2017 así como las tareas pendientes para aquellos con un horizonte de cumplimiento de mediano plazo.

También se presenta la normativa emitida que permite la adaptación de la regulación a las condiciones del entorno nacional e internacional así como un informe sobre 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 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.

Carlos Arias Poveda
Superintendente

I. 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 Superintendencia 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.

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.

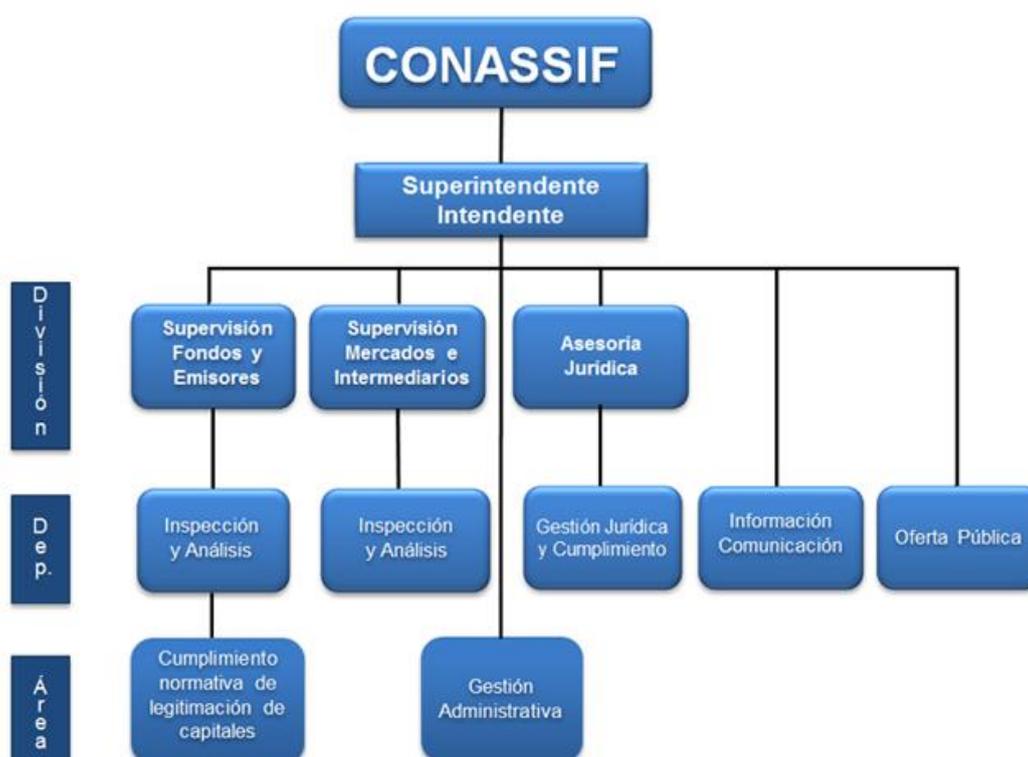
Autorización: Contempla el trámite de autorización de la oferta pública de valores y de los participantes y productos del mercado de valores, labores que son responsabilidad del Departamento de Oferta Pública.

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 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 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 y del 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:



II. Logros del periodo.

1. Avances en los Proyectos estratégicos

Para el cumplimiento de los objetivos estratégicos planteados en el Plan Estratégico 2014-2017 se definieron una serie de proyectos para atender cada uno de esos fines. A continuación se presenta un resumen de los avances alcanzados al cierre del año 2015 para cada proyecto en función de cada objetivo:

Objetivo estratégico 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.
Proyectos estratégicos asociados
Optimización del proceso de Autorización Nuevos Emisores
<p>Durante el 2015 se desarrolló y concluyó el Proyecto de Optimización del Proceso de Autorización de Nuevos Emisores liderado por el Departamento de Oferta Pública, el cual estuvo orientado a reducir los plazos de autorización de nuevos emisores a partir de la implementación de mejoras a las actividades que se llevan durante el proceso. Adicionalmente y en forma paralela, se buscó mitigar el riesgo de subjetividad presente en este tipo de trámites.</p> <p>En vista de la importancia de esta propuesta, el proyecto fue incorporado como parte del Plan de Mejora Regulatoria del 2015 impulsado por el Ministerio de Economía, Industria y Comercio (MEIC).</p> <p>Las iniciativas del proyecto fueron desarrolladas bajo dos perspectivas generales que consideran el ajuste al proceso propiamente dicho, incluyendo todas las actividades que en él se realizan y por otra parte, la implementación de herramientas de ayuda para el nuevo emisor, las cuales fueron diseñadas con el fin de orientar al futuro participante y a los estructuradores en cuanto a los requisitos que se deben presentar y los aspectos que revisa la Superintendencia en cada trámite de autorización.</p> <p>El proyecto fue concluido en diciembre del 2015 y los cambios realizados se encuentran en aplicación y fueron debidamente comunicados a la industria.</p> <p>Algunas de las principales medidas que surgieron como producto final del proyecto incluyen:</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Implementación de un procedimiento alternativo para la comunicación de observaciones por parte de la Superintendencia que permite una mejor interacción entre el solicitante y el regulador así como una atención más expedita del trámite, en cumplimiento de los principios establecidos en la Ley de Protección al Ciudadano del Exceso de Requisitos y Trámites Administrativos No. 37045-MP-MEIC y su Reglamento. Se destaca que este mecanismo se ha implementado adicionalmente en todos los procesos de autorización que se llevan en la Superintendencia y no está limitado únicamente a nuevos emisores.▪ Modificación del enfoque de revisión de estados financieros que se realiza en los procesos de autorización de nuevos emisores, dando énfasis a la validación del cumplimiento de ciertos aspectos básicos de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), eliminando duplicidades en dicha labor, logrando consigo un uso más eficiente de los recursos institucionales, una mejora en la distribución de responsabilidades, así como la separación de las labores de autorización y de supervisión.▪ Creación de esquemas de seguimiento y definición de plazos máximos de atención del caso que pretenden agilizar el proceso de resolución, mejorar la comunicación entre las áreas y fortalecer la visión de equipo.▪ Inclusión de una sección exclusiva en el sitio web para nuevos emisores y la elaboración de lineamientos orientadores para el cumplimiento de los requisitos de inscripción, que buscan reducir los reprocesos por inconsistencias u omisiones en la documentación presentada en los trámites de autorización.

Optimización del Proceso Supervisión de la División de Supervisión de Mercados de Intermediarios (DSMI)

Este proyecto tiene como meta una mejora en la calidad de la información sobre el regulado a través de expediente único, centralizado y con información integrada del intermediario y del Grupo Financiero supervisado por Sugeval, con el fin de lograr una reducción en los costos y mejorar la eficiencia en los procesos de supervisión.

A lo largo del año 2015 se completaron las matrices de riesgos y los perfiles de negocio de todos los puestos de bolsa, y se completó la elaboración de la matriz del marco lógico para este proyecto. Además, dentro de las tareas realizadas destacan: la conformación de un comité de coordinación y supervisión y su política de funcionamiento; la creación un procedimiento para llevar a cabo una planificación que integre a las diferentes áreas; la definición de una política de administración de proyectos; la estructuración de una política de rendición de cuentas y; la redefinición de los objetivos de supervisión alineados con los objetivos estratégicos institucionales.

Tareas para el 2016: Dentro de estas tareas está la definición e implementación de la estrategia de supervisión, donde se establezcan las actividades significativas de los regulados en función de los riesgos que asumen. Lo anterior, implica el rediseño o elaboración de procedimientos y guías de trabajo alineados a los objetivos institucionales. De igual manera, se propuso llevar a cabo programas de capacitación en liderazgo, habilidades suaves y resolución de conflictos, así como el diseño de una herramienta que permita medir, de manera periódica, la percepción de los funcionarios sobre estos programas.

Optimización de la gestión de cumplimiento

La División de Asesoría Jurídica tiene a cargo este proyecto, el cual implica:

1. Establecer una propuesta de Lineamientos para procedimiento sancionatorio más ágil y eficaz.
2. Definir una propuesta de Lineamientos para atención de casos de Oferta Pública no Autorizada y captación fraudulenta de inversiones.
3. Determinación de la viabilidad de un sistema de control de plazos para la atención de los asuntos.
4. Dictamen y propuesta para el Despacho del Superintendente en torno a la implementación de la Resolución Alterna de Conflictos en el mercado de valores.

En relación con el primer punto, cabe señalar que para finales del 2015 ya se cuenta con una propuesta para aprobación de los Lineamientos para las investigaciones preliminares y procedimientos sancionatorios y de una guía para la interposición de denuncias, así como un criterio legal en torno a la posibilidad de simplificar la etapa de audiencia oral y privada de estos procedimientos. Sobre este último punto, se tomó la decisión por parte de la Superintendencia de no realizar más la transcripción literal de las audiencias, elaborando en su lugar un acta sucinta y dejando como evidencia la grabación correspondiente.

En cuanto al punto 2, se redactó un proyecto de políticas para la Investigación y atención de denuncias por oferta pública no autorizada y ofrecimiento fraudulento de efectos de crédito, el cual se encuentra en fase de aprobación.

Asimismo, en lo que respecta al punto 3, se están llevando a cabo gestiones para implementar en Sugeval el sistema de control de flujos de tareas que aplica el Banco Central de Costa Rica. Mientras eso ocurre, se analizan los flujos actuales de trabajo de conformidad con lo dispuesto en el Sitio de Calidad de la Institución.

