



INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Memoria del Seminario Gerencial
Caracterización y análisis de tendencias de los fondos de inversión
en Costa Rica

Trabajo final presentado por:

Esteban Chaves Méndez

Marvin González Arce

María Fernanda Hernández Díaz

Adriana Leiva González

Mauren Morera Lizano

Profesor guía:

Victor Garro Martínez

Grado a optar:

Licenciatura en Administración de Empresas, énfasis en Administración Financiera

I Semestre

2015

ÍNDICE GENERAL

Índice General.....	2
Índice de Tablas y Figuras	4
Índice de Gráficos	5
Abreviaturas.....	7
Introducción	8
Capítulo I. Generalidades de la investigación	9
A. Planteamiento de problema.....	9
B. Objetivo general	9
C. Objetivos específicos	9
D. Alcance y limitaciones.....	9
E. Justificación.....	10
Capítulo II. Marco Teórico	12
A. Definición de fondo de inversión.....	12
B. Administración de los fondos de inversión	13
C. Clasificación de los fondos de inversión.....	14
D. Principales riesgos asociados a los fondos de inversión	17
E. Calificadoras de riesgo	20
Capítulo III. Marco Metodológico.....	29
A. Enfoque del estudio.....	29
B. Tipo de estudio.....	29
C. Fuentes de información	29
D. Metodología utilizada para la obtención de la información	30
Capítulo IV. Marco Contextual	32
A. Ley reguladora del mercado de valores.....	32
B. Guía para la elaboración de prospectos de inversión (SGV-A-150).....	33
C. Normativa Contable aplicable a los entes supervisados por SUGEF, SUGEVAL, SUGESE, SUPEN y a los emisores NO FINANCIEROS.	33
D. Registro contable de un fondo de inversión	34
E. Papel de la SUGEVAL en el mercado de fondos de inversión.....	35
F. Sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs)	36

Capítulo V. Análisis de los fondos de inversión en Costa Rica	40
A. Comparación de la situación de los fondos de inversión en Costa Rica con otros países	40
1. Comisiones de administración en los fondos de inversión	43
2. Total de participantes y total de activos.	49
3. Rendimiento vrs tasa de interés e inflación	53
4. Análisis del rendimiento de los fondos de inversión en comparación con la inflación y las tasas de rendimiento ofrecidas por el Banco Central de Costa Rica y el Tesoro de los Estados Unidos.....	55
5. Rendimiento ajustado al riesgo	61
Conclusiones	74
Referencias Bibliográficas.....	77
Anexos.....	79

ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS

Tablas

Tabla n°1 Calificación del riesgo según Fitch Costa Rica.....	24
Tabla n°2. Calificación del riesgo según SCRiesgo Rating Agency y Pacific Credit Rating	26
Tabla n° 3. Cuenta clientes fondos de inversión entre población para los países de Iberoamérica	40
Tabla n°4. Fondos de inversión. Inversión local y extranjera en el 2012	42
Tabla n°5. Resumen de la información financiera remitida por las SAFIS a la SUGEVAL.....	49

Figuras

Figura n° 1. Tipos de fondos de inversión	14
Figura n° 2. Proceso de calificación de riesgo.....	23

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico n°1. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de crecimiento en colones, según Sociedad Administradora de Fondos.....	44
Gráfico n°2. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de ingreso en colones, según Sociedad Administradora de Fondos.....	45
Gráfico n°3. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos del mercado de dinero en colones, según Sociedad Administradora de Fondos.....	46
Gráfico n°4. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de crecimiento en dólares, según Sociedad Administradora de Fondos	47
Gráfico n°5. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de ingreso en dólares, según Sociedad Administradora de Fondos.....	47
Gráfico n°6. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de mercado de dinero en dólares, según Sociedad Administradora de Fondos	48
Gráfico n°7. Cantidad de inversionistas según tipo de inversión	51
Gráfico n°8. Cantidad total de activos en millones de colones según tipo de inversión	52
Gráfico n°9. Rendimiento de los Fondos de Inversión, según la tasa de interés pasiva e inflación.....	53
Gráfico n°10. Rendimiento de los fondos de inversión abiertos, de ingreso, de mercado de dinero y crecimiento de cartera mixta, en colones, según la inflación y el promedio de rendimientos de los bonos del BCCR.....	57
Gráfico n°11. Rendimiento de los Fondos de Inversión de ingreso, de mercado de dinero y crecimiento de cartera mixta, en dólares, según las tasas de los Bonos del Tesoro de EEUU y la inflación anual	59
Gráfico n°12. Rendimiento de los Fondos de Inversión accionarios y megafondo de cartera mixta, en dólares, según las tasas de los Bonos del Tesoro de EEUU y la inflación anual	60
Gráfico n°13. Rendimiento Ajustado al Riesgo de los Fondos de Inversión	62
Gráfico n°14. Dispersión de rendimientos de los fondos de inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento en dólares, según su desviación estándar	66
Gráfico n° 15. Dispersión de rendimientos de los Fondos de Inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento en colones, según su desviación estándar	67
Gráfico n°16. Rendimiento de los Fondos de Inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento, en colones, según la desviación estándar.....	69
Gráfico n°17. Rendimiento de los Fondos de Inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento, en dólares, según la desviación estándar	70

Gráfico n° 18. Administradores de los Fondos de Inversión en Costa Rica72
Gráfico n°19. Sector que administra los Fondos de Inversión en Costa Rica73

ABREVIATURAS

BEM: Bonos de Estabilización Monetaria

BCR: Banco de Costa Rica

BN: Banco Nacional

CAFI: Cámara Nacional de Sociedades de Fondos de Inversión

CONASSIF: Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero

NIC: Normas Internacionales de Contabilidad

NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera

RaR: Rendimiento ajustado al riesgo

SAFI: Sociedad Administradora de Fondos de Inversión

SUGEF: Superintendencia General de Entidades Financieras

SUGESE: Superintendencia General de Seguros

SUGEVAL: Superintendencia General de Valores

SUPEN: Superintendencia de Pensiones

FIAFIN: Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión

FdF: Megafondo

INTRODUCCIÓN

Para todos los países, especialmente para aquellos en vías de desarrollo, tener un mercado de capitales amplio y sano resulta de gran relevancia para lograr un desarrollo económico dinámico y con un ritmo de crecimiento sano.

El mercado de valores en Costa Rica enfrenta actualmente un proceso de crecimiento, y es de gran valor ya que genera un impacto significativo en la economía del país. Este tipo de mercado permite la desintermediación financiera, fomenta el ahorro en la población y lo canaliza de una forma eficiente hacia la inversión productiva. Es por ello, que los fondos de inversión han sido utilizados globalmente como instrumento para impulsar el desarrollo económico.

Los fondos de inversión constituyen uno de los instrumentos financieros más importantes que pueden encontrarse en el mercado de valores costarricense. Es por ello que resulta necesario, para todas aquellas personas, físicas o jurídicas, que deseen incursionar en el mercado de valores, conocer de manera detallada en qué consiste éste tipo de inversión; cuáles son sus principales características y su clasificación, cuál ha sido su evolución y tendencia de crecimiento, así como la forma en que son administrados y el marco legal que los regula.

El presente estudio pretende desarrollar estos temas al plantearse como objetivo primordial el describir el mercado de fondos de inversión en Costa Rica y a la vez analizar su tendencia durante los últimos 5 años (2010 – 2014); a través de indicadores, como lo son: el rendimiento, la tasa de interés, la inflación, la cantidad de participantes y activos, las comisiones de intermediación, entre otros. Adicionalmente, se describe la normativa aplicable y se identifican los principales riesgos asociados, de modo que ofrezca al lector una perspectiva más amplia de dicho producto financiero.

CAPÍTULO I. GENERALIDADES DE LA INVESTIGACIÓN

A. Planteamiento de problema

¿Cuál es la caracterización y tendencia de los fondos de inversión en Costa Rica?

B. Objetivo general

Definir cuáles son las principales características de los fondos de inversión en Costa Rica en los últimos 5 años (2010-2014), así como su tendencia.

C. Objetivos específicos

1. Describir las principales características de los fondos de inversión.
2. Establecer cuáles son los principales criterios de clasificación de los fondos de inversión.
3. Identificar y describir los distintos tipos de riesgos que tienen los fondos de inversión en Costa Rica.
4. Estudiar la normativa aplicable a los fondos de inversión al 30 de marzo del 2015.
5. Analizar la tendencia de los diferentes tipos de fondos de inversión que existen en Costa Rica del año 2010 al año 2014.
6. Contrastar las características de los fondos de inversión ubicados por debajo del percentil 25 y encima o igual al percentil 75 del rendimiento de los fondos de inversión de Costa Rica.

D. Alcance y limitaciones

La siguiente investigación desarrolla una caracterización de los fondos de inversión en Costa Rica, así como un análisis de tendencias relacionado principalmente con aquellos fondos que poseen una mayor cantidad de inversionistas y activos, durante un

período que comprende del 2010 al 2014 inclusive. Se incorpora la descripción de la legislación aplicable y los riesgos inherentes a éste tipo de inversión.

Los fondos de carácter inmobiliario y de pensiones no se incluyen en el presente trabajo.

Entre las principales limitaciones se identifican:

- a) Dificultad de tiempo y disponibilidad de expertos a quienes entrevistar para conocer sus opiniones sobre los fondos de inversión en el país.
- a) El mercado de fondos de inversión en el país es pequeño por lo que la cantidad de variables de estudio es limitada.
- b) El periodo de tiempo con el que se cuenta para desarrollar la investigación es corto lo que impide realizar una profundización mayor en el tema.

E. Justificación

En tiempos en los que el dinero y las oportunidades son limitadas y las necesidades abundantes, se hace necesario crear una cultura de ahorro que permita hacer frente a distintos gastos o eventualidades en el futuro, por lo tanto es importante identificar cuál forma de ahorro genera la mayor cantidad de rendimientos, para así maximizar o sacar el mayor provecho al dinero ahorrado.

Los fondos de inversión representan una alternativa interesante de inversión para participar en el mercado de valores, ya que permiten fusionar el capital de varios inversionistas en uno sólo y así incrementar la posibilidad de mejorar sus ganancias; que al final se traducen también en desarrollo económico para el país.

Este tipo de inversión ha presentado un crecimiento importante en los últimos años, tanto en cantidad de inversionistas como en la cantidad de dinero invertido. Por ejemplo, en el 2010 había aproximadamente 34,000 inversionistas para un total de 2,800 millones de dólares. Al 2014 se tuvo un crecimiento de casi 60,000 inversionistas

para un total de aproximadamente 4,000 millones de dólares para todos los tipos de fondos de inversión disponibles en el mercado.

Según datos de la SUGEVAL, hay 49 fondos de mercado de dinero, los cuales han tenido un crecimiento de un 45% en el 2010 a un 50% en el 2014. Los demás fondos de inversión como los de ingreso y crecimiento se han mantenido con una tendencia similar. (Panabolsa, 2014).

El grupo de trabajo ha considerado importante el tema de los fondos de inversión, ya que Costa Rica mantiene una cultura de consumo y no de ahorro. Además, a nivel personal ha sido de gran aprendizaje el conocer más sobre estos fondos.

Como menciona Forbes en su sitio web, ahorrar e invertir es diferente. Ahorrar es separar un porcentaje de los recursos propios, mientras que invertir es poner a trabajar los recursos ahorrados. Colocar los ahorros en una inversión es conservar el poder adquisitivo o incrementarlo en un largo plazo, y los fondos de inversión representan una alternativa para lograrlo.

Algunos de los beneficios de invertir en un fondo de inversión, son:

- Diversificación: ya que permite contar con varias opciones, lo que ayuda a disminuir el riesgo pues se dispersa entre los participantes.
- Disponibilidad: los clientes, como en todo campo, tienen variedad de necesidades, los fondos de inversión representan liquidez de acuerdo con lo que se estipule en el prospecto de cada fondo.
- Transparencia y administración profesional: ya que son respaldados por SAFIs o instituciones estatales: además, son regulados por la Ley Reguladora del Mercado de Valores. (Forbes Mexico, 2015).

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

A. Definición de fondo de inversión

El fondo de inversión se define como un patrimonio formado por el ahorro de muchos inversionistas que permite adquirir una cartera diversificada o no diversificada de activos. Al contar los fondos de inversión con recursos provenientes de varios inversionistas, pueden realizar compras y ventas de activos financieros y no financieros en mejores condiciones que si un solo inversionista tratara de hacer la misma transacción, esto debido al volumen y a la administración realizada por la sociedad administradora del fondo. (Superintendencia General de Valores, 2015)

Al invertir en un fondo de inversión el inversionista pasa a ser copropietario de todos los valores en los que ha invertido el fondo, por esa razón, el resultado de su inversión ganancia o pérdida que resulte de su inversión depende de lo que ocurra con el precio de los títulos o de los activos que en su nombre ha comprado el fondo de inversión. Si se hace la mezcla adecuada de activos se puede contar con una cartera diversificada lo cual busca reducir el riesgo, para un rendimiento determinado. Los recursos aportados por los inversionistas se invierten de acuerdo con políticas que ya están definidas previamente en el prospecto. (Superintendencia General de Valores, 2015).

Prospecto

Es un documento legal que reúne todas las características e información relevante de los valores, con el fin de que el inversionista pueda formarse una opinión clara de previo a tomar su decisión de inversión.

Constituye un requisito para obtener la autorización previa para realizar oferta pública de una emisión de valores o de un fondo de inversión.

Su lectura debe ser obligatoria para el inversionista, ya que le permitirá conocer:

- Información sobre emisión de valores o el fondo que se le ofrece.
- Riesgos.
- Resultados de operación y financieros.
- Información sobre directores y personal gerencial. (Superintendencia General de Valores, 2015)

De acuerdo con el artículo 74 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores el prospecto constituye el reglamento de administración del fondo. El contenido es normado por SUGEVAL y existe un proceso de verificación y registro.

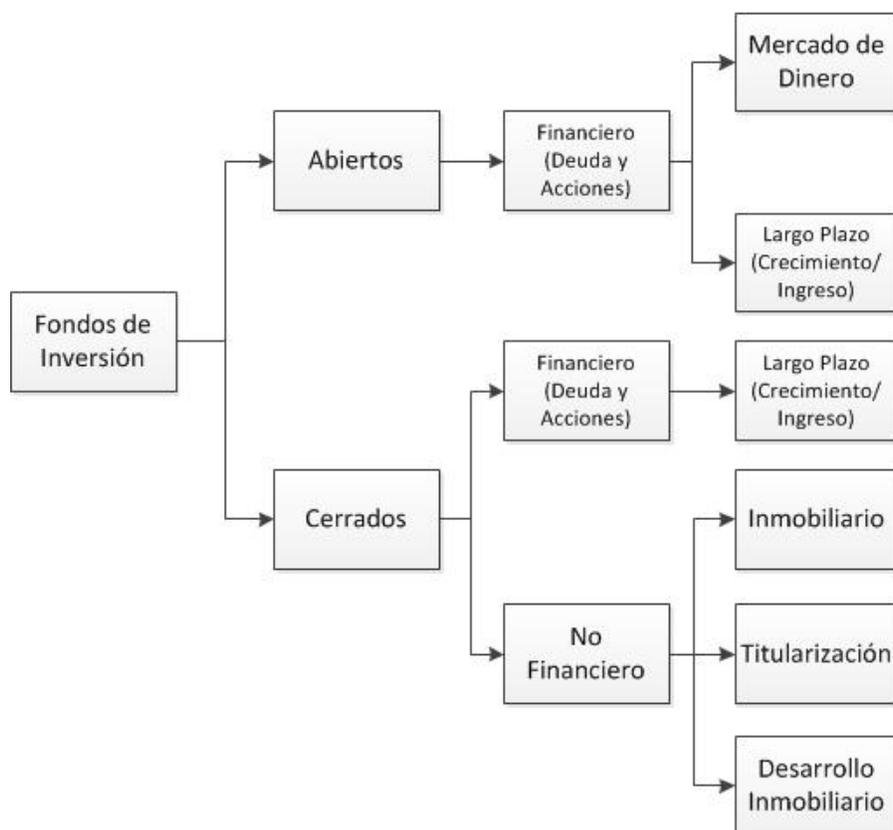
B. Administración de los fondos de inversión

De acuerdo con la normativa vigente al 30 de marzo del 2015, Ley del Mercado de Valores, los fondos de inversión son administrados por las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs), las cuales son reguladas por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Estas sociedades son las únicas autorizadas para ello, sin embargo, la normativa les permite a estas designar entidades comercializadoras autorizadas que pueden ser:

- Puestos de bolsa.
- Bancos, financieras y demás regulados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF).
- Sociedades administradoras de fondos extranjeros que se ajusten a la regulación local.
- Sociedades anónimas creadas con ese fin. (Superintendencia General de Valores, 2015).

C. Clasificación de los fondos de inversión

Figura n° 1. Tipos de fondos de inversión



Fuente: Elaboración propia con criterios extraídos de la SUGEVAL

1. Clasificación según reembolso

De acuerdo con el mecanismo de reembolso, es decir, devolución del dinero al concluir la inversión de los participantes, los fondos de inversión pueden ser abiertos o cerrados.

- **Abiertos:** éstos recompran directamente las participaciones y realizan el proceso de devolución a los inversionistas de acuerdo con los términos establecidos en el prospecto. La participación de un fondo de inversión abierto se pueden adquirir directamente en la sociedad administradora que lo gestiona o a través de una entidad comercializadora designada por el fondo. (Superintendencia General de Valores, 2015).

Su patrimonio o monto de emisión en títulos de participación es variable e ilimitado. Cuando el inversionista desea retirarse, el fondo de inversión recomprará las participaciones, es decir, no podrán ser objeto de operaciones en el mercado secundario.

En los fondos de este tipo el inversionista podrá retirarse en el momento que lo desee, sin que deba esperar más que el tiempo establecido por el fondo para la liquidación, T+2 (dos días a partir de la solicitud) por ejemplo, lo que le da mayor liquidez en su inversión, ya que no deberá esperar el tiempo que requiera negociar sus participaciones en el mercado secundario de valores. (Superintendencia General de Valores, 2015)

- **Cerrados:** en estos fondos si el inversionista desea adquirir participaciones debe comprarlas en el mercado primario (cuando el fondo emite las participaciones por primera vez) a través de una compra en la bolsa de valores. En el caso que desee vender su participación debe ir la bolsa de valores (mercado secundario). (Superintendencia General de Valores, 2015).

Los fondos cerrados se constituyen con una cantidad fija máxima de cuotapartes que se emiten en la etapa de colocación y que luego no puede aumentar o disminuir. Finalizada esta etapa, no se reciben nuevas suscripciones ni solicitudes de rescates hasta la disolución del fondo o hasta la finalización del plan de inversiones determinado en el prospecto.

El patrimonio de estos fondos de inversión es fijo y las participaciones colocadas no son redimibles directamente por el fondo cuando el inversionista se retire, sino que deberán negociarse en el mercado secundario. (Superintendencia General de Valores, 2015).

2. Clasificación según naturaleza de los activos

Los fondos de inversión también se clasifican según la naturaleza de los activos que componen la cartera en:

- **Financieros:** invierten en títulos valores. Las ganancias o pérdidas dependen de los cambios en los precios de mercado de los valores que conforman la cartera y de los intereses o dividendos que estos generen. (Superintendencia General de Valores, 2015)

Existen diversos tipos de fondos financieros incluyendo los de deuda, de corto y largo plazo, accionarios y de títulos extranjeros que se ajustan a diferentes tipos de inversionistas. Se pueden clasificar en diversificados y concentrados (no diversificados), estos últimos definen sectores de actividad, tipos de títulos u otras categorías de valores en que invierten proporciones mayores de la cartera. (Superintendencia General de Valores, 2015).

- **No financieros:** invierten en otros activos como inmuebles, hipotecas y proyectos de desarrollo inmobiliario. Los rendimientos, en los fondos inmobiliarios por ejemplo, provienen de la explotación de los inmuebles, por lo que las ganancias o pérdidas dependerán de los ingresos que genere el alquiler o venta de estos; además, la inversión se verá ajustada anualmente por el cambio del valor de las propiedades que el fondo posea. (Superintendencia General de Valores, 2015).

- **Megafondo:** invierten exclusivamente en participaciones de otros fondos de inversión, que ofrecen al inversionista la apreciación del capital en el mediano o largo plazo, o un pago periódico de rendimientos, o una combinación de los anteriores. (Superintendencia General de Valores, 2015)

3. Clasificación según objetivo de inversión

- **Mercado de dinero:** es una inversión a la vista o a corto plazo (menos de un año).
- **Ingreso:** realizan pagos periódicos (mensual, trimestral o semestral) al inversionista.
- **Crecimiento:** es una inversión a mediano y largo plazo con intereses capitalizados, y se acumulan a su inversión inicial. (Superintendencia General de Valores, 2015)
- **Accionarios:** son fondos que se especializan en la adquisición de acciones comunes o preferentes de empresas reconocidas y con información pública sobre sus actividades y organización. (Ministerio de Hacienda, 2015).

Los fondos de inversión pueden clasificarse según otros criterios, como por ejemplo: origen (mercado local o extranjero), tipos de moneda, sector (público o privado), entre otros.

D. Principales riesgos asociados a los fondos de inversión

A continuación los riesgos más comunes al decidir invertir en un fondo de inversión:

- **Riesgo de precio:** Es la posibilidad de que baje el precio de valores en que invierte el fondo. Se puede presentar si suben las tasas de interés de mercado.
- **Riesgo de tipo de cambio:** Se refiere a casos donde la moneda en que están expresadas las inversiones del fondo pierde valor frente a otras monedas y la cartera del fondo vale menos en términos de esas monedas.
- **Riesgo de solvencia del emisor:** Es el riesgo de que algunos de los emisores de los valores en que invierte el fondo no puedan hacer frente a sus

obligaciones. Los procesos de cobro pueden implicar que se pierda una parte o la totalidad de las inversiones.

- **Riesgo de liquidez:** Para obtener dinero (liquidez) y pagar a los inversionistas, la administradora del fondo puede vender parte de los activos en la cartera. En determinadas condiciones del mercado sucede que tales valores no se pueden vender con rapidez o pierdan parte del precio al negociar.

- **Riesgo de operación:** Para cada fondo se definen reglas propias de funcionamiento que la sociedad administradora debe cumplir y que se dan a conocer en el prospecto. No obstante, usted como inversionista se puede ver perjudicado por culpa, dolo o negligencia de la sociedad administradora o de algún empleado.

- **Riesgo de concentración:** Resulta cuando el fondo invierte altas proporciones en determinados valores, lo que aumenta su vulnerabilidad ante cambios negativos en estos.

- **País o Zona:** recoge la posibilidad de que los acontecimientos políticos, económicos y sociales de ese país afecten a las inversiones que en él se mantienen. (Superintendencia General de Valores, 2015).

Riesgo de acuerdo con el tipo de activo en el que invierte

Los fondos, como cualquier otra inversión, se rigen por una relación de riesgo/rentabilidad, es decir a mayor rentabilidad mayor riesgo. El nivel de riesgo de un fondo dependerá de los activos financieros en los que se invierte el patrimonio. La diversificación de las inversiones que componen un fondo permite controlar mejor el riesgo, aunque nunca lo elimina del todo. (Citi Bank, 2015).

De acuerdo con CITI Bank España los riesgos asociados a los activos en los que se invierte son los siguientes:

- **Mercado monetario:** son fondos que invierten en instrumentos con mucha liquidez. Su riesgo es limitado, ya que sólo fluctúa con las tasas de interés a

corto plazo, es decir con poca frecuencia. En definitiva, es el activo más seguro pero también es el que normalmente menos rentabilidad ofrece a largo plazo.

- **Renta fija:** está compuesto de aquellos fondos que invierten en bonos, emitidos por gobiernos, empresas y diversos organismos. A pesar de lo que su nombre indica, están sujetos a la volatilidad de los mercados, especialmente ante cambios en las tasas de interés a medio y largo plazo. Estos cambios pueden provocar variaciones en el valor de los fondos de renta fija, aunque normalmente la inversión en estos fondos conlleva menos riesgo que la inversión en renta variable.

- **Mixtos:** comprende aquellos fondos que invierten tanto en activos de renta fija como en activos de renta variable. Su riesgo es, por tanto, superior al riesgo de los fondos de renta fija.

- **Convertibles:** incluye fondos que invierten en instrumentos de renta fija que, bajo ciertas condiciones, se pueden convertir en renta variable. Sus características de riesgo y rentabilidad, por tanto, se encuentran entre las de la renta fija y las de la renta variable.

- **Renta variable:** en esta categoría se encuentran los fondos que invierten principalmente en activos de renta variable, es decir en acciones de empresas cotizadas en bolsa. Es el activo con mayor riesgo, ya que a corto plazo es muy sensible a la volatilidad de los mercados, pero el más rentable a largo plazo y por tanto el más recomendable para inversiones a largo plazo, como puede ser la jubilación.

Los fondos de renta variable que invierten en pequeñas empresas o, mejor dicho en empresas de baja capitalización bursátil conllevan más riesgo que aquellos que lo hacen en empresas de gran capitalización bursátil. También, los fondos de renta fija exigen una calificación similar para los fondos que invierten en los llamados bonos de alta rentabilidad. Estos fondos invierten en bonos que tienen un mayor riesgo crediticio, es decir bonos que tienen más probabilidades de no devolver el capital inicial o principal, normalmente porque la empresa o gobierno que los emite tiene menos solidez financiera. (Citi Bank España, 2015).

- **Calidad de crédito:** algunos fondos, por su política de inversión, pueden mantener en cartera valores que incorporen un mayor riesgo de crédito o contraparte, es la posibilidad de que el emisor (empresa, entidad financiera o Estado, entre otros) no pueda hacer frente a sus pagos o de que se produzca un retraso en los mismos. En estos casos podría ser interesante conocer la calidad de crédito de los emisores, a través de la calificación que realizan entidades especializadas (agencias de rating).

- **Derivados:** los fondos que invierten en instrumentos financieros derivados (futuros, opciones, etc.) pueden incorporar un riesgo superior debido a las características intrínsecas de estos productos (por ejemplo, el apalancamiento financiero). Por tanto, es posible que se multipliquen las pérdidas de la cartera, aunque también podrían multiplicarse las ganancias. Sin embargo, hay que tener en cuenta que algunos fondos utilizan los derivados exclusiva o primordialmente con la finalidad de disminuir los riesgos de la cartera de contado (cobertura).

- **Mercados no regulados:** cuando el fondo invierte en valores que no se negocian en mercados regulados se está asumiendo un riesgo adicional, al existir un menor control sobre sus emisores. Además, la valoración de estos activos resulta bastante más compleja, ya que no se dispone de un precio objetivo de mercado. (Citi Bank España, 2015).

E. Calificadoras de riesgo

Una calificación de riesgo proporciona una opinión sobre la capacidad de pago de un emisor, en una escala de letras y números. Los niveles de la escala muestran el grado de riesgo asociado de cada emisión o del emisor. Cada calificadora de riesgo debe inscribir sus metodologías de calificación ante la SUGEVAL y las escalas que se asocian a cada uno de ellas. (Popular SAFI, 2015)

Las calificadoras de riesgo deben cumplir ciertos requisitos y lineamientos generales, así como principios y reglas establecidos en el Reglamento sobre Calificación de

valores y Sociedades Calificadoras de Riesgo, aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

Para Centroamérica existen 3 calificadoras de riesgo:

1. Fitch Costa Rica
2. Pacific Credit Rating
3. SCRiesgo Rating Agency

Dentro de las ventajas que proporciona una calificadora de riesgo en el desarrollo del mercado, se encuentran las siguientes:

- Proporciona transparencia en el uso de la información en el mercado de títulos de deuda.
- Contribuye en la creación de una cultura de riesgo en la inversión diferente a la rentabilidad y a la liquidez.
- Proporciona una mayor eficiencia al mercado al posibilitarle fijar la rentabilidad de los títulos en función del riesgo de los mismos.
- Facilita a las instituciones interesadas en invertir a diseñar portafolios de inversión balanceados de acuerdo con el riesgo.
- Facilita la toma de decisiones de los inversionistas al involucrar el riesgo y tener un parámetro de comparación entre alternativas similares de inversión.
- Da la posibilidad a una ampliación en el número de emisores e inversionistas que ingresan al mercado público. (Gaceta Financiera, 2015)

Según el artículo 12 y 13 del Reglamento sobre Calificación de Valores y Sociedades Calificadoras de Riesgo, la calificación debe llevarse a cabo con estricto apego a la metodología de calificación inscrita ante la Superintendencia, dicha metodología debe contener como mínimo los siguientes elementos:

- a) Descripción de los tipos de entidades, productos o valores que serán objeto de calificación.
- b) Objetivos de la metodología de calificación.
- c) La escala, nomenclaturas e interpretación de cada una de las categorías.
- d) Descripción de la metodología utilizada para cada tipo de producto, valor o entidad que califiquen.
- e) Explicación del proceso total de calificación.
- f) Explicación de los procesos de sensibilización que se realizan a las variables cuantitativas y cualitativas.
- g) Fuentes de información necesarias para el análisis de riesgo.

Asimismo según el artículo 14 las metodologías para la calificación de emisiones de deuda y otros productos financieros deben considerar como mínimo: la solvencia y capacidad de pago ; el desempeño económico y financiero; la calidad gerencial y de organización de la empresa; las políticas de gobierno corporativo ; la gestión de riesgos; el contexto económico en el que opere.

1. Metodología de la calificación de riesgo

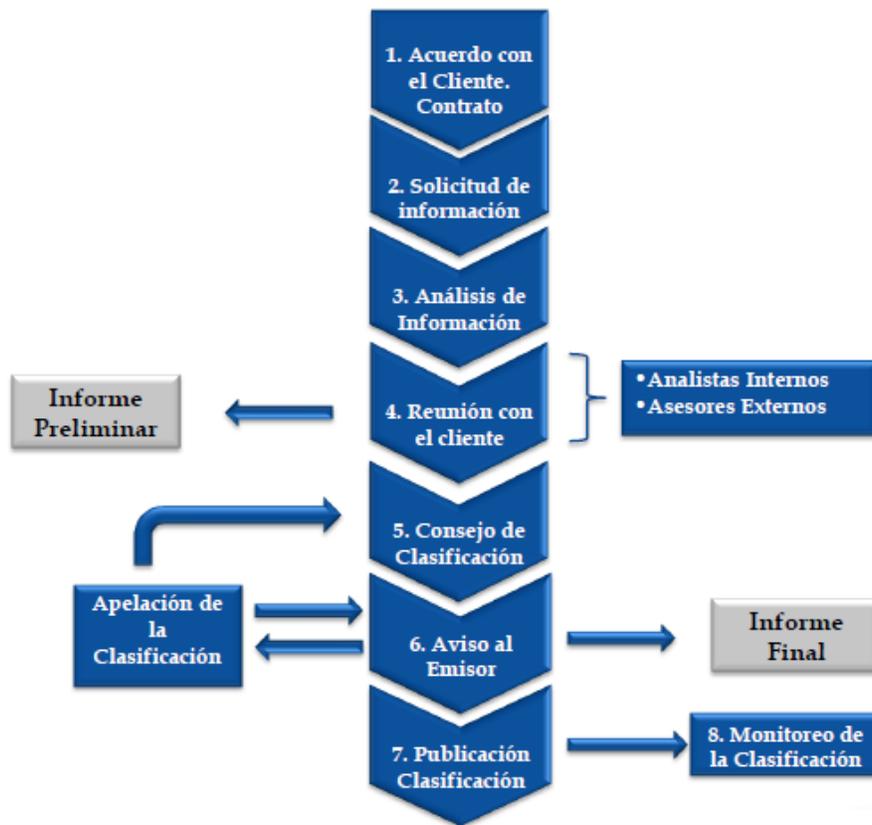
Las calificadoras tienen como objetivo principal determinar por medio de un análisis de factores cualitativos y cuantitativos el nivel de riesgo de un fondo de inversión según su administración y activos. El análisis cuantitativo contempla un análisis de los estados financieros y de flujos de efectivo sobre bases históricas, de éste se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias frente a sus competidores, acreedores y la productividad del patrimonio. El análisis cualitativo incluye la calidad de la administración, planes y estrategias, oportunidades de mercado, investigación y desarrollo de nuevos productos, ciclos de vida de productos, recursos humanos, políticas de control y auditoría y aspectos fiscales.

Por tanto, utilizan una metodología con un esquema conceptual, procedimientos y definiciones específicas, para emitir una opinión de riesgo. Éstas son propiedad

intelectual de cada clasificadora y debe de ser validada por la SUGEVAL. (Barquero & Mora, 2014).

El proceso de calificación según la calificadora SCRiesgo Rating Agency se realiza de la siguiente forma:

Figura n° 2. Proceso de calificación de riesgo.



Fuente: (Barquero & Mora, 2014)

Calificación del riesgo

Fitch Costa Rica

Fitch emite clasificaciones de fondos de inversión para proveer a los inversionistas de una opinión independiente sobre la claridad y precisión de los objetivos y políticas de

inversión, el grado de cumplimiento de los mismos, y el nivel de desempeño en comparación a otros fondos similares y/o índices de referencia objetivos obtenidos por el fondo bajo análisis. (Fitch Ratings, 2015)

Tabla n°1 Calificación del riesgo según Fitch Costa Rica

Calificación	AAA (cri)
Descripción:	Indica la mayor calidad crediticia de los activos de un portafolio (o el menor grado de vulnerabilidad a los incumplimientos). Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de AAA(cri).
Calificación	AA (cri)
Descripción:	Indica una muy alta calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de AA(cri).
Calificación	A (cri)
Descripción:	Indica una alta calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de A(cri).
Calificación	BBB (cri)
Descripción:	Indica una buena calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de BBB(cri).
Calificación	BB (cri)
Descripción:	Indica una baja calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de BB(cri).