Finalmente, en cumplimiento del punto 4, cabe señalar que ya se encuentra en revisión por parte del Despacho un criterio legal que contempla la posibilidad de que las entidades reguladas se acojan al sistema de resolución alterna de conflictos como un mecanismo válido para dirimir sus controversias con los inversionistas.

Tareas para el 2016: Implementación de un sistema efectivo de control de flujos de trabajo, de modo que se cuente con mayor trazabilidad de las labores realizadas y una reducción en los tiempos de atención correspondientes, así como la implementación de un adecuado manejo de los casos en coordinación con las áreas involucradas en los casos de oferta pública no autorizada que se presenten.

Objetivo estratégico 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.
Proyecto estratégico asociado
Implementación de la Supervisión Basada en Riesgos
Este proyecto lo ha coordinado el Despacho y su ejecución total está programada para el año 2018. Durante el año 2015, se alcanzaron los siguientes avances: <ol style="list-style-type: none"> 1. Se construyó, revisó y se realizaron las observaciones correspondientes a la Matriz del Marco Lógico del Proyecto, en la cual se describe todos los insumos, actividades, objetivos y fases del proyecto. 2. Paralelamente, se realizaron reuniones con las otras superintendencias para conocer sus proyectos de Supervisión Basada en Riesgos. 3. Se construyó la matriz de capacidades y habilidades en supervisión. <p>Tareas para el 2016: Como ya se cuenta con la Matriz de Marco Lógico, durante el 2016 se dará inicio al proyecto con la definición de las actividades y la ejecución de las programadas para ese periodo.</p>

Objetivo estratégico Racionalizar la elaboración de la normativa para adaptarla a las necesidades locales y a las mejores prácticas y principios internacionales.
Proyecto estratégico asociado
Revisión del Marco Normativo
El detalle de los avances en materia de elaboración de normativa, se presentan en el apartado correspondiente, el cual se puede consultar más adelante.

Objetivo estratégico 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.
Proyecto estratégico asociado
Optimización Requerimientos y Difusión Información ORDI
El proyecto ORDI busca la mejora de los mecanismos de captura y difusión de la información relevante y oportuna para la toma de decisiones de los distintos públicos que atiende la institución. En su definición se establecieron cuatro acciones específicas que se desarrollarían a lo largo del periodo 2014 al 2017, siendo que para el periodo 2015 se concluyeron exitosamente dos de ellas: <ol style="list-style-type: none"> i. Saldo de emisiones en circulación <p>Durante el 2014 y primer semestre del 2015 la Superintendencia se dio a la tarea de modificar el esquema de captura de la información sobre los movimientos de los saldos de las emisiones (emisiones de deuda, acciones y valores de participación de fondos cerrados) inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, hacia un esquema más eficiente y que permitiera una mayor divulgación de la información.</p>

Este esquema de captura y envío de saldos de las emisiones se puso a disposición del público a partir del junio del 2015 y permitió que se cuente con una única base de datos acerca de la información de todas las emisiones inscritas, la cual toma la información sobre las colocaciones de mercado primario que se realizan a través de los sistemas de la bolsa, así como también de las colocaciones y otros movimientos que se ejecuten directamente por el emisor o fondo de inversión cerrado, fuera de bolsa. Lo anterior disminuye los requerimientos de envío de información por medio del Sistema Ingresador por parte de los emisores, al suprimirse el envío del Estado de Captación Mensual.

Los tres reportes que se crearon para los potenciales usuarios de esta información se publican en la página de la Sugeval, en donde podrá consultarse:

- Informe de Emisiones Vigentes: Cuadro que resume las características, el saldo vigente, el saldo abierto a plazo y la capitalización bursátil de las emisiones estandarizadas de deuda, acciones y valores de participación de los fondos de inversión cerrados. Se puede consultar a una fecha determinada.
- Informe de Movimientos Diarios de Saldos de Emisiones: Información sobre todos los movimientos ocurridos en una fecha determinada o durante un rango de fechas, que afectan el saldo de las emisiones estandarizadas de deuda, acciones y valores de participación de los fondos de inversión cerrados. Se puede consultar para un participante o todos, por tipo de título y por código ISIN., e incluye información agregada sobre las ofertas de compra.
- Informe Histórico de Movimientos de Emisiones: Información detallada histórica de los movimientos y saldos de las emisiones estandarizadas de deuda, acciones y valores de participación de los fondos de inversión cerrados a una fecha determinada. Se puede consultar para un participante o todos, por tipo de título y por código ISIN.

ii. **Publicación de Carteras Financieras de Fondos de Inversión a través de la página web institucional.**

En el segundo semestre del 2015 se condujo una investigación con el propósito de identificar las necesidades de información de los diferentes públicos que consultan la información de carteras financieras de fondos de inversión desde las entidades financieras hasta inversionistas minoristas o estudiantes y determinar una estrategia para ofrecerles la información con mayor oportunidad, reduciendo los pasos para obtenerla, digitalizando su acceso y satisfaciendo las necesidades de diferentes tipos de usuarios.

Con las oportunidades de mejora identificadas, se presentaron los requerimientos técnicos al Departamento de Informática del Banco Central de Costa Rica, para que se iniciara con su programación durante el 2016. En el mes de mayo del 2016 se puso en marcha la primera visualización de este reporte a través del sitio web.

Tareas para el 2016: Se ha programado la conclusión de la publicación en versión web de las carteras financieras de las carteras de fondos de inversión, el desarrollo de la validación de la información de la custodia y se trabaja en la definición de los requerimientos para el rediseño del sitio web institucional. Por la importancia de este servicio de información se ha definido como uno de los proyectos de Mejora Regulatoria del 2016.

Objetivo estratégico 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.
Proyecto estratégico asociado
Esfuerzos en materia de educación financiera
<p>Como parte del esfuerzo continuo de dotar a los ciudadanos de herramientas para mejorar sus conocimientos en materia de educación financiera, durante el 2015 la Superintendencia realizó las siguientes actividades:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Campeonato de Inversionistas para colegiales y universitarios. (1900 participantes) • Cursos libres en la Universidad de Costa Rica. (35 estudiantes) • Jornadas educativas en diferentes regiones del país (400 personas en 8 actividades). • Módulo de Educación Financiera en coordinación con Fundación Acción Joven. • II Edición de la Feria Universitaria del Ahorro y las Finanzas. • Participación de la Semana Nacional del Ahorro y el Dinero. • Participación en la Feria Nacional de Educación Financiera (con el apoyo y participación de diferentes entidades financieras y afines). • Esfuerzos de prevención de actividades fraudulentas e inversiones FOREX (acrónimo de Foreign Exchange, que significa negociación o intercambio de monedas extranjeras). <p>Tareas para el 2016: Dar continuidad a esfuerzos que se han realizado anualmente como las Jornadas, Campeonatos y Cursos libres. Realizar esfuerzos preventivos en temas particulares como la oferta pública no autorizada.</p>

Objetivo estratégico 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.
Proyecto estratégico asociado
Implementación de un Programa de Gobernabilidad
<p>Los resultados esperados de este proyecto se atendieron en su totalidad en el 2015, las tareas realizadas son las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Se llevaron a cabo dos actividades de rendición de cuentas tanto al personal de Sugeval como a las entidades reguladas y afines con el fin de dar a conocer las labores realizadas. • Se contrató una consultoría para el Diseño e Implementación de un Programa de Gobernabilidad Institucional mediante la cual se logró obtener un compromiso firmado por parte de los colaboradores para el cumplimiento del Plan Estratégico. • Las áreas de trabajo de la Institución definieron metas para la consecución de los objetivos estratégicos para cada una de ellas, el Despacho realizó un control periódico para determinar avance del Plan Estratégico. • Las áreas de trabajo realizaron diversas actividades de rendición de cuentas a lo interno de la organización. De un total de 32 actividades internas programadas se realizaron 31 de estas, para una ejecución del 97%.

<p>Objetivo estratégico Promover la comunicación asertiva, el trabajo en equipo y las capacidades de liderazgo efectivo con el fin de optimizar el clima organizacional.</p>
<p align="center">Proyecto estratégico asociado</p>
<p align="center">Diseño e implementación de Programa de Manejo del Cambio</p>
<p>Con el fin de darle seguimiento al cumplimiento de metas del Plan Estratégico se conformó un grupo de agentes de cambio compuesto por funcionarios de todas las áreas de la Sugeval, con el fin de que monitorearan el cumplimiento de los compromisos adquiridos por cada una de las dependencias.</p>

2. Elaboración de normativa

A lo largo del 2015, la elaboración de normativa se ha trabajado dentro del Proyecto Estratégico de Revisión del Marco Normativo, con el propósito de racionalizar la elaboración de la normativa y adaptarla a las necesidades locales y a las mejores prácticas y principios internacionales así como procurar, además, la eficiencia de los procesos de supervisión y autorización para brindar una mayor seguridad jurídica a los regulados y al público inversionista. En términos muy generales, cabe afirmar que el análisis normativo se dividió en cinco grupos:

- Actividades de intermediación.
- Custodia.
- Oferta pública.
- Sociedades administradoras de fondos de inversión y fondos de inversión.
- Normativa conjunta entre las Superintendencias.

La elaboración de normativa comprende en todos los casos, las etapas de diagnóstico de la normativa vigente, análisis técnico, análisis de las potestades legales para determinar el alcance de las reformas, investigación de legislación comparada así como en la factibilidad de implementación según el ordenamiento jurídico nacional, culminando en un marco conceptual de la propuesta normativa. Comprende también, la socialización con las entidades que serán objeto de aplicación de la regulación, con la finalidad de lograr eficiencia y coherencia con la realidad del mercado.