Calificación	B (cri)
Descripción:	Indica una muy baja calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación tengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de B(cri).
Calificación	CCC (cri)
Descripción:	Indica una calidad crediticia substancialmente baja de los activos de un portafolio, estos fondos presentan una exposición potencial a activos cuyo incumplimiento es inminente o inevitable.
Calificación	V1 (cri)
Descripción:	Riesgo de Mercado Muy Bajo. Los fondos calificados V1(cri) se consideran que tienen una muy baja sensibilidad al riesgo de mercado.
Calificación	V2 (cri)
Descripción:	Riesgo de Mercado Bajo. Los fondos calificados V2(cri) se consideran que tienen una baja sensibilidad al riesgo de mercado.
Calificación	V3 (cri)
Descripción:	Riesgo de Mercado Moderado. Los fondos calificados V3(cri) se consideran que tienen una moderada sensibilidad al riesgo de mercado.
Calificación	V4 (cri)
Descripción:	Riesgo de Mercado Moderado a Alto. Los fondos calificados V4(cri) se consideran que tienen una sensibilidad entre moderada y alta al riesgo de mercado.
Calificación	V5 (cri)
Descripción:	Riesgo de Mercado Alto. Los fondos calificados V5(cri) se consideran que tienen una alta sensibilidad al riesgo de mercado.
Calificación	V6 (cri)
Descripción:	Riesgo de Mercado Muy Alto. Los fondos calificados V6(cri) se

	consideran que tienen una muy alta sensibilidad al riesgo de mercado.
Calificación	V-NR (cri)
Descripción:	Una calificación 'V-NR' se asigna en ciertos mercados y/o clases de activos ilíquidos, donde no resulta factible asignar una calificación de riesgo de mercado al fondo.

Fuente: Fitch Costa Rica

Tabla n°2. Calificación del riesgo según SCRiesgo Rating Agency y Pacific Credit Rating

Calificación:	Nivel Sobresaliente (AAAf)
Descripción	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son sobresalientes. Los Fondos agrupados en esta categoría sólo invierten en valores de alta y sobresaliente calidad crediticia y presentan una alta flexibilidad para adaptar su portafolio a las posibles condiciones cambiantes de mercado. La calidad de sus activos es consistente y poco volátil.
Calificación:	Alto (AAf)
Descripción	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son altos. En esta categoría se incluirán aquellos Fondos que se caractericen por invertir de manera consistente y mayoritariamente en valores de alta calidad crediticia. El perfil de la cartera deberá caracterizarse por mantener valores bien diversificados y con prudente liquidez.

Calificación:	<i>Bueno (Af)</i>
Descripción	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son buenos. Los fondos agrupados en este nivel poseen carteras balanceadas cuyas emisiones fluctúan entre niveles de calidad crediticia sobresalientes hasta satisfactorias, con el objeto de tratar de aprovechar oportunidades de rendimientos mayores.
Calificación:	<i>Satisfactorio (BBBf)</i>
Descripción	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son aceptables. Los fondos agrupados en este nivel poseen un perfil de riesgo razonable. En condiciones de mercado desfavorables su flexibilidad financiera pudiera reducirse, ya que la porción de títulos de menor calidad crediticia usualmente resulta más afectada que la de alta calidad, lo que dificulta su operación. La volatilidad en la calidad de activos de este tipo de Fondos es alta.
Calificación:	<i>Inversión BBf</i>
Descripción	Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son bajos. Los Fondos incluidos en esta categoría presentan incertidumbre de cumplir con sus objetivos de inversión. Esta calificación comprende fondos que poseen riesgos superiores a los aceptables, que requieren cambios fundamentales en sus carteras y, en su política de inversión.

Inversión Bf

Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son mínimos. Los Fondos agrupados en esta categoría presentan una alta incertidumbre en el cumplimiento de sus objetivos de inversión. La cartera posee riesgos elevados de incumplimiento, pudiendo presentar una significativa concentración de títulos-valores con alto riesgo. La volatilidad de sus activos es alta.

Inversión CCCf

Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y de la capacidad operativa son deficientes. La calidad administrativa de los Fondos incluidos en esta categoría es deficiente, la cartera de inversiones posee un muy elevado riesgo de incumplimiento y la volatilidad de sus activos es muy alta.

Fuente: SCRiesgo Rating Agency y Pacific Credit Rating.

CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO

En este capítulo se describe la metodología utilizada para recopilar y analizar la información utilizada para desarrollar el proyecto de investigación.

A. Enfoque del estudio

Para el desarrollo de la investigación se emplea un *enfoque cualitativo* que recurre a la recolección de datos, revisión de documentos y al criterio de expertos ya sea en persona o por medio de la investigación documental, con el fin de entender las características de los fondos de inversión en Costa Rica así como sus posibles riesgos asociados. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2006).

Posee también un *enfoque cuantitativo* por cuanto se recolectan datos que están presentados mediante números y con ayuda de la estadística se realiza un análisis para determinar la tendencia del crecimiento, rendimiento, desviación estándar y otras variables con el fin de cumplir los objetivos de investigación. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2006)

B. Tipo de estudio

El estudio de es de *tipo descriptivo* ya que busca describir el contexto, eventos, propiedades, características de los fondos de inversión, mediante la recolección de información sobre estos. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2006).

C. Fuentes de información

Por medio de la revisión de la literatura se pretende detectar, consultar y obtener la bibliografía de aquella información relevante y necesaria relacionada con el problema de investigación. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2006).

Para el presente estudio se consultaron varias fuentes de información, entre las que se encuentran:

Fuentes primarias

- Artículos de estudios y de periódicos.
- Reportes mensuales, quincenales y trimestrales SUGEVAL.
- Entrevistas realizadas a expertos.
- Boletines informativos (Cámara de Fondos de Inversión).

Fuentes secundarias

- Libros.
- Páginas Web.

D. Metodología utilizada para la obtención de la información

En este estudio se utilizaron distintas metodologías según el análisis que se pretendía efectuar, y la información que se necesitaba recopilar.

Para desarrollar la caracterización y clasificación de los fondos de inversión, así como la definición de los riesgos y normativa aplicable se recopiló información mediante la revisión de documentos de los principales entes como SUGEVAL, la Cámara de Fondos de Inversión y el Banco Central de Costa Rica, entre otros. Así mismo se realizó una revisión de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Para realizar el análisis de tendencias de los fondos de inversión se recolectó información numérica relacionada con los fondos, tales como: tamaño, número de participantes, valor total de los activos, rendimiento, desviación estándar, entre otros, y se efectuó un análisis mediante el uso de métodos estadísticos, dicha información fue obtenida de los informes mensuales, bimestrales y quincenales desarrollados por la SUGEVAL.

Se realizan además, dos entrevistas cualitativas a expertos, fueron entrevistas flexibles y abiertas. Consistieron en una reunión para intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (entrevistado). En las entrevistas, a través de las

preguntas y respuestas, se logró una comunicación y la construcción conjunta de significados respecto a un tema. Las entrevistas fueron semi-estructuradas es decir, se basaron en una guía de asuntos o preguntas; sin embargo, el entrevistador tuvo siempre la libertad de introducir preguntas adicionales con el fin de obtener más información. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2006).

CAPÍTULO IV. MARCO CONTEXTUAL

A. Ley reguladora del mercado de valores

Los fondos de inversión en Costa Rica deben funcionar y administrarse de acuerdo con la Ley Reguladora del Mercado de Valores, 7732, la cual desarrolla en el título V la información relacionada con este tema.

En dicha ley se definen los fondos de inversión como *“patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversionistas”* y se definen a las Sociedades Administradoras como principales responsables de la administración de los fondos, actuando en nombre de los inversionistas y por cuenta de ellos.

Para que un fondo de inversión pueda entrar en funcionamiento en el mercado costarricense este debe ser autorizado por la Superintendencia General de Valores, y debe estar inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Los fondos de inversión deben realizar sus inversiones en el mercado primario, en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios o en los mercados secundarios organizados sean autorizados por la Superintendencia. Podrán invertir en valores extranjeros, siempre y cuando sea de acuerdo con las normas definidas por la Superintendencia. (Ley N° 7732, 1998).

En caso de que un fondo de inversión quiebre o sea liquidado de una sociedad administradora de fondos de inversión, la Superintendencia procederá a liquidar la cartera, por medio de puestos de bolsa u otra entidad, y se contactará a los interesados para que, en un plazo máximo de un año, se presenten a retirar los fondos de la parte proporcional que les corresponda, de acuerdo con la liquidación efectuada.

Los fondos que no sean retirados en el transcurso del año serán depositados en un banco del Sistema Bancario Nacional donde obtengan la mayor rentabilidad posible. Sin embargo, el término de la prescripción previsto en el Código de Comercio concluye

que si dichos fondos aún no han sido retirados, estos quedarán a beneficio de la Superintendencia para financiar sus funciones. (Ley N° 7732, 1998)

B. Guía para la elaboración de prospectos de inversión (SGV-A-150)

Este acuerdo regula el contenido mínimo de los prospectos, así como las revelaciones mínimas sobre la forma jurídica, incluye el nombre del fondo, la descripción, el perfil del inversionista, nombre del gestor del fondo, entidad de custodia, agente de pago, calificación de riesgo, monto autorizado, garantía en caso de que aplique, política de inversión, comisiones y otros costos.

C. Normativa Contable aplicable a los entes supervisados por SUGEF, SUGEVAL, SUGESE, SUPEN y a los emisores NO FINANCIEROS.

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) establece que, entre otros, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) deben presentar sus libros contables siguiendo las Normas Internacionales de Información Financiera, NIIF. (Normativa Contable Aplicable a los Entes Supervisados por SUGEF, SUGEVAL, SUGESE, SUPEN y a los Emisores no Financieros, 2008).

A continuación se enumeran algunos de los artículos de la normativa que son más relevantes para este estudio:

- El artículo 6 establece que el estado de flujo de efectivo debe elaborarse utilizando el método indirecto el cual consiste en partir de la utilidad indicada en el estado de resultados para luego proceder a depurarla hasta llegar al saldo de efectivo que hay en los libros de contabilidad. (NIC 7, 1992)
- El artículo 8 establece que los ingresos por comisiones o intereses devengados pero no percibidos en ciento ochenta días, se deberá suspender su registro hasta que sean cobrados.
- El artículo 10 indica que los estados financieros deben ser presentados en colones y todo cambio de moneda se establece con base en el tipo de cambio de referencia del Banco Central de Costa Rica, a excepción de los fondos de

inversión en moneda foránea los cuales deberán registrarse en la misma moneda.

- El artículo 16 establece que los activos intangibles deben ser amortizados utilizando el método de línea recta a 5 años.
- El artículo 17 indica que las compras y ventas de valores convencionales deben registrarse bajo el método de fecha de liquidación que indica que el activo debe ser reconocido el mismo día en que éste se transfiere a la empresa. (NIC 39, 1995).

D. Registro contable de un fondo de inversión

El registro contable de la inversión en un fondo de inversión se realiza de una manera similar al aporte accionario en una empresa, ya que, cuando una persona decide invertir en un fondo de inversión en realidad está realizando un aporte patrimonial, sin embargo, en este caso no se traduce en compra de acciones sino en compra de participaciones. (Capitales, 2015).

Para la empresa, este movimiento se registra como crédito a la cuenta *Participaciones* (al valor nominal), y la diferencia en comparación con el valor de compra se registra como *Participaciones pagadas en exceso*. Todos los días el fondo debe calcular el precio de participación, que es el precio al cual se ejecutan todas las transacciones de aportes o retiros que realicen los inversionistas.

Ya que cada participación representa un aporte patrimonial, las ganancias o repartos de ingresos se realizan de manera proporcional a las participaciones que cada inversionista tiene respecto al total adquirido por todos los inversionistas. (Capitales, 2015).

Si la cartera gana plusvalía, intereses o dividendos, el inversionista aumentaría su patrimonio persona porque el precio de la participación aumentó, caso contrario en caso de que la cartera pierda valor. La repartición de los ingresos de un fondo de

inversión equivale a un pago de dividendos, solo que en los fondos de ingreso o renta, esto se hace mensual o trimestralmente.

La SAFI debe llevar la contabilidad del fondo de manera separada a la contabilidad propia, ya que estos son entes separados. El registro contable de la comisión que el fondo le paga a la administradora, se ejecuta como un gasto para el fondo y un ingreso para la SAFI. Si esta comisión se acumula y se paga a fin de mes (como es lo usual) en el fondo se registra como cuenta por pagar y en la SFI como cuenta por cobrar. (Capitales, 2015).

E. Papel de la SUGEVAL en el mercado de fondos de inversión

La SUGEVAL, según el artículo 3 de la Ley 7732: Ley Reguladora del Mercado de Valores, es un órgano desconcentrado del Banco Central de Costa Rica cuya misión es supervisar a los agentes económicos que realizan transacciones dentro del mercado de valores y velar porque la información requerida por los inversionistas sea fidedigna y esté disponible para la toma de decisiones. El siguiente es un extracto del artículo antes mencionado, el cual permite tener una visión más clara del papel de la SUGEVAL como ente regulador del mercado de valores:

“(...) La Superintendencia velará 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.(...)”

La Superintendencia regulará, supervisará y fiscalizará los mercados de valores, la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos y los actos o contratos relacionados con ellos, según lo dispuesto en esta ley.”

La SUGEVAL es también un órgano supervisado por el CONASSIF, el cual es encargado de supervisar también a la Superintendencia de Pensiones (SUPEN), la

Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) y la Superintendencia General de Seguros (SUGESE).

F. Sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs)

En el Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión (2009) emitido por el CONASSIF, se establecen los requerimientos necesarios para que una SAFI pueda operar en el mercado de valores, así como las disposiciones necesarias para que éstas puedan emitir fondos o megafondos al mercado, la cantidad mínima de participantes requeridos para registrar el fondo, los lineamientos sobre la emisión de los fondos, el riesgo asociado a éstos y el endeudamiento permitido.

Estas sociedades estarán obligadas a compartir información oportuna y real sobre la situación de los fondos con los inversionistas. Por otro lado, dichas entidades pueden recibir una comisión como pago por el manejo de los fondos, esta comisión debe ser definida en el prospecto y podrá cobrarse en función del patrimonio o en función de los rendimientos obtenidos. Asimismo, podrán cobrar una comisión a los inversionistas por la entrada o salida del fondo. (Ley N° 7732, 1998).

Los fondos de inversión deben ser ofrecidos de manera pública para que los posibles inversores puedan conocerlos y tomar decisiones según sus propios intereses y de acuerdo con la información presentada por el emisor.

El artículo 47, establece la cantidad mínima de inversores según tipo de fondo y el procedimiento correspondiente en caso de que lo anterior no se cumpla:

“(...) el fondo debe contar con al menos cincuenta (50) inversionistas en el caso de fondos financieros e inmobiliarios, veinticinco (25) en el caso de los fondos de desarrollo inmobiliario y cinco (5) en el caso de fondos de capital de riesgo. De no cumplirse con lo anterior se debe proceder con su liquidación y desinscripción. (Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, 2009).

El artículo 48 establece la posibilidad de que un fondo abierto o cerrado pueda acceder a préstamos para solventar necesidades de liquidez en el corto plazo. El mismo detalla que el monto máximo de endeudamiento para un fondo financiero cerrado o abierto es de un 10% del total de sus activos en plazos no mayores a 3 meses; también, para el caso de fondos no financieros establece que pueden endeudarse hasta en un 60%. (Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, 2009).

El artículo 49 habla sobre la responsabilidad de las SAFIs de dar a conocer al público en general, la clasificación de riesgo de un fondo en un plazo no mayor a un año de su creación. Las SAFIs deben incluir en su comunicación de la clasificación de riesgo de un fondo los siguientes puntos:

- a) Calificación otorgada al fondo y su significado.
- b) Fundamentos.
- c) Número de sesión y fecha del acuerdo del consejo de calificación. (Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, 2009)

2. Comisiones de administración en los fondos de inversión

La comisión en los fondos de inversión corresponde al porcentaje que un puesto de bolsa cobra a sus clientes por la administración de sus inversiones, dicho monto es definido por cada sociedad administradora, pero los inversionistas tienen el deber y el derecho de consultar el monto de la comisión antes de autorizar cualquier transacción, asimismo éste debe ser revelado en el prospecto de cada fondo de inversión. (Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, 2009).

El Reglamento General sobre Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión en el capítulo VII establece lo siguiente:

- **Artículo 43. Comisión de administración y costos asumidos por el fondo**

Las sociedades administradoras pueden percibir una comisión de administración como remuneración de los servicios de administración que prestan al fondo. El monto máximo de dicha comisión se debe fijar en el prospecto del fondo en función de su activo neto, de sus rendimientos, o de ambas variables. La comisión se calcula sobre los saldos diarios y es pagadera con la periodicidad establecida en el prospecto.

La comisión se aplica con carácter general a todos los inversionistas de una misma serie y su importe exacto, dentro del límite máximo establecido en el prospecto, no puede variarse en plazos inferiores a un mes. El porcentaje de comisión inicial y las sucesivas modificaciones deben hacerse públicas, de conformidad con lo que establezca el superintendente.

En el prospecto de los fondos se deben revelar todos los costos que tengan relación directa con el mantenimiento y administración de los activos que formen parte de la cartera del fondo, por lo que se debe indicar en forma específica el concepto del costo que asume el fondo.

Los montos de los costos en que incurra el fondo deben ser comunicados al inversionista con el contenido y plazos que defina el superintendente mediante acuerdo.

- **Artículo 44. Comisiones pagadas directamente por el inversionista**

En los fondos de inversión pueden establecerse el siguiente tipo de comisiones:

- a) De entrada, la cual se cobrará al momento de la compra de las participaciones y se destinará a la sociedad administradora o al fondo de inversión. Esta comisión incluye el pago que la sociedad realice a la entidad comercializadora.

- b) De salida, la cual se cobrará al momento del reembolso de las participaciones y se destinará a la sociedad administradora o al fondo de inversión. Esta comisión incluye el pago que la sociedad realice a la entidad comercializadora.

Igualmente se cobra la comisión de reembolso cuando se trate de traslados de un fondo a otro administrado por una misma sociedad administradora, si no se han cumplido con los plazos de permanencia establecidos.

No procede el cobro de las comisiones indicadas en este artículo, cuando se presente alguna de las siguientes situaciones: cambio de la naturaleza (abierta o cerrada) o modificaciones en el régimen de inversión como es el cambio de las políticas, la disminución en la periodicidad de distribución de los rendimientos, el aumento en las condiciones máximas establecidas en el prospecto, el aumento en el plazo mínimo de permanencia, el aumento del monto autorizado en fondos cerrados no financieros, el aumento del nivel de endeudamiento autorizado en fondos cerrados, la inclusión de costos en que incurre el fondo.

Tampoco procede el cobro de las comisiones indicadas en este artículo, para los reembolsos de participaciones que se realicen a los inversionistas de fondos de inversión abiertos que, como resultado de una modificación del prospecto, aumente el monto mínimo de inversión o el monto mínimo de cada serie, y no se cumpla con las nuevas condiciones mínimas requeridas en el fondo de inversión.

En el caso de un aumento en el plazo mínimo de permanencia de fondos abiertos, no procede el cobro a los reembolsos de participaciones que realicen los inversionistas que al momento de la entrada en vigencia del cambio no cumplan con el nuevo plazo requerido, y durante el periodo necesario para completar dicho plazo.

CAPÍTULO V. ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN COSTA RICA

A. Comparación de la situación de los fondos de inversión en Costa Rica con otros países

1. Nivel de participación en los fondos de inversión en los países de Iberoamérica.

De acuerdo con la Cámara Nacional de Sociedades de Fondos de Inversión, este tipo de inversiones mostraban, para abril 2011, una tendencia positiva en cuanto al conocimiento y utilización de los mismos por parte de los inversionistas. (CAFI, 2011).

Para medir esta popularidad se han desarrollado estudios que relacionan las cuentas de los fondos de inversión con la población de cada país, y gracias a este indicador se puede entender mejor el comportamiento de los inversionistas, como por ejemplo:

Tabla n° 3. Cuenta clientes fondos de inversión entre población para los países de Iberoamérica

País	Población	Cantidad de Inversionistas	%	Fecha de Reporte
España	46,335,000	6,935,578	14.97%	4to Tri 2014
Chile	18,006,000	2,041,329	11.34%	1er Tri 2015
Colombia	48,218,000	1,329,148	2.76%	4to Tri 2014
Brasil	504,519,000	11,232,474	2.23%	2do Tri 2014
México	121,006,000	2,064,663	1.71%	1er Tri 2015
Ecuador	16,279,000	265,121	1.63%	4to Tri 2012
Costa Rica	4,851,000	76,051	1.57%	1er Tri 2015
Perú	31,153,000	352,364	1.13%	4to Tri 2014
Bolivia	10,520,000	61,206	0.58%	3er Tri 2014
Argentina	43,132,000	121,607	0.28%	4to Tri 2014
República Dominicana	9,980,000	556	0.01%	1er Tri 2015

Fuente: Elaborado por Víctor Chacón, Cámara Nacional de Sociedades de Fondos de Inversión

- Para el 2011 España y Chile poseían un 14,9% y un 11.34% respectivamente de cuentas/ población, es decir este es el porcentaje de población que invierte en fondos, sin embargo en España este indicador sufrió una fuerte caída desde el 2006 en donde el porcentaje era de un 21%. La crisis inmobiliaria de España, más la crisis suprima internacional provocaron una pérdida de cuentas, que liquidaron sus activos financieros para invertir en instrumentos más líquidos o en proyectos personales o empresariales. Situación que también vivió Portugal. (CAFI, 2011).
- Cabe destacar que Chile se ha caracterizado por su tendencia a la alza, que inició con un 2% en la década de los 90's (CAFI, 2011) y actualmente ocupa el primer lugar en latinoamérica. Sin embargo Costa Rica ocupa la 7ma posición con un porcentaje de cuentas/población de un 1,57%.
- Se vuelve conveniente, para el resto de los países de la región, evaluar qué acciones toman España, y Chile en temas como cultura financiera, legislación y promoción de inversión, que puedan funcionar como ejemplo a seguir para desarrollar más este tipo de inversiones en toda la región.

Fondos de inversión extranjera en América Latina

Para el 2012, en América Latina, Chile era el país con la mayor exposición a valores fuera de su mercado local, ya que destinaba cerca de un 29% a la compra de valores extranjeros y un 71% al mercado local. (CAFI, 2012).

En países como Argentina, Brasil o México el componente destinado para los fondos al mercado local, era cercano al 100% ya que existen regulaciones que prohíben o limitan fuertemente la inversión en el exterior.

Esto explica por qué, para el 2012, la industria chilena de fondos era la que más había crecido en activos en términos porcentuales en los últimos años, también era la que

poseía el mayor índice de clientes fondos / población, que se ubicaba en 9,1% y siendo éstos los índices más altos de toda América Latina.

Los fondos de inversión a nivel mundial muestran una tendencia hacia la compra de valores locales, países como Argentina, Brasil y México para el 2012 tenían los porcentajes más altos en inversiones nacionales, esto por lo mencionado anteriormente:

Tabla n°4. Fondos de inversión. Inversión local y extranjera en el 2012

País	Local	Foráneo
Global	80%	20%
Argentina	100%	
Brasil	100%	
Chile	71%	29%
Costa Rica	86%	14%
México	95%	5%
Trinidad & Tobago	74%	26%
Estados Unidos	85%	15%
Europa	58%	42%
Portugal	77%	23%
España	74%	26%

Fuente: U.S. Investment Company Inst.

Comportamiento de los mega fondos en los países de América Latina

La Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión (FIAFIN), indicó en su estudio sobre la Regionalización de la Industria de Fondos de Inversión en Iberoamérica, que esta figura se encuentra regulada como una categoría particular de fondo, en países como Brasil, Chile, Costa Rica, España, México, Perú y Portugal. Podemos mencionar por ejemplo que en España para el 2012 existían alrededor de 400 Fondos de Fondos. (CAFI, 2012)

En países latinoamericanos como México se reportan 30 Fondos de Fondos con posición en fondos extranjeros. Por su parte, en Chile, existen dos FdF que invierten el 100% del patrimonio en cuotas de fondos mutuos extranjeros. En nuestro país, solo existe un fondo de fondos similar, el cual destina todo su activo a una combinación de participaciones de fondos extranjeros de renta fija y de renta variable.

En otros países de la región no existe el FdF como tal, pero si existen figuras similares. En Argentina un fondo puede adquirir libremente cuotas de fondos extranjeros de Brasil, Chile, Uruguay y Paraguay, pues los valores o fondos de estos países son tomados como instrumentos locales, en virtud de algunos tratados especiales. En el caso de Colombia, dentro de la normativa de fondos normales, existe la posibilidad de adquirir cuotas-partes de otros fondos locales o extranjeros, solamente deben cumplir las normas de diversificación. (CAFI, 2012).

B. Análisis de los fondos de inversión en Costa Rica de enero 2010 a diciembre 2014

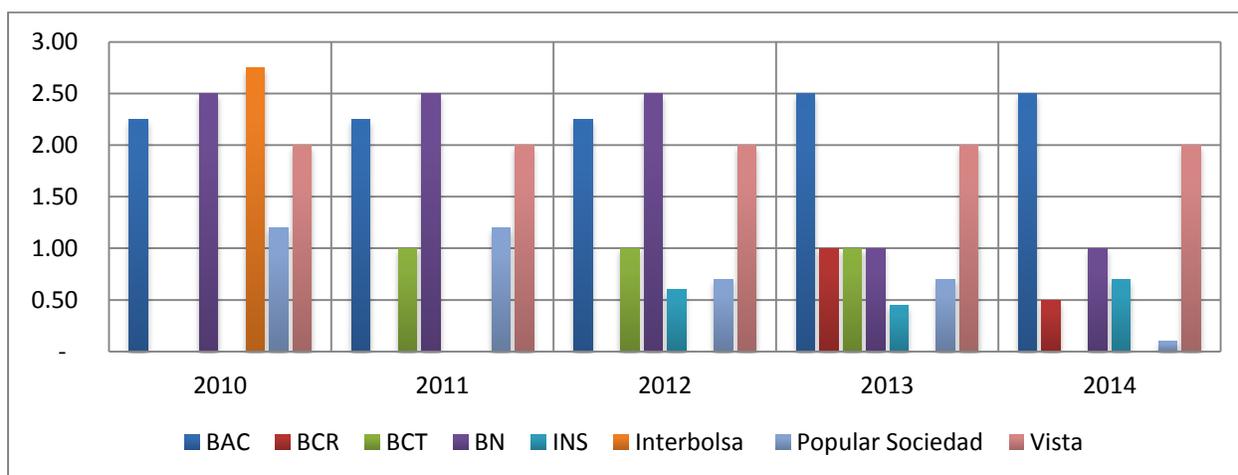
La siguiente sección tiene como objetivo principal realizar un análisis y caracterización de los fondos de inversión en Costa Rica en los últimos 5 años (2010-2014). Dentro de este análisis se han desarrollado diversas variables fundamentales que permiten describir de una mejor manera cuál ha sido la tendencia de este tipo de inversión en el periodo de tiempo establecido.

1. Comisiones de administración en los fondos de inversión

La comisión en los fondos de inversión corresponde al porcentaje que un puesto de bolsa cobra a sus clientes por la administración de sus inversiones, dicho monto es definido por cada sociedad administradora, pero los inversionistas tienen el deber y el derecho de consultar el monto de la comisión antes de autorizar cualquier transacción, asimismo éste debe ser revelado en el prospecto de cada fondo de inversión. (Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, 2009).

Posterior al análisis de la tendencia en los últimos 5 años sobre ésta variable, considerando que los datos están sujetos a la información que cada sociedad administradora de fondos haya remitido a la fecha de la consulta, se obtuvo que para los fondos abiertos de crecimiento en colones en promedio la comisión fue de 1.52% sobre los activos netos, siendo Interbolsa la sociedad administradora de fondos de inversión con el cobro por comisión más alto, 2.75% en el 2010.

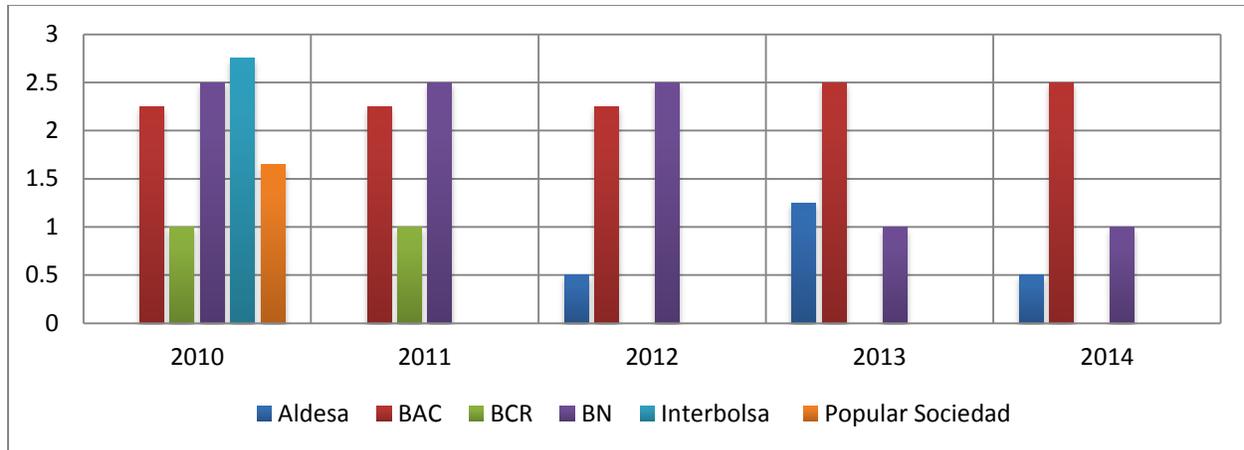
**Gráfico n°1. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de crecimiento en colones, según sociedad administradora de fondos
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

Según datos de la SUGEVAL los fondos de ingreso en colones rondan el promedio de 1.73%, siendo nuevamente Interbolsa la SAFI con el cobro más alto, 2.75% en el 2010, mientras que Aldesa fue la sociedad administradora con menor porcentaje de comisión del 2012 al 2014 un 0.75%.

**Gráfico n°2. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de ingreso en colones, según sociedad administradora de fondos
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**

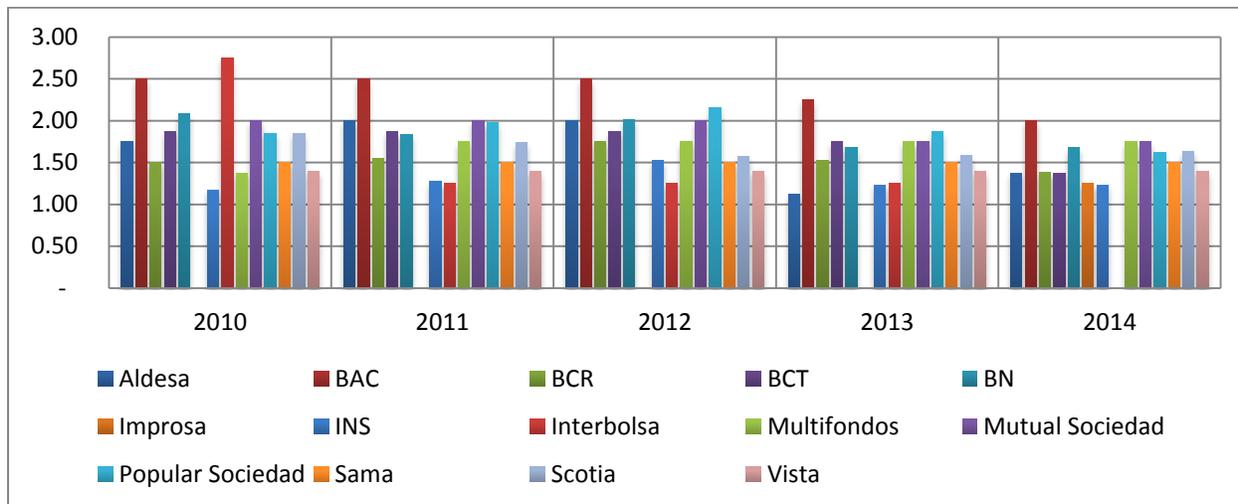


Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

En referencia a los fondos de mercado de dinero el promedio fue de 1.67% siendo el BAC la SAFI con mayor cobro de comisión por administración durante el periodo en estudio (2.36% del 2010 al 2014), esto porque es la sociedad con mayor oferta en éste tipo de fondos.