➤ **Actividades de intermediación**

Durante el año 2015 y luego de un proceso de análisis con el medio que inició en el año 2014, se aprobó en consulta pública, el Reglamento de intermediación de valores y actividades complementarias por parte del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif), el 30 de noviembre de 2015, según Artículo 5 del acta de la sesión 1215-2015. El reglamento contiene la regulación de la prestación de servicios de intermediación relacionados con valores o instrumentos financieros, sin entrar a considerar la naturaleza del participante que los brinda, promoviendo que a las mismas actividades apliquen los mismos requisitos para evitar el arbitraje regulatorio. Además, se incluye no solo la regulación de los servicios de intermediación que se presten con valores locales, sino también con valores que se negocian en los mercados internacionales.

Este reglamento es particularmente relevante por cuanto conlleva un cambio en el modelo de negocio que ha regido hasta la fecha, permitiendo promover los elementos necesarios para que, en un marco más seguro, el inversionista pueda acceder a servicios de intermediación de valores que respondan a niveles de diversificación y riesgo acordes con sus necesidades de inversión; estableciendo condiciones para la prestación de servicios que a su vez impulsen el desarrollo y la profesionalización de los participantes de la industria.

➤ **Custodia**

En febrero del 2015 el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero aprobó la reforma integral al Reglamento de Custodia, la cual se llevó a cabo con el fin de aclarar y especificar el alcance de los diferentes deberes y responsabilidades derivadas de la prestación del servicio de custodia, en pro de los intereses de los inversionistas, dada la experiencia observada que evidenció vacíos en las disposiciones normativas vigentes. Asimismo, fue emitido por el Superintendente en noviembre del 2015 el Acuerdo para la implantación de este Reglamento, siendo que en él se establecen una serie de requerimientos que buscan definir los lineamientos que deben cumplir las entidades de custodia y cuya ejecución depende de la emisión de un acuerdo del Superintendente.

➤ **Oferta Pública de Valores**

Como parte de la reforma normativa propuesta dentro del Plan Estratégico, el año anterior se concluyó la fase de investigación que dará sustento a la reforma del Reglamento sobre oferta pública de valores, la cual está orientada hacia una mejora en el acceso al mercado primario, el contar con una regulación más sencilla para el sector bancario y alcanzar una adecuada diferenciación de los requerimientos para la inscripción de valores accionarios y de deuda, entre otros aspectos. En los primeros meses del 2016 este proyecto estará siendo sometido a revisión detallada por parte de cada una de las áreas involucradas a nivel institucional y se espera presentar una propuesta oficial al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero para ser sometida a consulta durante el primer semestre del año.

Finalmente, tras los esfuerzos realizados durante el 2014 para la elaboración de normativa sobre financiamiento de proyectos de infraestructura y procesos de titularización, en el 2015 se envió a consulta del mercado una versión inicial de las guías para la elaboración de prospectos de emisiones provenientes de este tipo de estructuraciones. En línea con los principios de transparencia, seguridad jurídica y coherencia de la información a nivel local e internacional, y siendo el prospecto de inversión la principal herramienta con la que cuentan los inversionistas para la toma de decisiones de inversión, estas guías están orientadas a definir el contenido mínimo que deberá incluir cada uno de los vehículos de propósito especial, sin ser un límite para que el emisor efectúe revelaciones adicionales. A diferencia del prospecto de un emisor tradicional y dado que la estructuración de este tipo de productos es más compleja, la propuesta busca que el inversionista logre comprender, más allá de las características de las emisiones, el negocio, la gestión del vehículo de propósito especial, los participantes que intervienen en el proceso y el esquema financiero diseñado, así como reconocer de forma integral los riesgos implícitos en el producto. Se espera contar con ambas guías aprobadas en el primer semestre del 2016.

➤ Fondos de Inversión

En el 2015 se preparó el marco conceptual de uno de los proyectos regulatorios identificado como necesario en la ruta para promover el desarrollo del mercado, el cual versa sobre los fondos de inversión. Este marco conceptual fue avalado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, en noviembre del 2015, y a partir de diciembre se inició la socialización y discusión con la industria sobre los nuevos principios que se desean introducir al mercado costarricense. Esta propuesta se basa en cuatro objetivos principales, que han sido identificados a partir de la evaluación de la estructura y tendencias de la industria de fondos de inversión, las prácticas observadas en el diseño de los productos, el comportamiento de los gestores de los fondos y los ejecutivos y entidades que participan del canal de distribución. Los objetivos son:

- Facilitar el diseño e innovación de los fondos que permita atender las diversas necesidades de los inversionistas.
- Introducir normas prudenciales para gestionar riesgos específicos o conductas de mercado que puedan generar riesgo sistémico.
- Reforzar la comprensión de los inversionistas acerca de los fondos de inversión.
- Definir con mayor precisión los roles y responsabilidades en la comercialización de los fondos, tanto de su sociedad administradora como de las otras entidades del canal de distribución (ej.: bancos y puestos de bolsa).

Esta propuesta conlleva elementos que promoverán a la industria de fondos de inversión a ofrecer nuevos productos que permitan al inversionista 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 en el periodo 2014 con el Reglamento sobre financiamiento de proyectos de infraestructura.

En el 2015 se trabajó en la modificación al Acuerdo de Disposiciones Operativas de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, que conllevó una revisión integral, con una visión que permita reconocer que la gestión de los procesos clave de las sociedades administradoras, se debe adecuar en función del tamaño, el alcance y la complejidad de sus operaciones, la estrategia corporativa y el perfil de riesgo definido por su junta directiva. Esta visión es concordante con el enfoque de supervisión basada en riesgo, al que está migrando la Superintendencia y al desarrollo y evolución observada en la industria de administración de carteras colectivas.

Por otra parte, en atención a los deberes de información de los fondos de inversión así como las facilidades de atención a los inversionistas que realizan las sociedades administradoras y entidades comercializadoras, se consideró conveniente incluir una sección en la cual se establezcan las disposiciones que deben seguir las sociedades administradoras para ofrecer mecanismos de fácil acceso para que los inversionistas expresen sus inquietudes, quejas y denuncias, las que deben ser atendidas y resueltas de manera diligente y oportuna.

En diciembre del 2015, se aprobó la versión definitiva de la reforma integral al acuerdo SGV-A-75 de Suministro de Información Periódica, el cual concentra en un solo cuerpo normativo las obligaciones de entrega de información de los sujetos supervisados a la Superintendencia, define el medio y plazo de entrega y, en los casos en que aplique, el contenido mínimo de dichos reportes, los que a su vez son en la gran mayoría información de carácter público que pueden acceder los inversionistas y público en general para sus procesos de análisis y toma de

decisiones, además de que permiten a la Superintendencia realizar sus labores de supervisión y creación de productos informativos como boletines y bases de datos que se publican en la página web institucional.

Con esta reforma se procuró realizar una revisión integral del acuerdo SGV-A-75 para ajustar los aspectos normativos que se derivan de nuevos Reglamentos emitidos durante el periodo 2015, así como la actualización en las tecnologías utilizadas para la transmisión de datos para facilitar tanto la remisión como la revelación de información. Adicionalmente, se propuso un nuevo esquema en materia de información periódica de los emisores no financieros, para facilitar a los inversionistas tener acceso a los estados financieros y sus notas tal y como las prepara el emisor, y se actualizaron algunos reportes básicos que serán remitidos electrónicamente a la Superintendencia que facilitarán la comparabilidad de información entre diferentes entidades, siempre reconociendo los estándares de registro y revelación contable que les aplican según la normativa sobre la materia en nuestro país.

➤ **Proyectos normativos conjuntos entre las Superintendencias**

En coordinación con las demás Superintendencias se presentó a conocimiento del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, para remisión a consulta pública a partir de enero del 2016 de dos reglamentos, el Reglamento General de Gestión de la Tecnología de Información y el Reglamento de Gobierno Corporativo. Ambos cuerpos normativos pretenden convertirse en una norma regulatoria homologada por las cuatro superintendencias en relación con dichas temáticas, y en particular las reformas introducidas sobre gobierno corporativo atienden los estándares internacionales emitidos por organismos como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

III. 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 POI se desglosan en:

Indicadores de la gestión

La Superintendencia registró un gasto que representa una ejecución presupuestaria del 73.66%. Se debe considerar 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.

Cuadro N°1
Distribución de ejecución presupuestaria 2015

Partida	Presupuesto final	Ejecución	%
Remuneraciones	3,567,516,776.61	2,801,102,682.64	78.52%
Servicios	2,120,421,034.06	1,393,965,070.43	65.74%
Materiales y suministros	27,407,170.00	16,878,781.18	61.59%
Bienes duraderos	52,196,745.50	43,009,785.35	82.40%
Transferencias corrientes	113,767,336.82	77,385,391.96	68.02%
TOTAL	5,881,309,063.00	4,332,341,711.56	73.66%

Indicadores de resultados

El 16 de setiembre del 2014, mediante acuerdo de la sesión 1124-2014, artículo 14, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif), dispuso aprobar las matrices sectoriales y la ficha de indicador que contienen el detalle de los objetivos, resultados, presupuesto, indicadores, metas y responsables de su cumplimiento correspondientes al sistema de supervisión financiera y que forman parte del Plan Nacional de Desarrollo 2015-2018. El indicador propuesto para el periodo indicado, es la aplicación del enfoque de Supervisión Basada en Riesgo por parte de las cuatro Superintendencias, cada una con las responsabilidades correspondientes para el alcance de este objetivo para el año 2018. Los indicadores señalados en el párrafo anterior, sustituyen el indicador de grado de cumplimiento de la normativa del mercado de valores y sus prácticas en relación con los 30 Principios que establece la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) propuestos inicialmente en el Plan Operativo Institucional 2015.