Lo anterior se puede ver en el siguiente gráfico:

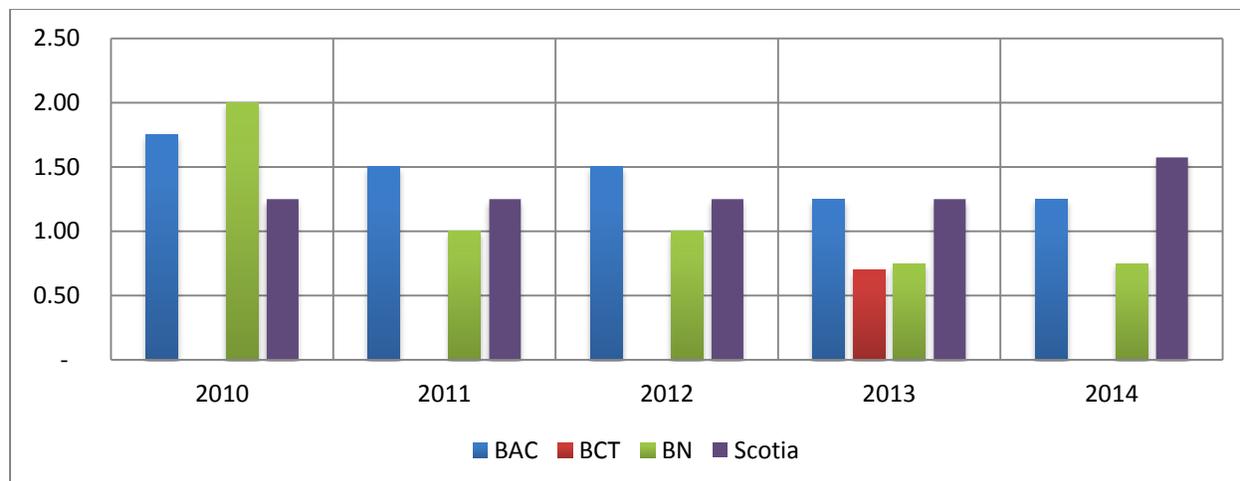
**Gráfico n°3. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos del mercado de dinero en colones, según sociedad administradora de fondos
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

En cuanto a los fondos en dólares de crecimiento el Banco Nacional en el 2010 tuvo el cobro mayor, 2% sobre el activo neto, sin embargo, en los años siguientes fue precisamente ésta SAFI la que mantuvo el cobro menor, entre el 1% y el 0.75%.

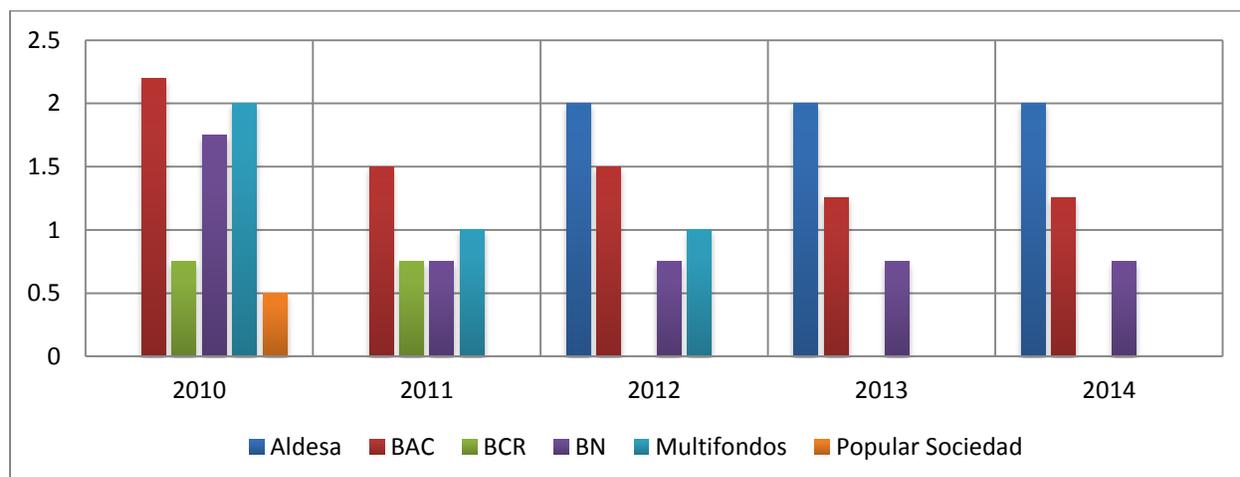
Gráfico n°4. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de crecimiento en dólares, según sociedad administradora de fondos
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014



Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

Para los fondos de ingreso en dólares se mantuvo un promedio de 1,07%, siendo Aldesa la sociedad con mayor recaudación en comisión del 2012 al 2014 (2%) mientras que Popular sociedad obtuvo 0.50% en el 2014 por éste concepto.

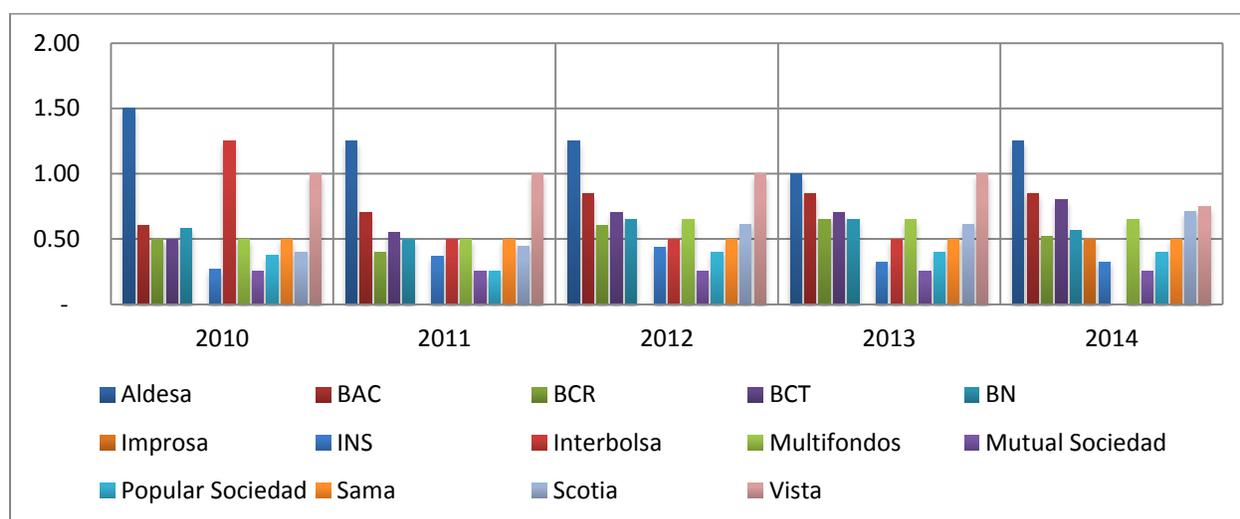
Gráfico n°5. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de ingreso en dólares, según sociedad administradora de fondos
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014



Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

Finalmente para los fondos del mercado de dinero se observa que debido a qué es la inversión con mayor demanda, el cobro de comisión es menor en ésta categoría, el promedio de recaudación fue de 0.58%, siendo Aldesa la sociedad con mayor cobro 1.25% del 2010 al 2014.

**Gráfico n°6. Comisión de administración de fondos de inversión abiertos de mercado de dinero en dólares, según sociedad administradora de fondos
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

Para las variaciones antes descritas se debe considerar que hay momentos en que por razones de mercado, o por gestión, la rentabilidad de un fondo baja por un tiempo corto, si obedece a un ajuste de mercado, como podría ser un ajuste al alza en tasas de interés del mercado o más extenso si obedece a un problema de estructura del portafolio, y por tanto de gestión.

Por lo que si el fondo baja en su rentabilidad, la administradora sabe que si mantiene una comisión relativamente alta, la rentabilidad del fondo pierde competitividad frente a la de otros fondos y entonces podría agravar la captación, como resultado baja también su comisión, para no erosionar aún más la rentabilidad del fondo.

Esto puede ser por un tiempo corto o largo, según las condiciones del mercado, la competencia, o los factores que dieron origen a la baja en rentabilidad del fondo.

A nivel general según datos de la SUGEVAL del 2010 al 2014 se han recaudado ingresos por comisiones de administración de fondos de inversión un total de ¢108,190 miles millones, y a pesar de que éste cobro ha ido disminuyendo a través de los años como se observó en los gráficos anteriores el aumento en la recaudación se puede atribuir al aumento en la cantidad de participantes y los activos netos en la industria de los fondos de inversión en Costa Rica.

Tabla n°5. Resumen de la información financiera remitida por las SAFIS a la SUGEVAL

Partida	2010	2011	2012	2013	2014
Comisiones por administración de fondos de inversión*	19,895	20,097	20,192	23,668	24,335

Fuente: SUGEVAL.

*En miles de millones colones

2. Total de participantes y total de activos.

La cantidad de inversionistas que participan en fondos de inversión ha ido en aumento en los últimos 5 años, mostrando una tendencia al alza muy marcada en los últimos 2 años, ya que, a finales del año 2012, este tipo de inversión contaba con un total de 217,590 participantes y al final del 2014 este número subió a 361,818 lo que representó un aumento de más del 66%.

De acuerdo con datos históricos, se observa una clara inclinación hacia las inversiones en fondos del mercado de dinero, pasando de 110,000 inversionistas para el primer trimestre del 2010 hasta más de 310,000 al último cuarto del 2014, es decir, solamente el crecimiento en la cantidad de inversionistas para este tipo de fondos creció un 182% aproximadamente, conformando así el tipo de fondo que lidera el percentil 75 del total de inversionistas.

Al final del 2014, se cuantifican más de 361,000 inversionistas participando en los fondos de inversión en estudio y, según los datos resaltados anteriormente, solo en los fondos de mercado de dinero se concentra el 85.9% del total de participantes.

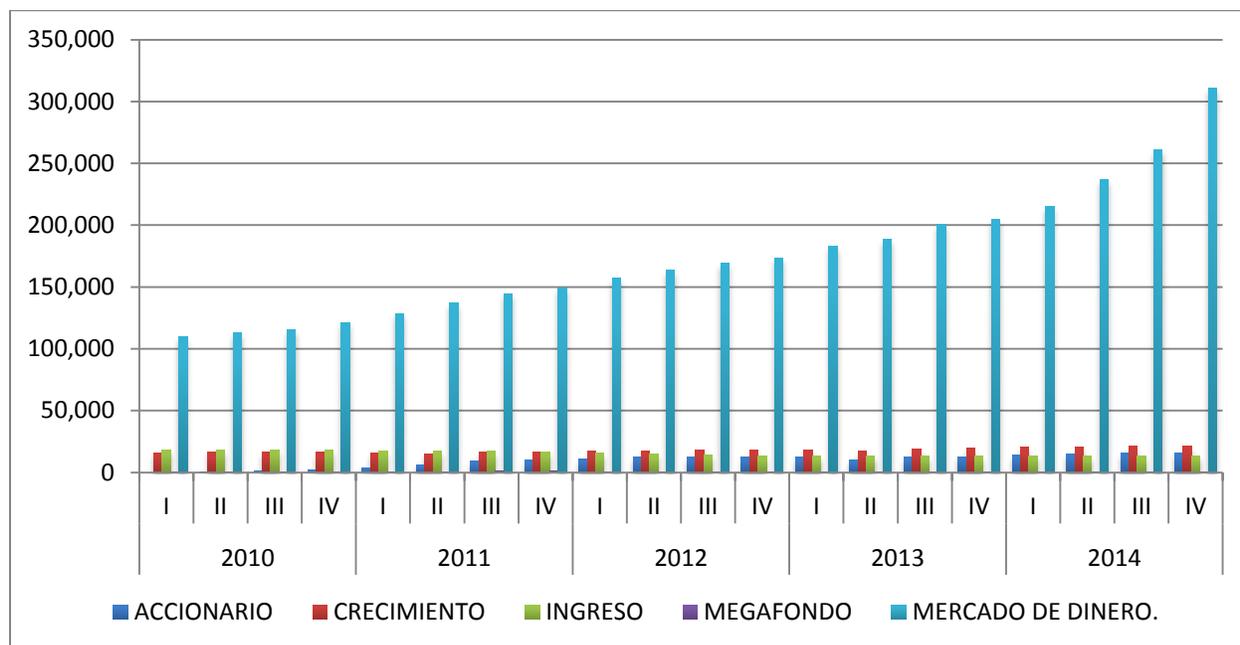
La cantidad de inversionistas en fondos accionarios ha tenido un aumento muy significativo, ya que paso de no tener participantes durante el primer trimestre del 2010 a más de 15,000 inversionistas para el cierre del 2014, siendo un tipo de fondo de inversión que forma parte del percentil 75 para esta variable. Lo cual representa un aumento muy significativo, el cual se puede observar en el gráfico 7.

Por su parte, los fondos con menor cantidad de participantes, han tenido una reducción en la cantidad de participantes de un 24% para los fondos de Ingreso y un 19% para los megafondos. En el caso de los megafondos, éstos representan apenas el 0.14% del total de inversionistas ya que actualmente solamente existe un único megafondo administrado por el BAC San Jose SAFI, ubicándose por debajo del percentil 25.

Por su parte los fondos de crecimiento han tenido un aumento en la cantidad de inversionistas de hasta un 32% del 2010 al cierre del 2014, teniendo un promedio de crecimiento anual de aproximadamente un 5%. Ganando popularidad en comparación con los fondos de ingreso, ya que en el 2010 tenían más de 2,000 inversores de más en comparación con los fondos de crecimiento; pero al cierre del 2014 los fondos de crecimiento lograron tener más de 7,000 participantes más que los fondos de ingreso.

En términos relativos, al cierre del 2014 los fondos de ingreso representaron una participación de 3.77% y los fondos de crecimiento alcanzaron una participación de inversores de un 5.83%. Adicionalmente, los fondos accionarios lograron acaparar un 4,37% del total de inversionistas, de manera que estos 3 tipos de fondos acumulan casi un 14% del total de inversionistas que participan en el mercado de fondos de inversión.

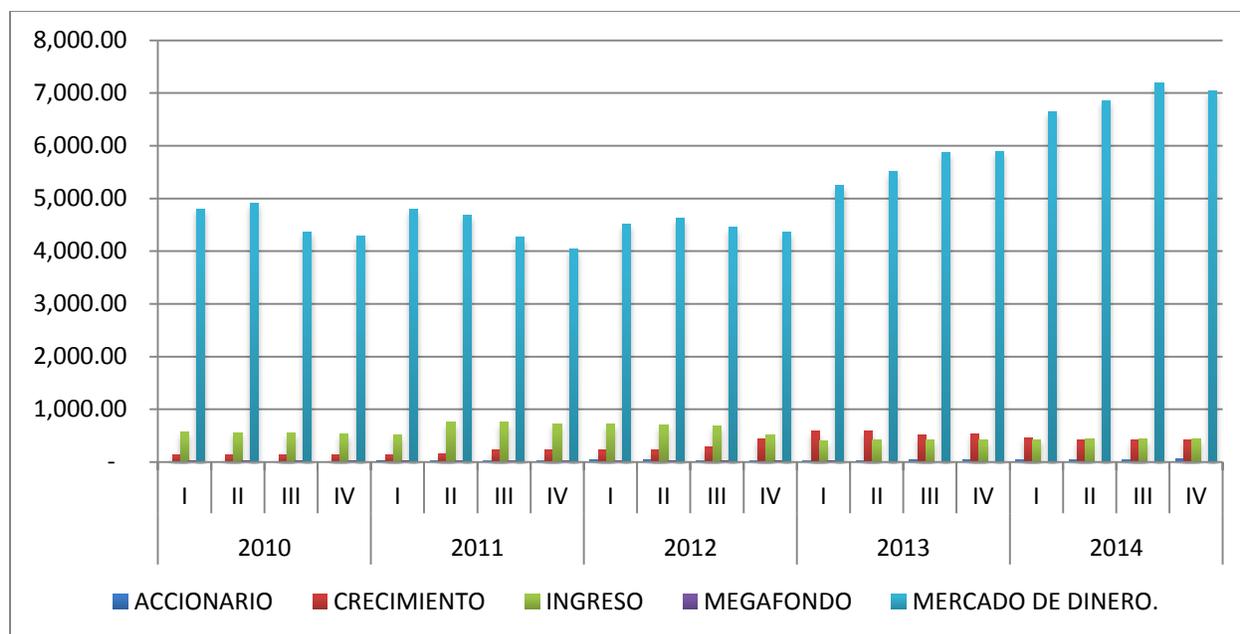
**Gráfico n°7. Cantidad de inversionistas según tipo de inversión
En términos cuantitativos
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia, datos tomados de la SUGEVAL

Los activos totales de los fondos de inversión han experimentado un comportamiento muy similar al de la cantidad de inversionistas durante los años 2010 al 2012, con una tendencia al crecimiento en los últimos 2 años, por ejemplo a finales del año 2012 se contaba con 5,376 millones de colones, y al final del 2014 se tenía un total de 7,966 millones de colones, lo que representa un aumento de más del 48%.

Gráfico n°8. Cantidad total de activos en millones de colones según tipo de inversión
En términos cuantitativos
Del 2010 al 2014



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL

Tomando en cuenta las variables analizadas anteriormente, total de inversionistas y total de activos, se puede observar que ambas variables poseen un comportamiento similar. Ambas han experimentado un aumento en los últimos 5 años, con un aumento aún más marcado en el último año. Sin embargo es importante recalcar que la relación de cantidad de inversionistas y la cantidad de activos de los fondos no debe ser necesariamente directa, debido a que cada inversionista puede aportar diferentes cantidades a los fondos.