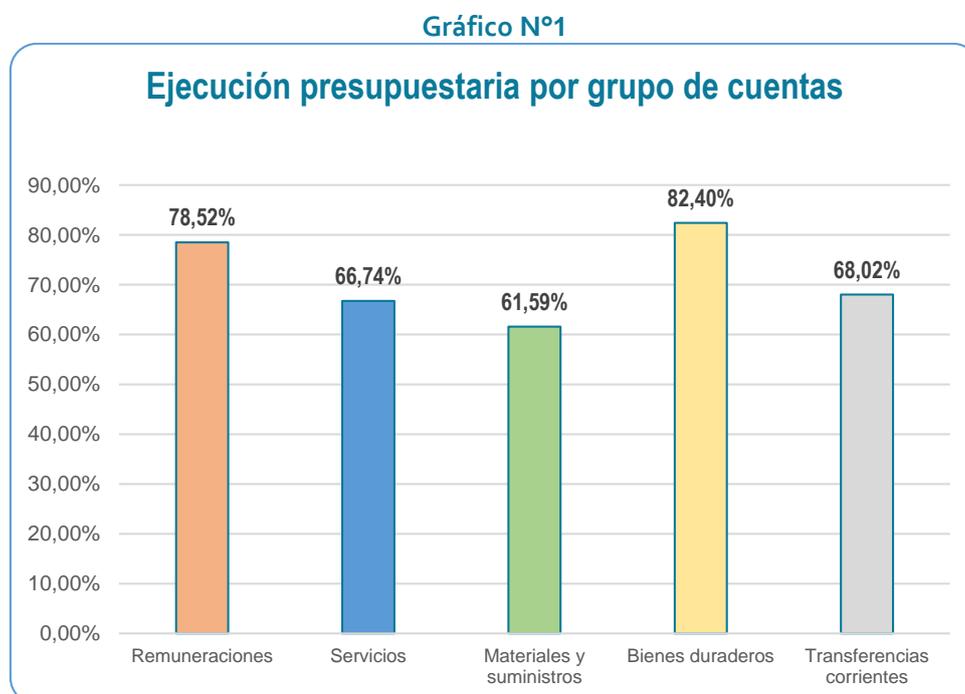
En dicha matriz, no se estableció meta para la SUGEVAL en el 2015, por cuanto se encuentra en la etapa relativa al desarrollo del marco metodológico de la supervisión con base en riesgos.

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 2015 se realizaron un número de 251.71 trabajos, tomando en cuenta la ponderación de los trabajos iniciados pero no completados al final del año, de un total de 286 trabajos inicialmente programados, lo cual arroja un nivel de eficacia de 88,00%. En lo que respecta al indicador del nivel de trabajos realizados, se obtiene que durante el año 2015, fue necesario efectuar un número superior de trabajos (115) a los inicialmente programados, lo cual produjo un indicador con un resultado de 91.45%, porcentaje considerado como excelente de acuerdo con los parámetros de medición.

2. Presupuesto y Ejecución Presupuestaria

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



En el marco de los esfuerzos de contención del gasto decretados para el sector público, en el 2015 se realizó una revisión más detallada de las necesidades, tanto a nivel de formulación de presupuesto 2016 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. Al 31 de diciembre se contaba con 14 plazas vacantes. Un 49,48% del total de sub-ejecución presentada en el 2015 corresponde a los fondos remanentes en la partida de remuneraciones. El porcentaje de ejecución al final de período fue de 78.52%.

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 Banco Central de Costa Rica, 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 de las instalaciones y de los vehículos oficiales. Debido a los esfuerzos de contención del gasto y sub ejecución de la partida de pago de servicios administrativos al Banco Central, esta partida tuvo un nivel de ejecución del 65.74%.

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 mediante taxis 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. Esto se materializa en una ejecución del 61,59%, lo cual corresponde en términos absolutos a ₡16,88 millones.

Bienes duraderos

Este es el grupo de cuentas en el que se incluye el Plan de Inversiones de la Sugeval, básicamente la compra de hardware y software, así como otras compras menores de activos. Durante el periodo 2015, se oficializó el traslado del Área de Tecnología de Información al BCCR, por lo que la mayoría de recursos asignados a esta partida y relacionados con la mencionada área, fueron trasladados a la partida de gastos administrativos al BCCR. Esta partida tuvo un nivel de ejecución del 82,40% que en términos absolutos equivalen a ₡43 millones.

Transferencias corrientes

Por último, en este grupo de cuentas se presupuesta los programas de adiestramiento de funcionarios como maestrías o cursos de inglés. 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 61,59% correspondiente en términos absolutos a ₡16,9 millones.

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

Cuadro N°2
Ejecución presupuestaria anual
2011-2015

Año	Porcentaje
2011	93,25%
2012	86,24%
2013	86,61%
2014	84,98%
2015	73,66%

Como se puede observar en el cuadro anterior, el nivel de ejecución presupuestaria del período 2015 ha sido el menor de los últimos 5 años.

3. Integración tecnológica

Por acuerdo adoptado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR) se tomó la decisión de integrar los servicios tecnológicos brindados por las Superintendencia General de Entidades Financieras, de Valores y la Superintendencia de Pensiones a la División de Servicios Tecnológicos del Banco Central de Costa Rica.

Esta decisión se adoptó fundamentalmente con el fin de optimizar el uso de los recursos asignados a los órganos de supervisión y con ello, generar esquemas que permitan compartir, integrar y estandarizar tecnologías de información a nivel de la corporación Banco Central.

Para el año 2015, las plazas asignadas al Departamento de Informática de la Sugeval pasaron a formar parte de la relación de puestos del Banco Central de Costa Rica, así como la coordinación para integrar de forma ordenada, los procesos y los recursos a las plataformas de trabajo del ente emisor.

Adicionalmente, se trabaja en los acuerdos de nivel de servicio requeridos para contar con los recursos tecnológicos para apoyar el cumplimiento de los objetivos institucionales.

4. 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 2015 se aplicó un cuestionario para realizar la autoevaluación que evalúa 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. Con el objetivo de profundizar en cada uno de los componentes, cada año esta herramienta se diseña con énfasis en alguno de los componentes del sistema de control interno antes mencionados, en esta ocasión el énfasis fue en el componente de Seguimiento.

Adicionalmente a la evaluación mencionada, cada área toma uno de sus procesos y lo evalúa desde el punto de vista de control interno. 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 2015, las medidas concluidas están relacionadas con la revisión y mejora de procesos de trabajo. Igualmente de la autoevaluación aplicada, las medidas propuestas tienen que ver con mejoras en difusión de información relacionada con el Registro de Incidentes de Riesgo, actualización o diseño de sistemas informáticos, actualización y mejoras en procesos, definición de planes de capacitación específicos por unidad de negocio, implementación del programa de la ética Institucional.

5. 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 2015, en el mes de enero. En la valoración de riesgo realizada en este año, se efectuó un ajuste a la metodología utilizada de manera que, además de evaluar los eventos de riesgo para toda la Institución, cada unidad de negocio seleccionó un proceso crítico al que se le identificaron eventos de riesgo propios. Las unidades valoraron entonces, los eventos de riesgo institucionales y específicos (relacionados con el proceso crítico elegido).

Como resultado, se identificó un total de 109 eventos de riesgo. De estos eventos, 66 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 43 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 al que pertenece 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 2014.

Producto de estas evaluaciones y de las sugerencias de los Directores y Jefes, el Despacho aprobó la implementación de 17 nuevas medidas de administración de riesgo. 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 tienen que ver con definir e implementar un programa de ética institucional, charla para sobre reforzamiento de políticas, responsabilidades de los funcionarios y tratamiento de información confidencial, mejoras en sistemas de trabajo internos y procesos, definir un plan de manejo del cambio, implementar un plan de capacitación institucional, entre otras.

En el 2015 se implementó una base de datos para el registro de incidentes de riesgos, a la que cualquier funcionario de la Institución tiene acceso y puede reportar cualquier situación que considere afecte el cumplimiento de los objetivos institucionales. Cada incidente registrado es valorado por el Comité de Riesgos y los Directores de la unidad involucrada, de manera que en los casos que amerite se definen medidas de administración que procuren evitar la reincidencia. Con este registro se pretende generar datos históricos de incidentes que coadyuven con la toma de decisiones para la gestión de riesgo institucional.

IV. Situación general de los mercados

El comportamiento de la economía costarricense durante el año 2015 estuvo caracterizado por la estabilidad en el tipo de cambio, que mostró pocas variaciones y cerró el año con una apreciación de la moneda, un ajuste a la baja en las tasas de interés en colones, así como una caída en el nivel general de precios. Por su parte, el alto déficit fiscal constituyó el principal aspecto negativo y la mayor preocupación para la estabilidad macroeconómica y financiera futura.

La inflación general, medida por la variación interanual del índice de precios al consumidor (IPC), mantuvo un comportamiento descendente desde diciembre del 2014, registrando variaciones negativas a partir del mes de julio de 2015, para cerrar el año con una variación de -0,81%, nivel que se presenta por primera vez en los últimos 50 años. Esta característica respondió, en buena medida, a la reducción en los precios internacionales de las materias primas, de bienes y servicios regulados por Ley y de algunos productos agrícolas, no así a una política monetaria restrictiva por parte del Banco Central de Costa Rica.

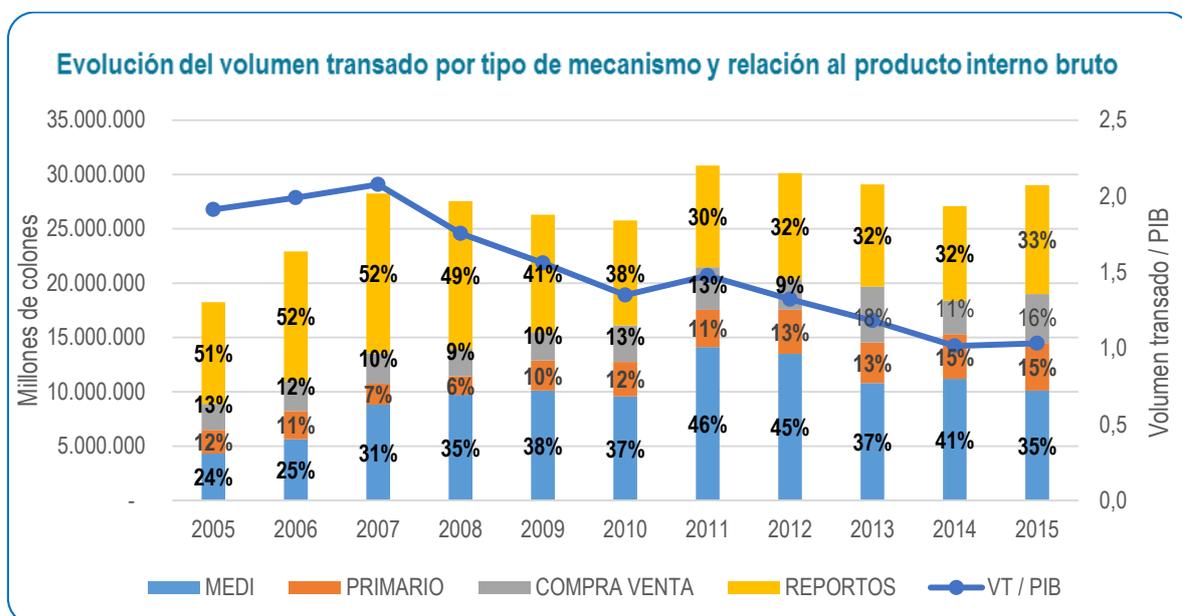
En el mercado cambiario se presentó una condición superavitaria que generó presiones a la apreciación del colón en torno al 0,8%. Esta mayor disponibilidad de divisas respondió a la mejora en los términos de intercambio y al ingreso neto de recursos externos para el sistema financiero y el sector público. En este contexto, la autoridad monetaria mantuvo participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, para blindaje financiero mediante el fortalecimiento de sus reservas monetarias internacionales, y para evitar fluctuaciones “anormales” del tipo de cambio sin interrumpir la tendencia que señalan las variables que lo determinan en el largo plazo.

La tasa básica pasiva, principal referente de las tasas de interés en colones del mercado financiero, finalizó el 2015 en 5,95% siendo el nivel más bajo registrado durante este año, y a la vez, el más bajo observado desde julio del 2008. Los excesos de liquidez en el sistema financiero, el lento crecimiento del crédito en moneda local y la reducción de la inflación son los principales factores que permitieron los paulatinos ajustes a la baja en las tasas de interés. No obstante, la disminución de 1,25 puntos porcentuales a lo largo del año, refleja la lentitud y gradualidad con que respondió a los constantes recortes en la tasa de política monetaria por parte del Banco Central (siete disminuciones a lo largo de 2015 para llevarla de 5,25% a 2,25%), y a la histórica disminución en los niveles de inflación que se redujo de 4,39% en enero a -0,81% en diciembre.

Los agregados monetarios y el crédito al sector privado crecieron en promedio a tasas ligeramente por debajo de lo esperado y de lo observado el año anterior. De tal manera, la mayor disponibilidad, en términos reales de fondos prestables incrementó la capacidad de financiar el crecimiento económico sin generar presiones inflacionarias por la vía de demanda agregada. Respecto al ahorro financiero, los agentes económicos mostraron mayor preferencia por las operaciones a plazo en instrumentos denominados en moneda nacional, lo cual es congruente con el incremento en términos reales de las tasas de interés y la existencia de un premio por invertir en colones. Sin embargo en el 2015 el grado de dolarización del crédito aumentó, lo cual amenaza la efectividad de la política monetaria e introduce riesgos para la estabilidad del sistema financiero.

En cuanto a la composición del volumen transado por tipo de operación, se observa que las operaciones del mercado de dinero representan el porcentaje más importante, seguido por las operaciones de reporto. Al cierre del 2015 se observa un leve incremento a la razón entre el PIB y el volumen transado, si se comparado con el año anterior, lo que cambia la tendencia a la baja que se observa en esta razón desde el año 2011.

Gráfico N°2



Economía internacional

La evolución de la economía internacional durante el 2015 estuvo caracterizada, en términos generales, por los siguientes aspectos: i) un crecimiento moderado pero desigual entre países y regiones; ii) menores flujos de comercio mundial, provocados por la ralentización (o contracción en algunos casos) de las economías emergentes; iii) baja inflación, impulsada por la caída de los precios internacionales de materias primas, particularmente el petróleo; iv) políticas monetarias expansivas y; v) mayor volatilidad en los mercados financieros, en parte explicada por la incertidumbre respecto al esperado incremento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los EE.UU., lo cual finalmente sucedió a mediados del mes de diciembre, poniendo fin a un período de 7 años durante el cual su tasa de referencia se mantuvo cercana a cero (entre 0 y 0,25%).

La economía estadounidense experimentó un repunte moderado durante la mayor parte del año 2015 pero hacia el último trimestre, frenó su ritmo de crecimiento a un 0,7% (luego de que en el trimestre anterior había alcanzado el 2%), situación que generó incertidumbre sobre las perspectivas de consolidación de su actividad económica así como del ritmo de los futuros ajustes en su política monetaria. China, la segunda economía mundial y el mayor comprador global de materias primas, tuvo un papel protagónico durante el año a medida que la ralentización de su actividad económica generó importantes efectos negativos en las economías emergentes e introdujo volatilidad en los mercados ante el riesgo de que las perspectivas de crecimiento mundial se ajustaran a la baja. La Eurozona, por su parte, enfrentó un proceso de reactivación económica muy lento durante el 2015 que llevó a las autoridades del Banco Central Europeo a finalizar el año con una política monetaria aún más laxa (rebajó su tasa

de facilidad de depósito a niveles negativos) y a prolongar en el tiempo su programa de compra de deuda, en un intento por dar un mayor impulso a la inflación y a la economía.

Comportamiento de la deuda pública y privada

El mercado primario en el año 2015, presentó un mayor dinamismo en cuanto a volumen transado, emisores y plazo de colocación. Las colocaciones realizadas por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica siguen siendo las más representativas con un 88% (¢2.585.662 millones), seguido de los bancos públicos con un 5% (¢147.902 millones), los que pierden participación relativa respecto a lo observado en el año 2014 (¢260.323 millones). Esta situación se asocia a una mayor participación de los emisores bancarios privados con un 4,6% (¢134.393 millones) a través de las colocaciones de títulos estandarizados.

El Ministerio de Hacienda y el Banco Central han colocado principalmente títulos de mediano plazo (más de 1 año y menos de 5 años) a tasa fija, a diferencia de lo que se observaba en años anteriores. Además, estos emisores ofrecieron una mayor cantidad de series durante este año.

Por su parte, la oferta y demanda de títulos cero cupón es limitada, el Banco Central ofreció en promedio dos series por mes y el Ministerio de Hacienda una serie, los títulos tasa variable redujeron la oferta durante el primer semestre.

Los emisores distintos al Ministerio de Hacienda y el Banco Central ofrecen y asignan emisiones estandarizadas de corto y mediano plazo.

Cuadro N°3

Volumen transado en mercado primario (millones de colones)

Características emisión	Plazo de colocación	Sector	2015	%
Estandarizada	Corto Plazo	Gobierno y Banco Central	218,005	7%
		Banco Público y Banco Popular	3,672	2%
		Banco Privado	11,802	5%
		Financiera No Bancaria		0%
		Público No Financiero		0%
		Sector Externo	10,016	4%
		Corto Plazo Total	243,495	8%
	Mediano Plazo	Gobierno y Banco Central	1,322,711	82%
		Banco Público y Banco Popular	134,040	8%
		Banco Privado	122,591	8%
		Financiera No Bancaria	22,589	1%
		Público No Financiero		0%
		Sector Externo	14,532	1%
		Mediano Plazo Total	1,616,462	55%
	Largo Plazo	Gobierno y Banco Central	1,044,947	97%
		Banco Público y Banco Popular	10,190	1%
		Banco Privado		0%
		Financiera No Bancaria		0%
Público No Financiero		21,830	2%	
Sector Externo			0%	
	Largo Plazo Total	1,076,966	37%	
Tota estandarizada			2,936,923	78%
Individualizada	Corto Plazo	Banco Público y Banco Popular	523,329	65%
		Banco Privado	239,785	30%
		Financiera No Bancaria	44,447	6%
		Sector financiero	500	0%
Total individualizado			808,060	22%
Total			3,744,984	100%

Las preferencias de los inversionistas por moneda, plazo y emisor, observadas en el mercado primario se replican también en el mercado secundario de compra ventas. El volumen de compra ventas –renta fija- negociado en el mercado de valores fue de ₡4.320.946 millones, un 47% mayor al volumen negociado durante el 2014. El incremento en el volumen negociado fue en las operaciones de moneda local (76%) y principalmente en la deuda estandarizada (95%), mientras que en dólares, los volúmenes transaccionales se mantuvieron muy parecidos al año anterior. Paralelo a éste comportamiento, se observa una recomposición según las características de la emisión, es decir; mientras que la negociación de certificados de inversión en colones representaba un 24% en el 2014, pasó a representar un 16% en el 2015.