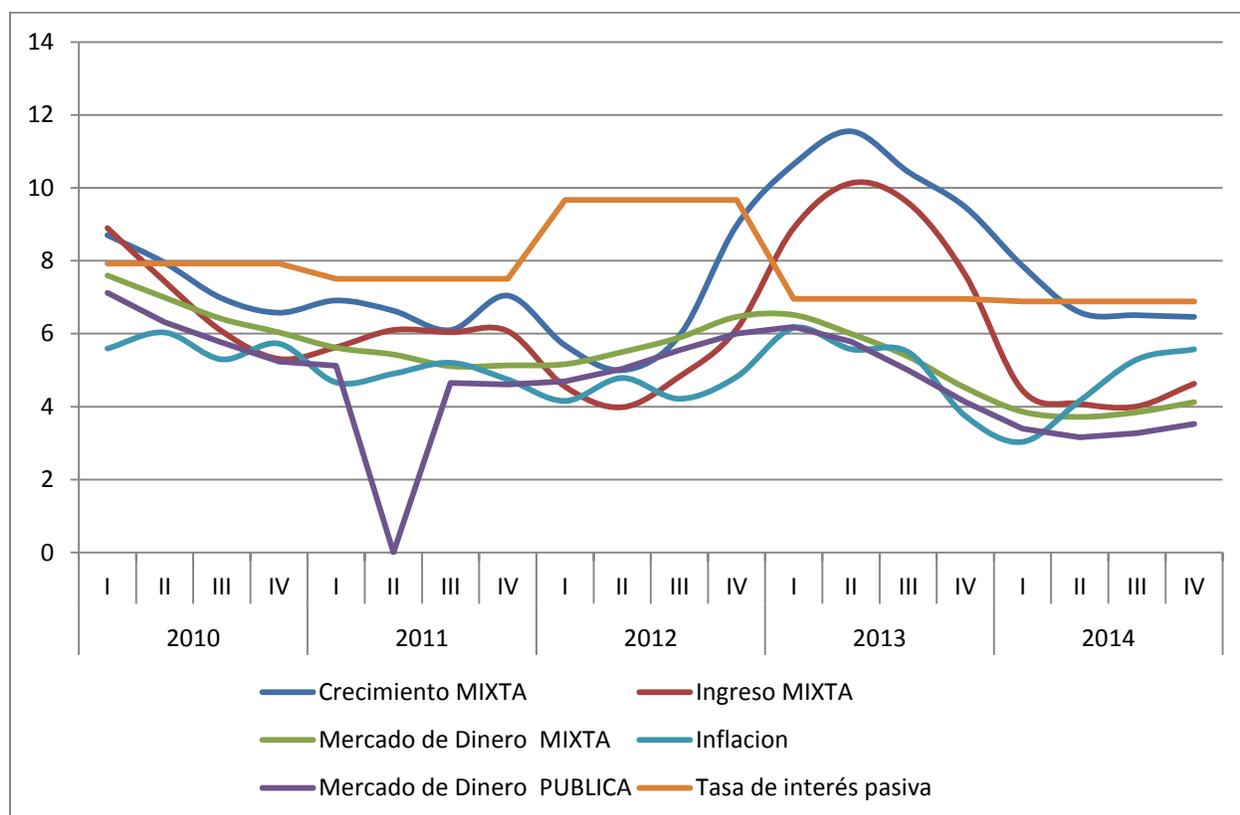
Como se indicó anteriormente, el tipo de fondo que produjo este crecimiento fue el de mercado de dinero, tanto en activos totales como en el número de inversionistas, además de que obviamente al ser el tipo de fondo que impulsó este crecimiento, está por encima del percentil 75, por el contrario, observamos que el megafondo es el tipo de fondo con la menor cantidad de activos y participantes y se encuentra por debajo del percentil 25.

Cabe resaltar que los fondos accionarios aunque acumulan una cantidad considerable de participantes, no acumulan una cantidad de activos tan significativa, ya que representan apenas el 0.66% del total de activos que tienen los fondos en estudio, lo que lo ubica por debajo del percentil 25.

3. Rendimiento vrs tasa de interés e inflación

A continuación, se analiza la tendencia de la inflación, las tasas de interés y el rendimiento de los fondos de inversión de mercado de dinero.

**Gráfico n°9. Rendimiento de los fondos de inversión, según la tasa de interés pasiva e inflación
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

Se puede observar en el gráfico una tendencia similar entre la tasa de interés y la inflación entre el 2010 y el 2011; sin embargo, para el 2012 se puede ver como la inflación disminuyó en aproximadamente un punto porcentual respecto al 2011 mientras que la tasa de interés aumentó considerablemente respecto al 2011. Para el 2013 la inflación aumentó en casi un punto porcentual respecto al 2012 pero la tasa de interés tiene una baja de casi 3 puntos porcentuales. En el 2014 la inflación observa un aumento, mientras la tasa de interés se mantiene.

Se puede visualizar que entre el 2010 y 2011 la tasa de interés estuvo entre 7,93 y 7,50 respectivamente. En el 2012 tiene un aumento en 2 puntos porcentuales, escenario que el Banco Central calificó como fenómeno anormal. De acuerdo a Rodrigo Bolaños en su informe de labores, se realizó un llamado de atención a las entidades financieras públicas para que revisaran esas diferencias respecto a tendencias anteriores. Bolaños mencionó que en el medio financiero se rumoraba que esta posición de los bancos era para influir en la tasa básica pasiva.

Por tal motivo, el Banco Central a finales del 2012 realizó una serie de variaciones en su metodología de cálculo de la tasa básica pasiva, con el fin de disminuir que las acciones de intermediarios financieros influyeran sobre la misma. Para el 2013 y 2014 la tasa vuelve nuevamente a su tendencia promedio habitual de 6,90% y 6,89%, respectivamente. (Banco Central de Costa Rica, 2015)

De acuerdo con el Banco Central, durante el segundo semestre del 2013 y el primer trimestre del 2014 la inflación se mantuvo en el rango meta establecido por la entidad, según su programa macroeconómico (5% y 4% \pm 1 punto porcentual, respectivamente), con un valor acumulado de 4,5% y 5,2%, respectivamente. En la segunda parte del 2013 favoreció la estabilidad cambiaria local, situación que cambió en los primeros tres meses del 2014 cuando se observó un incremento en el tipo de cambio. No obstante, en el primer trimestre del 2014 la inflación vuelve a mantenerse dentro del rango establecido por el Banco Central. (Banco Central de Costa Rica, 2014)

Por su parte, los rendimientos para los diferentes tipos de fondo adquieren diversas tendencias a pesar de las fluctuaciones en la inflación y las tasas de interés. Cabe recalcar que los fondos de inversión de crecimiento mixto e ingreso mixto presentan una caída considerable de su rendimiento en el 2012, no obstante en el 2013 incrementa de manera abrupta dicho rendimiento.

4. Análisis del rendimiento de los fondos de inversión en comparación con la inflación y las tasas de rendimiento ofrecidas por el Banco Central de Costa Rica y el Tesoro de los Estados Unidos

A continuación, se analiza de manera más profunda los rendimientos obtenidos por los fondos de mercado de dinero, crecimiento e ingreso que son los de mayor popularidad de acuerdo con lo ya analizado en este estudio. Estos rendimientos deben ser comparados con los factores que directamente los impactan a nivel país, como lo son la inflación y los rendimientos ofrecidos por el estado mediante el Banco Central de Costa Rica (BCCR) y el Tesoro de los Estados Unidos.

La razón de comparar los rendimientos de estos fondos con los rendimientos ofrecidos por el Banco Central de Costa Rica (BCCR) (fondos en colones), y el Tesoro de los Estados Unidos (fondos en dólares); es que los títulos valores ofrecidos por los gobiernos son los únicos que tienen riesgo cero en cada país, ya que a nivel internacional existen calificaciones de riesgo establecidas por empresas calificadoras que analizan los diferentes factores que pueden significar un riesgo hacia los inversionistas internacionales.

El otro factor es la inflación, ya que ésta es capaz de reducir el rendimiento real obtenido; pues si la moneda se devalúa a un ritmo muy acelerado, los rendimientos obtenidos no lograrán superarla y por ende, los mismos serian cercanos a cero o negativos.

El siguiente grafico muestra el comportamiento de la inflación del 2010 al 2014 con la línea negra, la misma se ubica entre el 3.03% hasta el 6.16% para un promedio del periodo de 4.96%. Adicionalmente, los fondos de ingreso tuvieron un promedio de

rendimientos de 6.22%, los fondos de mercado de dinero tuvieron un promedio de 5.46% y los rendimientos que muestran los fondos de crecimiento son en promedio de 7.60%. Lo anterior demuestra que los rendimientos que estos fondos apenas sobrepasan a la inflación hasta en dos puntos porcentuales, lo cual se traduce en un rendimiento promedio anual de apenas un 2%.

Esta tendencia se observa así durante la mayor parte del periodo, a excepción del tiempo comprendido entre el cuarto trimestre del 2012 y el cuarto trimestre del 2013, en el cual se alcanzan los mayores rendimientos hasta de 11.55% en el caso de los fondos de crecimiento y de 10.13% para los fondos de ingreso.

Los fondos de mercado de dinero, por el contrario, mantienen rendimientos modestos durante todo el periodo de estudio y se mantiene apenas por encima de la curva de la inflación, con tendencia decreciente y alcanzando valores menores a la inflación a partir del segundo trimestre del 2014.

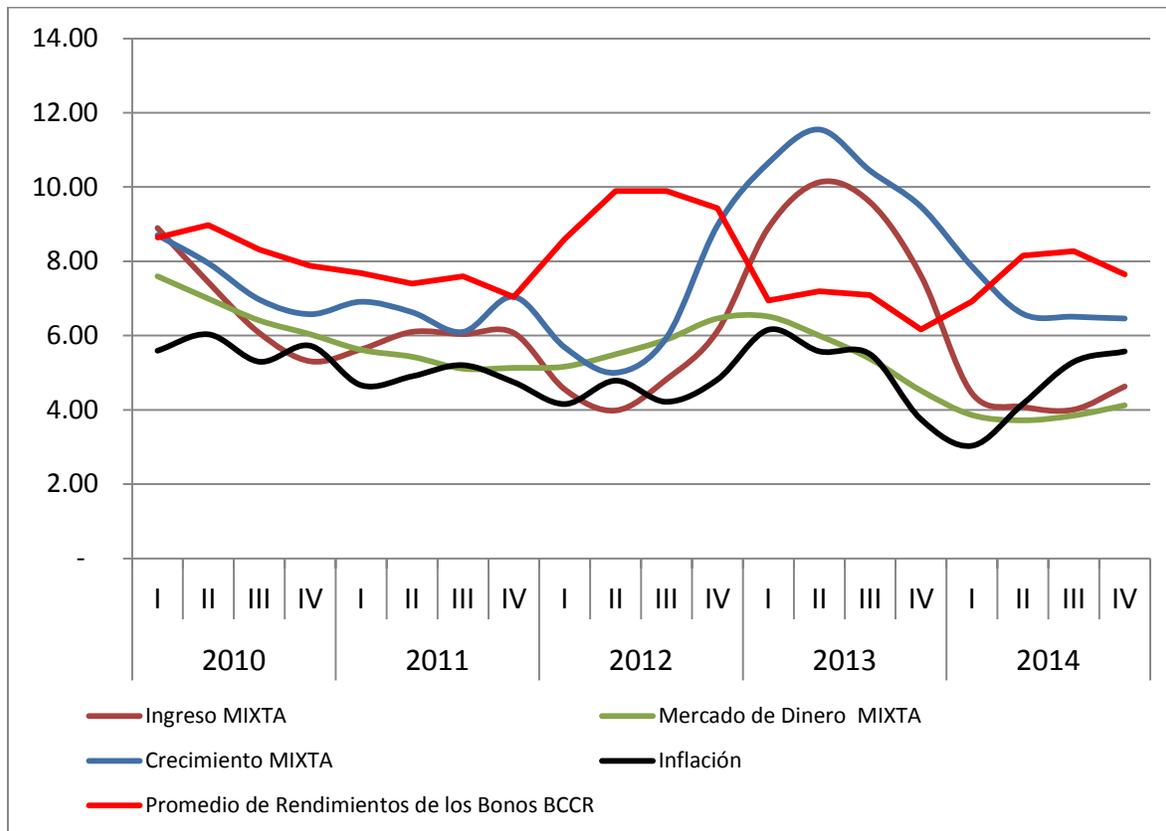
Es importante también, contrastar los rendimientos de estos fondos en comparación con las tasas que ofrece en BCCR, representadas en el gráfico con la línea roja. Los bonos de estabilización monetaria (BEM) de tasa fija y los de cero cupón se subastan en el mercado nacional en tasas que en promedio van del 5.84% hasta el 9.89% durante el periodo en estudio.

Lo anterior da como resultado que los rendimientos que se obtienen de los bonos del estado sean, en la mayor parte del periodo, mayores a los rendimientos obtenidos en los fondos en estudio. Se da un periodo en el que los rendimientos de los fondos de ingreso y de crecimiento son mayores a los ofrecidos en los BEM.; este periodo es del cuarto trimestre del 2012 al primer trimestre del 2014 para los fondos de crecimiento; y de todo el 2013 para el caso de los fondos de ingreso.

El hecho de que los rendimientos de los fondos de inversión se ubiquen entre la curva de inflación (piso) y la curva de BEM (techo), hace que sean poco atractivos, ya que éstos fondos están compuestos por una variedad de inversiones que tienen riesgo, y

una inversión con cero riesgo como los bonos del Estado no debería tener un mejor rendimiento.

**Gráfico n°10. Rendimiento de los fondos de inversión abiertos, de ingreso, de mercado de dinero y crecimiento de cartera mixta, en colones, según la inflación y el promedio de rendimientos de los bonos del BCCR
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

En lo que respecta a los rendimientos en dólares, el siguiente gráfico muestra cómo ha sido su comportamiento a lo largo de los 5 años en estudio (2010-2014). En este caso se realiza el mismo análisis enfocado en la inflación del país, en este caso la de Estados Unidos, así como de los rendimientos ofrecidos mediante los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Para el estudio se seleccionaron los rendimientos de los bonos del Tesoro a 6 meses plazo ya que es un periodo de tiempo de corto plazo que se acerca a los periodos de

mantenimiento de los inversionistas, según lo que se ha concluido de las entrevistas realizadas a los expertos

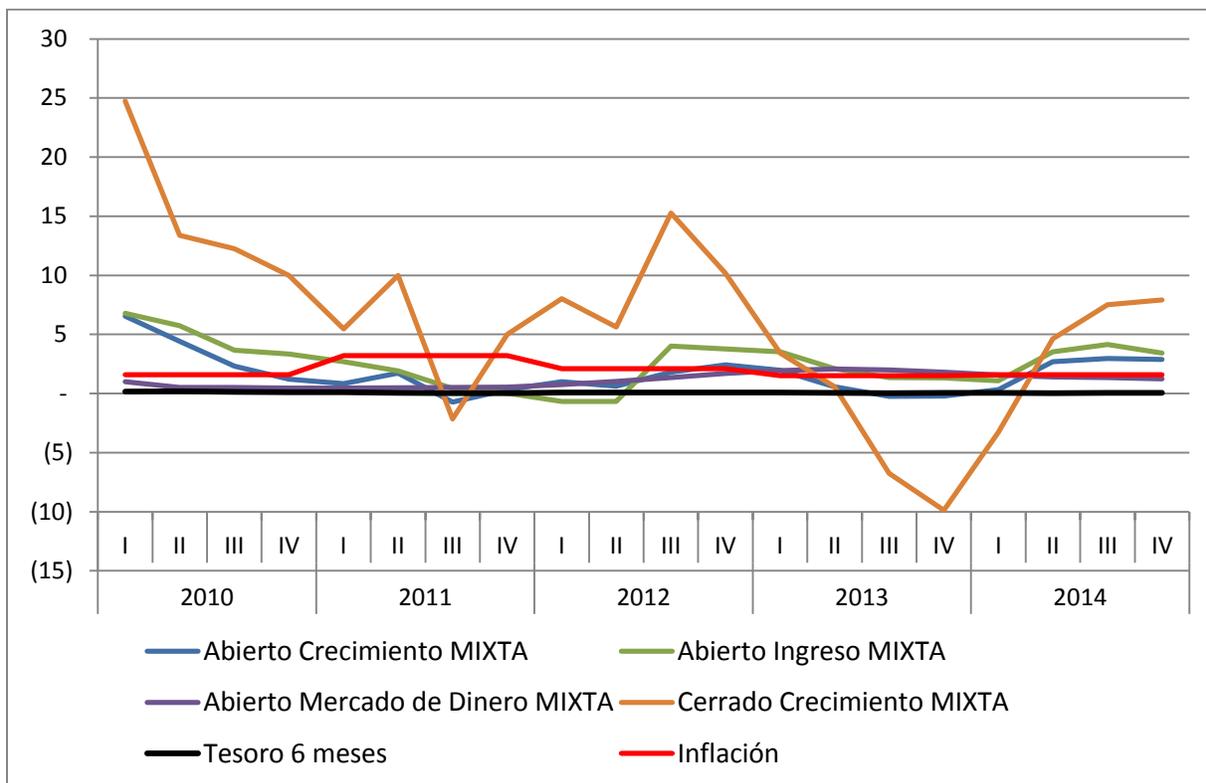
Los rendimientos de los bonos del Tesoro son en promedio de 0.08% a lo largo del periodo en estudio, muy cercanos a cero debido a la intención del gobierno de los Estados Unidos para mantener bajas las tasas de interés del sistema bancario para así estimular la economía.

Además, la inflación de los Estados Unidos ha rondado entre un 1.50% y un 3.20%, cerrando el 2014 con un 1.60%. Esto deja un mayor rango para que los fondos puedan obtener mejores rendimientos, ya que la inflación deja de ser un factor que disminuya en gran medida los posibles rendimientos reales que se puedan obtener.

A pesar de lo anterior, la mayoría de los rendimientos que ofrecen los fondos de ingreso, crecimiento y de mercado de dinero apenas rondan valores similares a los de la inflación. Lo cual demuestra que se debe estar siendo muy conservador en cuanto a la cartera que componen los fondos o que no se han logrado los rendimientos esperados por las SAFIs.

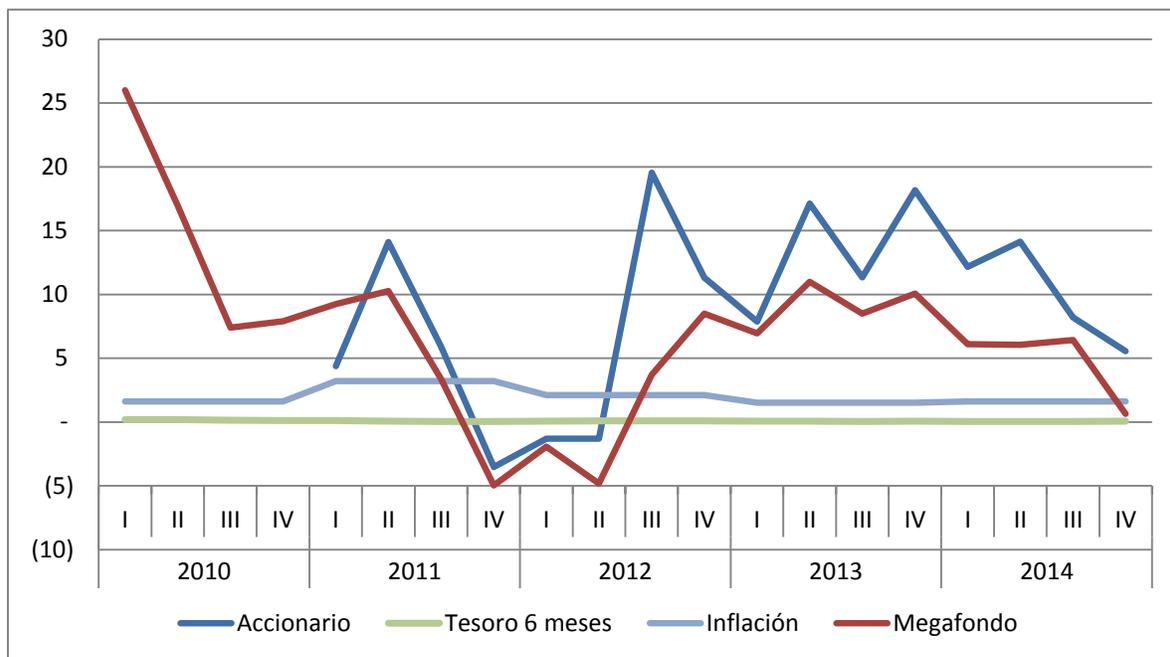
Resaltan los fondos cerrados de crecimiento, de cartera mixta; ya que son los únicos en mostrar una volatilidad mucho mayor en sus rendimientos, pasando de 24.75% en el primer trimestre del 2010 hasta pérdidas del -9.88% en el cuarto trimestre del 2013. Estos fondos muestran una volatilidad que no se observa en otros y es posible que se deba a una composición más riesgosa de su cartera.

**Gráfico n°11. Rendimiento de los fondos de inversión de ingreso, de mercado de dinero y crecimiento de cartera mixta, en dólares, según las tasas de los Bonos del Tesoro de EEUU y la inflación anual
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL, el BCCR y el Banco Mundial.

Gráfico n°12. Rendimiento de los fondos de inversión accionarios y megafondo de cartera mixta, en dólares, según las tasas de los Bonos del Tesoro de EEUU y la inflación anual
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL, el BCCR y el Banco Mundial.

Resulta interesante analizar la relación con las variables de tasas de los bonos del Tesoro e inflación, con los rendimientos de los fondos con menor cantidad de activos en el país. Cabe resaltar que estos fondos existen solamente en dólares, por lo que no es posible realizar un análisis similar al realizado para otros fondos en colones.

Los fondos accionarios tuvieron rendimientos negativos durante todo el 2010, desde un -78% hasta un -0.79%, por lo que se decidió no agregar este periodo al gráfico. A partir del 2011 presenta rendimientos considerables para luego caer en números negativos para el cuarto trimestre del 2011 hasta el segundo trimestre del 2012, y desde este momento ha mostrado rendimientos altos de hasta 19.53% aunque con mucha variabilidad.

Es posible observar cómo tanto los fondos accionarios como el megafondo tienen comportamientos muy variables, con rendimientos muy por encima de la inflación y de

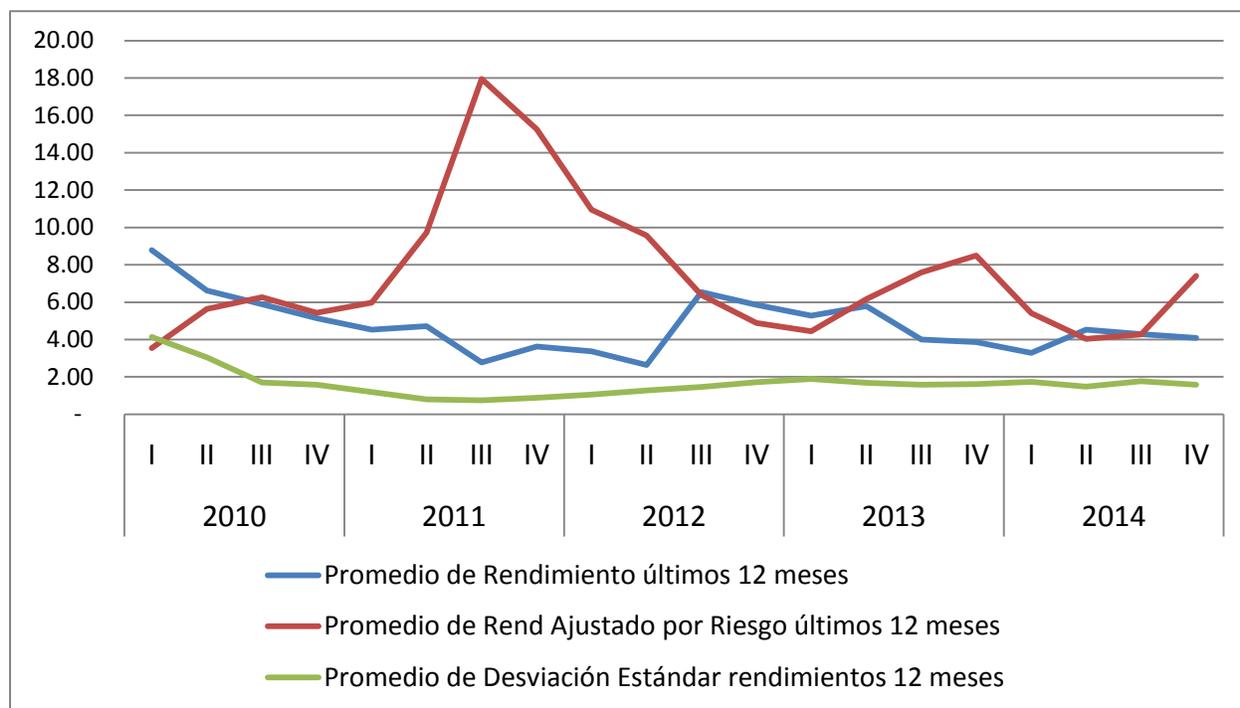
las tasas de los bonos del Tesoro, lo cual debería hacerlos muy apreciados por los inversores.

Tienen también, la característica particular de que son mucho más volátiles que los fondos con mayor cantidad de activos y participantes, por lo que se le podría atribuir a este factor el hecho de que sean los fondos con menos cantidad de activos y en el caso del megafondo, de que sea el que tiene menor participación de inversionistas.

5. Rendimiento ajustado al riesgo

El rendimiento ajustado al riesgo, RaR, es un indicador que permite conocer el atractivo de un instrumento financiero, en relación al riesgo de su volatilidad. Es decir, muestra cuál es el rendimiento real de los fondos de inversión en comparación con el riesgo asumido (desviación estándar) en un periodo de tiempo determinado. Este indicador es de vital importancia a la hora de realizar una inversión ya que usualmente los inversionistas consideran solamente el rendimiento nominal, pero es recomendable también, estudiar la variabilidad que han tenido los instrumentos en un lapso de tiempo determinado.

**Gráfico n°13. Rendimiento ajustado al riesgo de los fondos de inversión
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

Para el 2011 el riesgo registrado fue uno de los más bajos en los 5 años de análisis aumentando así significativamente el rendimiento real de los fondos de inversión. A nivel general, el rendimiento real o Rendimiento Ajustado por Riesgo (RaR) disminuyó en el 2012, mayormente por los fondos financieros abiertos, ocasionado por una mayor volatilidad en los precios de mercado secundario. (CAFI, 2012)

No obstante, al cierre del 2012, el rendimiento nominal de los fondos sufrió un aumento en relación al 2011, principalmente en los denominados en dólares que sufrieron un aumento de casi 4 puntos porcentuales (0,3% del 2011 vs 4,2% del 2012). Sin embargo, este mayor rendimiento nominal se vio afectado por un aumento en el riesgo (volatilidad u oscilación) provocado por la variabilidad de los rendimientos a lo largo del año. Según la Cámara de Fondos de Inversión de Costa Rica esa mayor variabilidad

estuvo asociada con los fondos cuyas carteras tienen los más altos componentes de títulos valorados a precios de mercado.

Análisis según moneda del fondo:

- **Fondos financieros abiertos en colones**

Los rendimientos nominales experimentaron una caída en el 2010 y 2011, pero estos tuvieron un aumento para el cierre del 2012 e inicios del 2013, sin embargo, la volatilidad o riesgo de los fondos también aumentó. Es decir, el 2011 tuvo un comportamiento más estable, con menos sobresaltos y oscilaciones, respecto al 2012, a tal grado que la rentabilidad nominal del 2012 y 2013, aunque eran mayores fueron opacadas por el riesgo, provocando una caída del RaR.

Analizando los diferentes fondos en colones, al cierre de 2012, los de crecimiento abierto cartera mixta, fueron los que mostraron el rendimiento nominal más alto, que ascendió a 8,97%, pero su RaR fue de 6,55 veces de cobertura del rendimiento sobre el riesgo del activo.

Por el contrario, los fondos de mercado dinero, cartera mixta, con un rendimiento nominal del 6,46%, compensaron de mejor manera su bajo riesgo, con un RaR de 16,07 veces.

- **Fondos financieros abiertos en dólares**

Los fondos financieros abiertos de esta moneda mostraron un aumento significativo en el rendimiento nominal al cierre del 2012, causado principalmente por los accionarios, con una rentabilidad nominal de 11,32% anual. No obstante, fue un tipo de fondo que ha experimentado alzas y bajas de rentabilidad muy pronunciadas durante todo el periodo de análisis, lo que generó que su RaR fuera, al inicio del 2012 muy bajo.

Por su parte, los de mercado dinero de cartera mixta, tuvieron un aumento constante de rentabilidad nominal del 2010 hasta mediados del 2013, mostrando una menor oscilación a lo largo de este periodo provocando así, que para el año 2011 alcanzara

un pico muy alto de RaR de 25,95 veces de cobertura del rendimiento sobre el riesgo del activo. Para el 2013 aunque su rendimiento nominal estuviera a la baja, éste fue más alto que los años anteriores y con menos oscilaciones, provocando que alcanzara nuevamente un punto alto con un 20,64 en este indicador.

Un elemento particular es que los fondos de mercado de dinero resultaron con los índices RaR más altos entre los fondos financieros abiertos, confirmando una vez más por qué es el fondo con mayor cantidad de activos invertidos en el país.

- **Fondos financieros cerrados en colones**

Los fondos financieros cerrados en esta moneda han sufrido un descenso constante desde el 2010 en su rendimiento nominal. Sin embargo, a partir de la segunda mitad del 2010 el riesgo asociado a este tipo de fondos ha sido constante y ha presentado pocas variaciones provocando así que en la segunda mitad del 2011 el rendimiento ajustado al riesgo presentara su punto más alto, con un resultado de 12,61.

- **Fondos financieros cerrados en dólares**

El rendimiento nominal de los fondos financieros cerrados en dólares ha presentado variaciones significativas durante el periodo de análisis. Para el 2011 el rendimiento nominal bajó a números negativos produciendo que el indicador de RaR experimentara una caída, esta situación se repitió nuevamente a finales del 2013. Estas variaciones fueron producidas principalmente por los fondos de crecimiento, ya que, aunque los fondos de ingreso también tuvieron caídas en el rendimiento nominal, fueron los fondos de crecimiento los que presentaron mayores oscilaciones en este indicador.

Rendimiento y riesgo de los principales fondos de inversión, percentil 75

Los siguientes gráficos pretenden demostrar cómo se comporta el rendimiento que ofrecen los fondos de inversión con mayor cantidad de activos e inversionistas, realizando una comparación de su rendimiento y su riesgo demostrado como la desviación estándar de los rendimientos obtenidos.

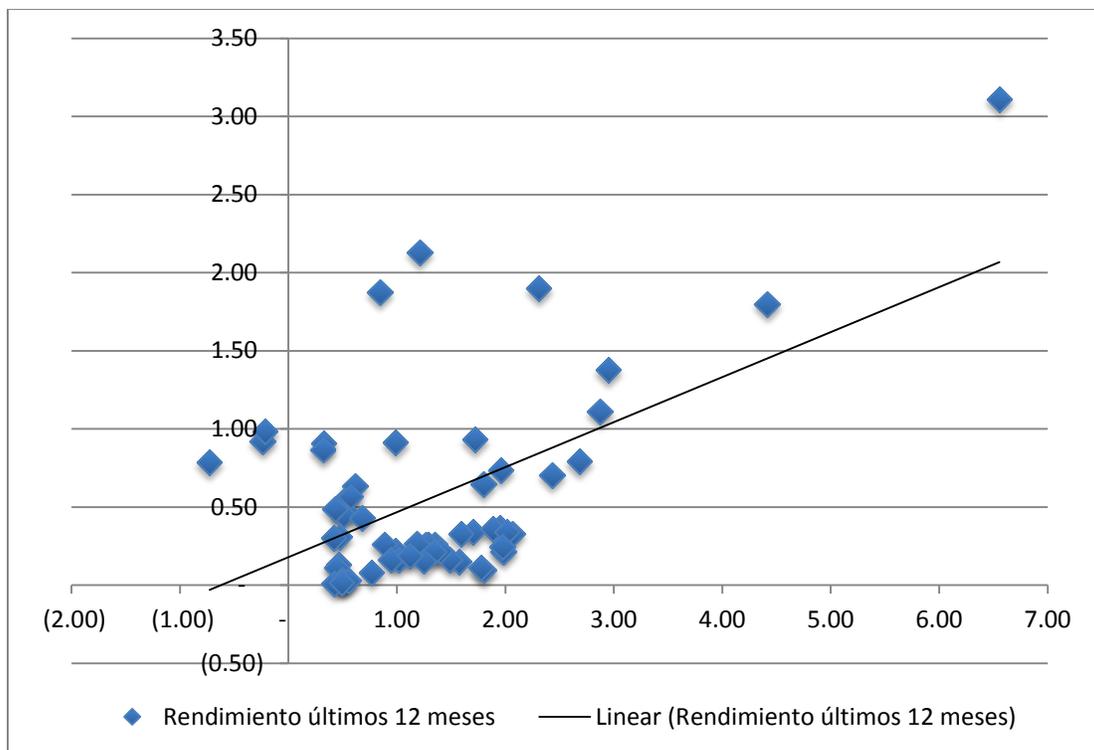
- **Fondos de inversión en dólares**

Se realizó un análisis de todos los fondos de inversión sujetos a este estudio y se seleccionaron los fondos que presentaron la mayor cantidad de activos, por ende los más grandes; adicionalmente, los más populares o con mayor participación de inversores. Estos son, para los fondos en dólares, los fondos abiertos de mercado de dinero y los fondos de crecimiento.