Por otra parte, en lo que respecta a la estructura por plazo, el volumen durante el 2015 se concentró en el mediano plazo, el cual ascendió a ₡2.945.917 millones (53% 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, ambos con vencimiento entre el 2015 y 2019.

Curva de rendimientos de las emisiones en dólares y colones

La reducción en los rendimientos y la expectativa sobre el comportamiento en las tasas de interés en colones, ha provocado el desplazamiento a la baja en los rendimientos para todos los plazos y de una forma paralela.

La curva de rendimientos en dólares de las emisiones de tasa fija emitidas por el Ministerio de Hacienda en año 2015 no presentó cambios significativos.

Gráfico N°3

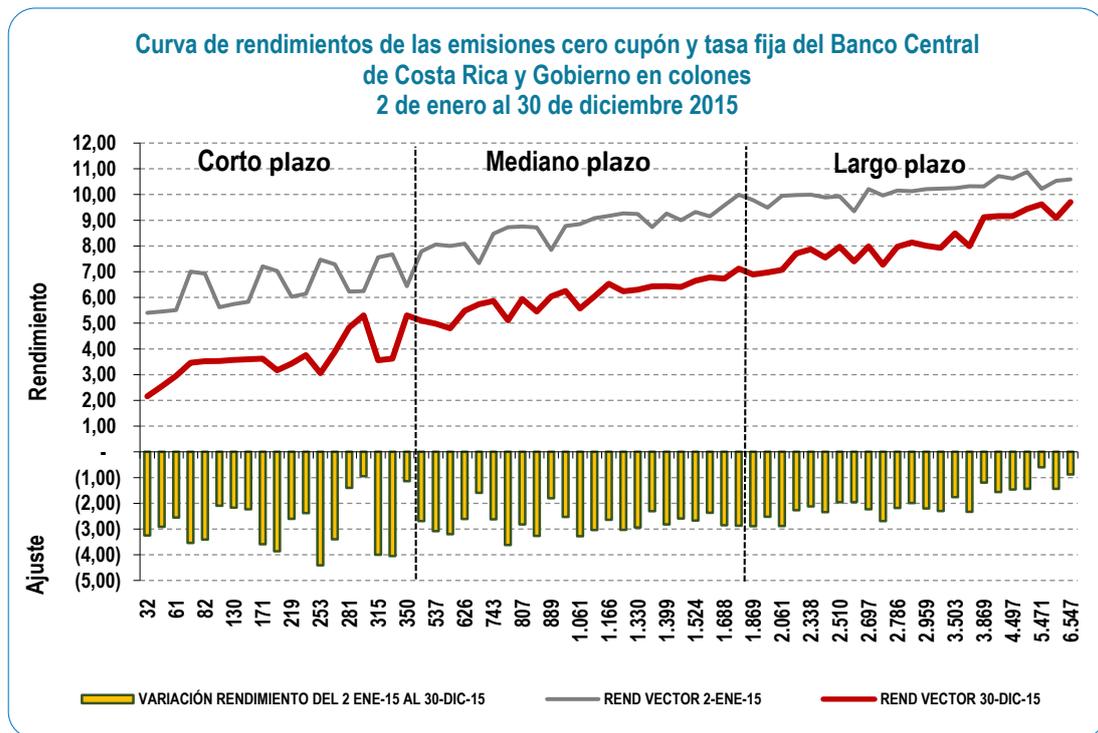
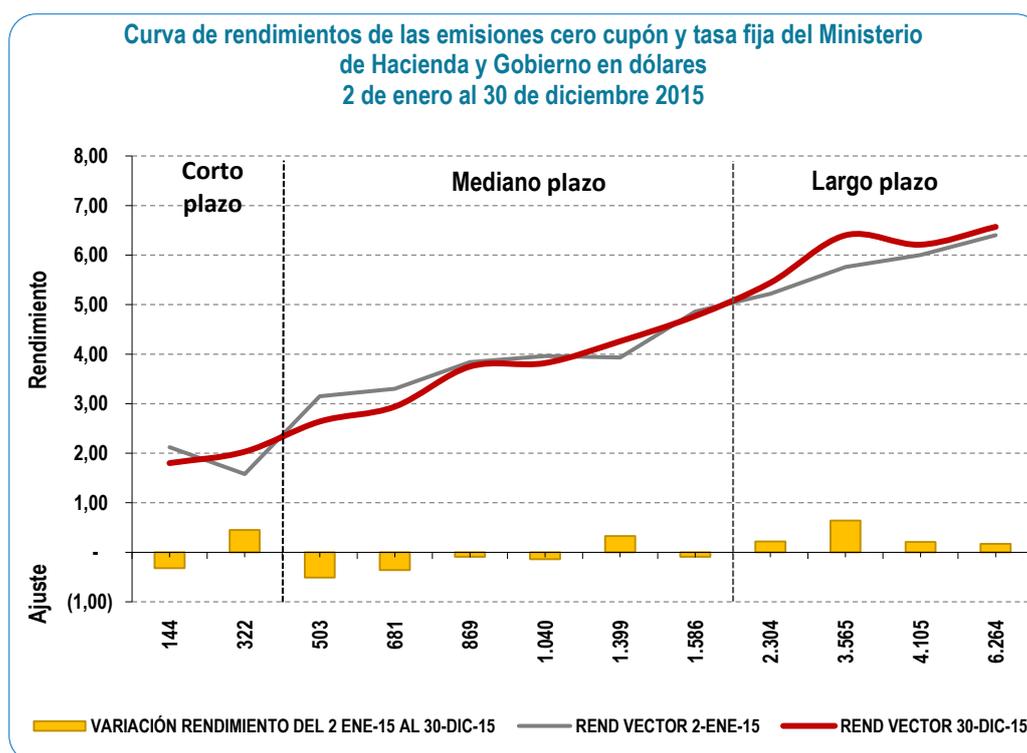


Gráfico N°4



Saldo abierto a plazo

El saldo abierto a plazo visto por la posición compradora a plazo (deudora), presentó durante el 2015 un incremento total del 31% en operaciones liquidadas en colones, equivalente a un monto de \$54.211 millones netos. Por su parte en dólares el incremento fue del 2%, equivalente a \$7.5 millones, según se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Cuadro N°4

Saldo abierto a plazo: posición compradora a plazo Cifras expresadas en su respectiva moneda

	24-dic-14	24-dic-15	Variación Absoluta	Variación Porcentual
COLONES	174,057,292,522	228,268,107,222	54,210,814,699	31%
Reportos a 1 día	9,153,892,055	1,300,441,096	(7,853,450,959)	-86%
Reportos a más de 1 día	164,903,400,467	226,967,666,126	62,064,265,658	38%
DOLARES	470,345,155	477,850,408	7,505,253	2%
Reportos a 1 día	4,681,196	478,987	(4,202,209)	-90%
Reportos a más de 1 día	465,663,959	477,371,421	11,707,462	3%

Los diferentes instrumentos emitidos por el Ministerio de Hacienda representan el 66% del saldo abierto en colones al cierre del 2015, de los cuales los títulos de propiedad en colones representan el 60%, y los títulos de propiedad en dólares un 4% del total; en segundo lugar están los instrumentos del Banco Central de Costa Rica con un 16%, siendo los bonos de estabilización monetaria tasa fija los más significativos con un 13%, y los bonos de estabilización monetaria tasa variable con un 3%; y en tercer lugar como emisor se ubica el Banco Popular y de Desarrollo Comunal con un 11%, donde los certificados de depósito a plazo representan el 7%.

En dólares los títulos del Ministerio de Hacienda representan el 69%, donde los títulos de propiedad en dólares son los más representativos con el 39%, seguidos de títulos de deuda externa con vencimiento en el año 2020 con un 16%, de forma distanciada le siguen las diferentes emisiones del Fideicomiso de Titularización P.T. Garabito que en conjunto representan el 6%.

Las garantías promedio aportadas en las operaciones de reporto al cierre del 2015 según tipo de subyacente son:

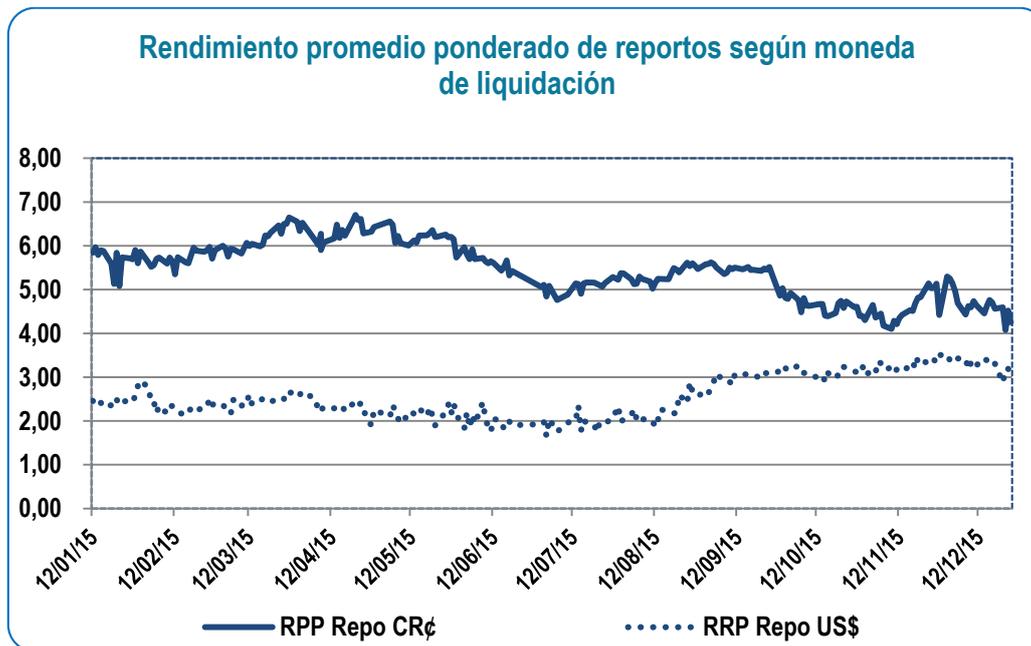
Cuadro N°5

Porcentaje promedio de garantías aportadas en reportos

Colones		Dólares	
Tipo subyacente	% Garantía	Tipo subyacente	% Garantía
Deuda	18.05	Deuda	19.09
Acción	46.56	Acción	58.13
Participación	36.54	Participación	35.63

El costo promedio de financiamiento de los reportos en colones fue de 5,44% durante el 2015, con un mínimo de 4,07% y un máximo de 6,71%; en el caso de los dólares el promedio fue del 2,56%, con un mínimo de 1,65% y un máximo de 3,53%.

Gráfico N°5



El plazo promedio de las operaciones de reporto en mercado secundario fue de 34 días para las operaciones en colones y de 42 días en dólares, y los principales tipos de cliente participantes según su posición son:

Cuadro N°6

**Saldo abierto a plazo al 24 de diciembre del 2015
(por categoría de clientes)**

Compradores a Plazo (deudores)		Vendedores a Plazo (inversionistas)	
Colones:			
Posición propia ¹	36%	Bancos	23%
Jurídicos ²	20%	Fondos de inversión	18%
Físicos ³	17%	Cooperativas	11%
Dólares:			
Jurídicos	45%	Fondos de inversión	34%
Físicos	32%	Bancos	20%
Posición propia	14%	Jurídicos	20%

¹ Posición propia: Se refiere a operaciones que realizan los puestos de bolsa por cuenta propia y no de terceros

² Jurídicos: operaciones de sociedades anónimas

³ Personas: operaciones de forma individual

Mercados de liquidez

El volumen total negociado en el mercado de dinero (reportos a un día) disminuyó en un 10% en relación con el volumen observado durante el año 2014, lo que representa en forma segregada por moneda, una disminución de un 23% en las negociaciones en colones y un aumento del 123% en dólares.

En cuanto a la estructura de los inversionistas no se observan cambios, los fondos de inversión del mercado de dinero y los bancos comerciales son los principales proveedores de recursos, mientras que los puestos de bolsa por cuenta propia son los principales tomadores de recursos.

Por su parte, el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) presentó un mayor dinamismo en colones al registrar un volumen anual negociado que pasó de ₡40.087.914 millones a ₡54.189.267 millones, que equivale a un incremento del 35%. En dólares el volumen total negociado pasó de \$6.494.186 millones a \$1.356.363 millones, para una reducción del 79%.

Las subastas de contracción por su parte siguen siendo el mecanismo por el cual el ente emisor ha drenado parte de los excedentes de liquidez y que a su vez le ha permitido controlar la volatilidad de la tasa de interés. El 57% del volumen negociado en el mercado de liquidez corresponde a la colocación de subastas de contracción, 26% a facilidades permanentes de depósito, 15% a negociaciones entre participantes distintos del BCCR y un 3% en facilidades permanentes de crédito. Cabe destacar, que durante el año el BCCR no colocó subastas de inyección, situación que va paralela al aumento en la colocación de subastas de contracción en un 134% con relación al año anterior, situación que generó el aumento en la captación de recursos, principalmente en el segundo semestre de este año.

Situación financiera de los puestos de bolsa

Los resultados de la industria de puestos de bolsa en el año 2015 reflejan una significativa recuperación con respecto al 2014 y uno de los desempeños más altos del quinquenio. Al igual que en el año 2013 el mercado se vio favorecido por una coyuntura de reducción en las tasas en colones, lo que permitió generar importantes ganancias de capital provenientes de las carteras propias de los puestos de bolsa. El ingreso operativo que representó el 56,6% del ingreso total, se incrementó un 27,6%, donde el aumento porcentual fue similar en las comisiones generadas en negociaciones locales, como las que provienen de negociaciones internacionales. Sin embargo, cabe resaltar que el componente financiero fue el que aportó el mayor crecimiento a los ingresos con ₡10.182 millones, sobresaliendo el aumento en las ganancias de capital del 331,3%.

Como era de esperar los rubros de gastos asociados a una reactivación del mercado también registraron variaciones positivas. El gasto de personal creció 23,6% lo que equivale a ₡3.624 millones, mientras que el correspondiente a impuesto de renta aumentó ₡1.577 millones (119,8%). La estructura de gastos se ha mantenido invariable a lo largo del quinquenio teniendo el mayor peso los financieros, por el financiamiento mediante reportos tripartitos de las carteras propias, que fue otro de los componentes que se incrementó en el 2015 (29,7%). El aumento total en los gastos fue de ₡8.065 millones (21,2%).

A diferencia del año anterior en el que el comportamiento del tipo de cambio favoreció la realización de ₡2.006 millones en ganancias cambiarias, en el 2015 por la tendencia estable de esta variable el resultado cambiario no tuvo ningún impacto en los resultados, a pesar de que la

exposición al riesgo asociado aumentó 11% por influencia del sector de puestos privados bancarios, totalizando \$54 millones. Sin embargo, el crecimiento del patrimonio ha permitido mantener la relación posición neta a patrimonio en niveles similares a lo largo del quinquenio. Este crecimiento en el patrimonio se ha sustentado principalmente en la acumulación de utilidades más que en aportes de capital.

A pesar de la venta de inversiones para generar ganancias de capital, al cierre del año los saldos en cartera propia de la industria se incrementaron ₡41.044 millones (17.3%), totalizando ₡278.405 millones. El aumento absoluto provino casi en su totalidad del sector de puestos públicos (forman parte de un grupo financiero propiedad del Estado), que además representan el 78,8% del saldo total. No obstante, el aumento relativo en el sector de puestos independientes (son aquellos que no pertenecen a grupos financiero) fue de 11%, mientras que el sector de puestos privados bancarios (pertenecen a grupos financieros privados) redujo su saldo en un 4%. En concordancia, el financiamiento de la cartera con reportos tripartitos también aumentó ₡19.040 millones (16,6%). La industria cerró el año con un 75,2% de sus inversiones garantizando este tipo de operaciones, la relación se ha mantenido estable a lo largo del quinquenio con un promedio de 72,5%, pero a diferencia que este año registró el mayor nivel.

Finalmente la utilidad neta de la industria registró un significativo incremento del 81,9% totalizando ₡18.319 millones, el mayor nivel del quinquenio y una rentabilidad del 14,2% por encima del promedio de 11%. Todos los sectores han registrado una vertiginosa recuperación a partir del año 2011, siendo la más notable la del sector privado no bancario, donde la rentabilidad pasó de -0.6% en el 2011 a 12% en el 2015; aun así su aporte al total de la utilidad es el más bajo, 10%, seguido de los privados bancarios que aportaron el 20% y registraron también un 12% de rentabilidad. Los puestos públicos fueron los más beneficiados con la coyuntura de tasas con lo que afianzaron su importancia en la industria pasando de representar el 54% de la utilidad neta en el 2014 a un 70% en el 2015, en consecuencia registraron la mayor rentabilidad de la industria con un 16%.

Industria de Fondos de Inversión en 2015

El saldo del activo total administrado en forma agregada ascendió a US\$ 4.180 millones, con un incremento de 16,9% con respecto al 2014. Los fondos de mercado de dinero concentraron la mayor participación con un 54,5% (US\$ 2.279 millones), seguidos por los fondos de inversión inmobiliarios con un 30,6% (US\$ 1.278 millones). El resto del saldo corresponde a los fondos de inversión financieros (accionarios, crecimiento, ingreso y megafondos) con un 10,6% (US\$ 443 millones) y los fondos de inversión de desarrollo inmobiliario con un 4,3% (US\$ 180 millones). A diciembre 2015, el saldo administrado en fondos de inversión representó un 7,7% del Producto Interno Bruto (PIB), durante los últimos cinco años dicha participación ha oscilado entre el 6,3% y el 7,9%.

Cuadro N°7

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

Tipo	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Fondos en Dólares	\$1.865	\$1.850	\$2.218	\$2.505	\$2.537
Fondos en Colones	¢414.273	¢489.894	¢568.133	¢567.797	¢874.092
Fondos en Euros	€7,2	€3,7	€3,0	€3,6	-
Activo total (US\$)	\$2.694	\$2.831	\$3.369	\$3.574	\$4.180
Activo total (¢)	¢1.361.261	¢1.421.146	¢1.668.155	¢1.906.225	¢2.224.007
Abiertos	48,4%	53,2%	68,4%	69,1%	61,3%
Cerrados	51,6%	46,8%	31,6%	30,9%	38,7%
Cantidad fondos en operación	106	99	98	97	94

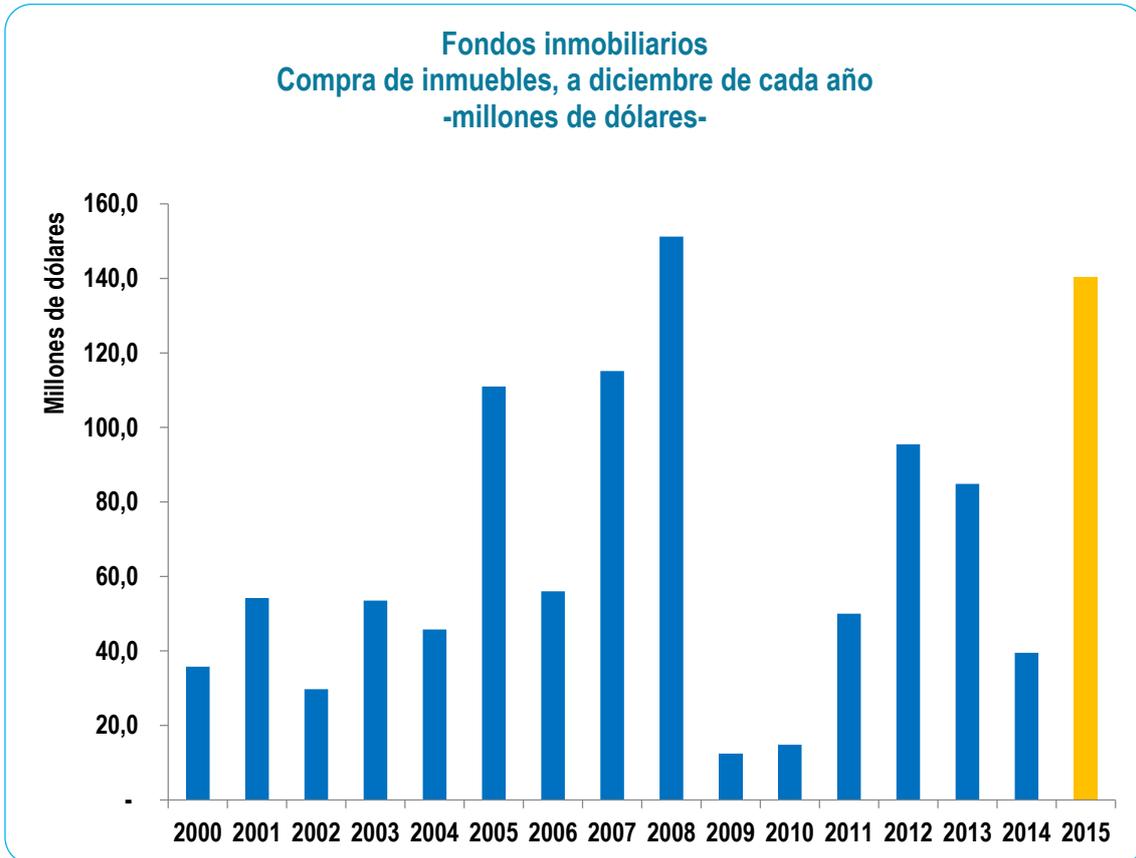
Del activo total administrado, un 60,7% correspondió a fondos de inversión denominados en dólares, un 39,3% a fondos en colones, dicha composición con respecto al período 2014 tuvo un cambio relevante, evidenciado la mayor deseabilidad de inversiones en colones con el correspondiente descenso de la inversión en fondos denominados en dólares que tenían una participación del 70,1% al cierre del periodo anterior. El número de cuentas abiertas en todas las sociedades administradoras de fondos de inversión ascendió a 85.039, para un incremento de 18,9% respecto al número de cuentas registradas a diciembre del 2014, lo cual es consistente con las estrategias de distribución de estos productos a más clientes minoristas que han emprendido algunas sociedades administradoras. Como consecuencia, la inversión promedio por cuenta abierta disminuyó a US\$46,2 miles en comparación con los US\$47,2 miles al cierre del año anterior, dato que si bien señala a una mayor desconcentración de los saldos administrados a nivel agregado, se advierte que algunos fondos de inversión se caracterizan por poseer altos niveles de concentración en su cartera de inversionistas, dentro de los cuales sobresalen los institucionales y algunas entidades estatales.

De los fondos de inversión del mercado de dinero, se destaca que el 22,7% del total de activos administrados correspondió a efectivo en cuentas corrientes en entidades bancarias (15,3% al cierre de 2014). Durante el año los niveles de efectivo se mantuvieron superiores a los niveles del año 2014, como parte de la estrategia de gestión de la liquidez de los gestores de fondos y en general a los mayores niveles de liquidez observados en la economía.

El 50,6% correspondió a certificados de depósito en entidades bancarias con vencimientos que mayoritariamente no superan los 180 días (58,9% al cierre de 2014). 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 2015, los fondos de inversión inmobiliarios tuvieron un comportamiento más activo en cuanto al nivel de compras con respecto a los años anteriores, el volumen de compras fue de \$ 140,3 millones concentrado principalmente en la adquisición de inmuebles dedicados a las actividades de comercio y oficinas localizados en San José. Dicho nivel de compras, es el más alto desde el año 2008 (para ese año el nivel de compras fue de \$ 151,2 millones).

Gráfico N°6



V. Retos y perspectivas futuras

En materia de Planificación Estratégica se dará continuidad a las fases pendientes de los cuatro proyectos estratégicos en curso que se detallaron en la primera parte de este documento.

Otro de los trabajos de atención permanente de esta Superintendencia es la elaboración de normativa. Los proyectos normativos programados para el año 2016 son los siguientes:

Fondos de Inversión

Para el 2016 se llevará a cabo el proceso de reforma reglamentaria sobre sociedades administradoras y fondos de inversión, según el marco conceptual avalado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, en noviembre del 2015. Como principal reto

en esta tarea se tiene el lograr un balance en los intereses de la industria, el público inversionista y la gestión de los riesgos sistémicos del mercado, que permitan la aprobación de normas más flexibles que brinden mayor espacio a las sociedades administradoras de fondos de inversión a la creatividad, la innovación y las posibilidades de estructuración de nuevos tipos de fondos de inversión en nuestro mercado.

Calificación de Valores y Sociedades Calificadoras de Riesgo

Los procesos normativos y regulatorios, tanto nacionales como internacionales, son sujeto de ser afectados por los cambios constantes que se producen en el medio, así como por el surgimiento de nuevos conocimientos e información que se genera en los mercados financieros. Justamente, a raíz de los estudios que efectúa la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) tanto por medio de su comité permanente para seguimiento de calificadoras de riesgo, como de las experiencias recogidas por algunos de sus miembros en el ejercicio de actividades de supervisión en dicho sector, es que se generó una actualización al Código de Conducta para Calificadoras de Riesgo que había emitido este órgano en el año 2008. Esta nueva versión recoge el reforzamiento de aspectos significativos relacionados con la calidad de los procesos de calificación, el manejo de conflictos de interés, la transparencia en los procesos de calificación y manejo de la información confidencial, la adición de medidas relacionadas con Gobierno Corporativo, capacitación y gestión de riesgos, así como algunas modificaciones que buscan mayor claridad en los lineamientos y disposiciones de las entidades.

De igual forma, a nivel nacional se han dado una serie de modificaciones en los reglamentos asociados al mercado de valores, que pretenden darle mayor dinamismo pero también definir principios que regulen el actuar de los participantes.

A la luz de esta nueva propuesta internacional de mejores prácticas en la materia, tanto como de los aportes generados por modificaciones en reglamentación del mercado de valores y del enfoque de supervisión basada en riesgos hacia donde apunta la Superintendencia General de Valores, resulta oportuno efectuar durante el periodo 2016 una revisión del Reglamento sobre Calificación de Valores y Sociedades Calificadoras de Riesgo, de manera que se realicen los ajustes que se requieran de forma que responda a los actuales requerimientos del sector.

Oferta pública de valores

En materia de oferta pública, el cronograma propuesto para el 2016 incluye la aprobación definitiva de la reforma al Reglamento sobre oferta pública de valores, así como el inicio de un nuevo proyecto enfocado en la definición de un prospecto electrónico para entidades emisoras, que permita hacer más eficiente el proceso de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI). Sobre este último, se espera llevar a cabo la fase inicial en la que se defina el marco conceptual del proyecto, su alcance y los recursos necesarios para su desarrollo.

Intermediarios

El Reglamento de intermediación de valores y actividades complementarias concluyó el proceso de consulta y se encuentra en espera de aprobación final por parte del Conassif. Una vez que esto suceda, se dará un proceso de acompañamiento al medio en aras de garantizar una adecuada implementación del mismo.

Otros participantes del mercado: Bolsa de Valores y Custodios

Se espera elaborar una propuesta de reforma normativa al reglamento de bolsa de valores y al reglamento de custodia. Además, se trabajará en mejoras a varios reportes de información, entre ellos el auxiliar de custodia, el de operaciones internacionales, y el reporte de saldos en circulación, con el objetivo de brindar al público una mejor información para la toma de decisiones.

Durante el año se espera iniciar un análisis de la valoración a precios de mercado en el sistema financiero en conjunto con las otras Superintendencias, con el objetivo de identificar posibles mejoras a la normativa vigente.