Estos fondos acumulan hasta el 90% del total de activos del total de los fondos de inversión financieros, de manera tal que son referente del comportamiento del mercado de fondos en los últimos 5 años. Adicionalmente, agrupan la mayor cantidad de inversores pues éstos agrupan el 88% del total de inversores en el mercado local de fondos de inversión.

Con base en lo anterior, se definen estos fondos como parámetro para evaluar la relación rendimiento – riesgo, según la teoría de que mientras mayor sea el rendimiento mayor es el riesgo asociado a la inversión, y viceversa.

**Gráfico n°14. Dispersión de rendimientos de los fondos de inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento en dólares, según su desviación estándar
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

En el gráfico anterior se logra observar cómo la mayor cantidad de rendimientos se encuentran entre el 0% y el 2% con una desviación estándar no mayor a 0.5%, por lo que son inversiones muy seguras. Además, se observa cómo mientras más altos son los rendimientos el riesgo también sube, de manera que se encuentran algunos rendimientos negativos o pérdidas que están asociadas a fondos con riesgos levemente mayores; así como rendimientos de más de 6% con una desviación estándar de 3%.

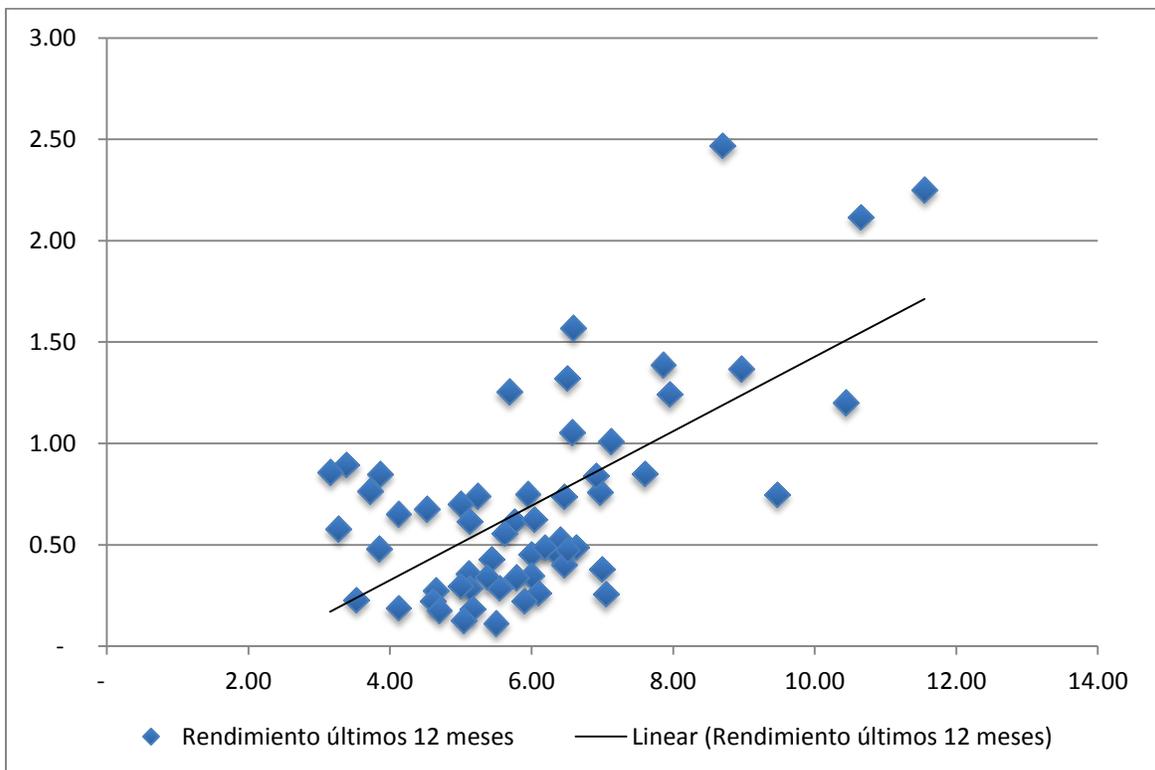
Lo anterior se explica mediante la recta de tendencia cuyo comportamiento es creciente, señalando una relación directa entre rendimiento y riesgo. A pesar de esto, los porcentajes de riesgo expresan poca volatilidad y las ganancias obtenidas son relativamente modestas.

- **Fondos de inversión en colones**

El siguiente gráfico muestra los resultados de los fondos seleccionados anteriormente aplicados a fondos en colones. En el mismo se puede observar una tendencia similar al gráfico anterior ya que la recta de tendencia es ascendente; sin embargo, con una pendiente más pronunciada.

Cabe resaltar que la desviación estándar en ambos gráficos nunca sube del 3.5% lo que demuestra que el riesgo asociado a los fondos es bajo a pesar del tipo de moneda. Los fondos en colones tienen rendimientos mayores, entre 4% y 8% en comparación con los fondos en dólares; sin embargo, los rendimientos en colones se ven afectados en mayor medida por la inflación.

**Gráfico n° 15. Dispersión de rendimientos de los fondos de inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento en colones, según su desviación estándar
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

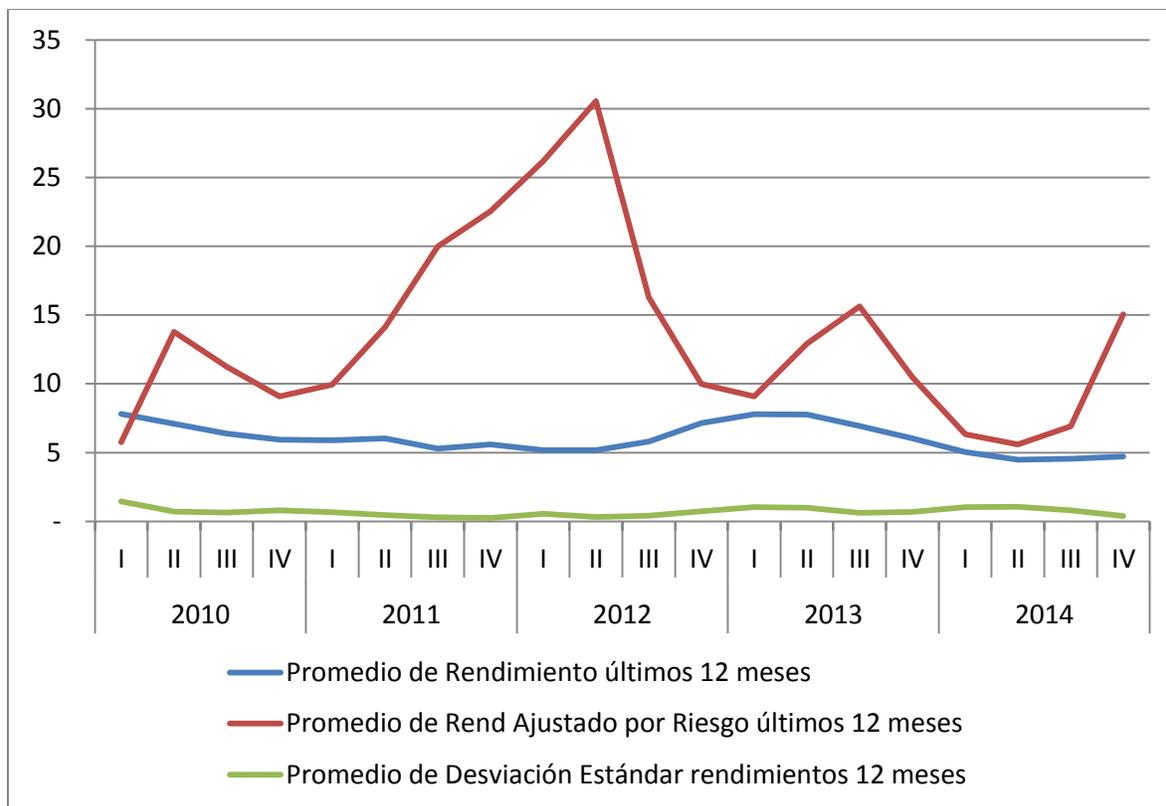
6. Rendimiento de los fondos de inversión según su desviación estándar

En el presente apartado se analiza el comportamiento de los rendimientos de los fondos de inversión de mercado de dinero y de crecimiento en colones en comparación con su desviación estándar, definida como la variabilidad de los rendimientos obtenidos en un periodo de tiempo.

El siguiente gráfico muestra que los rendimientos obtenidos durante el periodo de estudio rondan el 6% con una leve tendencia a la baja. Adicionalmente, los porcentajes de desviación estándar observan un comportamiento de alrededor del 0.7% lo cual demuestra la baja volatilidad de los fondos, aunque la desviación muestra una leve inclinación hacia el alza.

La curva de rendimiento ajustado por riesgo demuestra rendimientos, significativamente más altos aunque con fluctuaciones muy pronunciadas, con puntos mínimos como 5.76 en el primer trimestre del 2010, siendo menor a los rendimientos obtenidos; y puntos máximos como un 30.55 durante el segundo trimestre del 2012. Esta curva sin embargo, muestra una tendencia decreciente, más cercana al rendimiento obtenido de los fondos.

**Gráfico n°16. Rendimiento de los fondos de inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento, en colones, según la desviación estándar
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

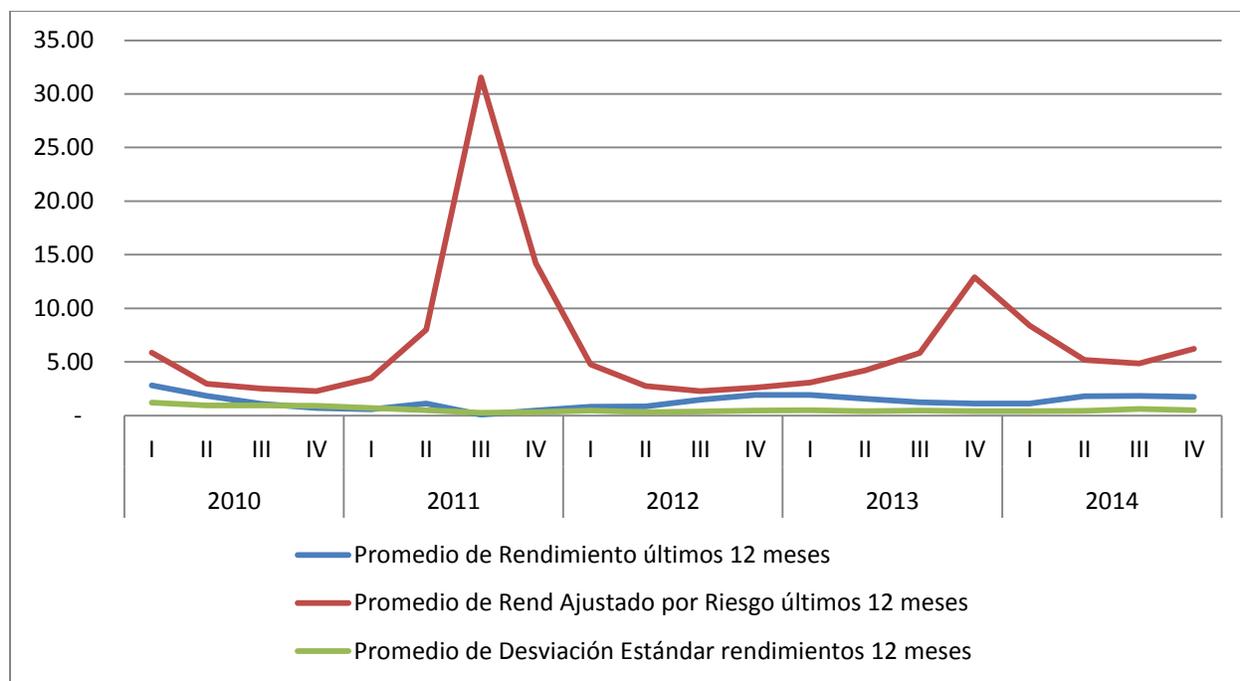
De igual manera se determinó analizar los rendimientos de los fondos de mercado de dinero y crecimiento en dólares para determinar su comportamiento a lo largo del periodo en estudio, ya que los rendimientos en dólares resultan de factores diferentes a los factores que influyen a los fondos en colones.

El siguiente gráfico muestra que los rendimientos obtenidos del 2010 al 2014 rondan el 1.3% con una muy leve tendencia al alza. También, la desviación estándar mantiene un comportamiento de alrededor del 0.55% con fluctuaciones muy cercanas al 0% lo cual señala una muy baja volatilidad de los fondos, además que la desviación muestra una leve tendencia a la baja.

En contraste los fondos accionarios, que se encuentran por debajo del percentil 25 en cuanto a la cantidad de activos que manejan. Presentan desviaciones estándar que rondan el 5.2%, significativamente más elevados que los fondos de mayor utilización, como los son los fondos de mercado de dinero.

La curva de rendimiento ajustado por riesgo demuestra en los fondos en dólares que, durante la mayoría del periodo de estudio, son más elevados aunque con fluctuaciones muy pronunciadas en periodos específicos como el tercer trimestre y cuarto del 2011, y durante el cuarto trimestre del 2013, con puntos máximos del 31.55, 14.21 y 12.89 respectivamente; y puntos mínimos que se acercan a los rendimientos obtenidos. Esta curva, muestra una tendencia ligeramente decreciente, más cercana al rendimiento obtenido de los fondos.

**Gráfico n°17. Rendimiento de los fondos de inversión abiertos, de mercado de dinero y crecimiento, en dólares, según la desviación estándar
En términos porcentuales
Del 2010 al 2014**



Fuente: Elaboración propia. Datos tomados de la SUGEVAL.

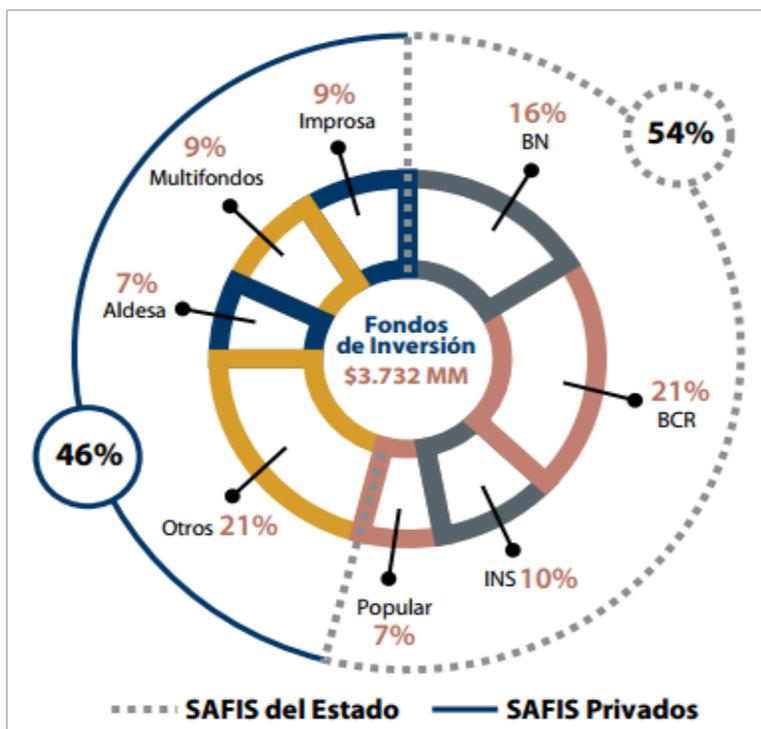
A manera de comparación, los fondos en colones tienen rendimientos promedios más altos que los rendimientos en dólares; sin embargo, los primeros se ven mayormente afectados por la inflación local, la cual ronda el 5%, lo que minimiza el rendimiento percibido de los inversores.

7. Administradores de los fondos de inversión

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión son las encargadas del manejo de los fondos en Costa Rica y estos pueden ser entes públicos o privados.

De los \$3.732MM que conformaban el total de activos de los fondos de inversión para Julio 2014, un 54% eran administrados por SAFIS del Estado, entre las que cabe mencionar: Banco Nacional, INS, Banco de Costa Rica y Banco Popular; sin embargo, se podría decir que la administración de los fondos de inversión de nuestro país se divide en porcentajes similares para SAFIS del estado y privadas, ya que ambos porcentajes de administración distan sólo en un 5% uno del otro. La Sociedad Administradora de Fondos que tiene más activos a cargo corresponde al Banco de Costa Rica con un 21% del total.

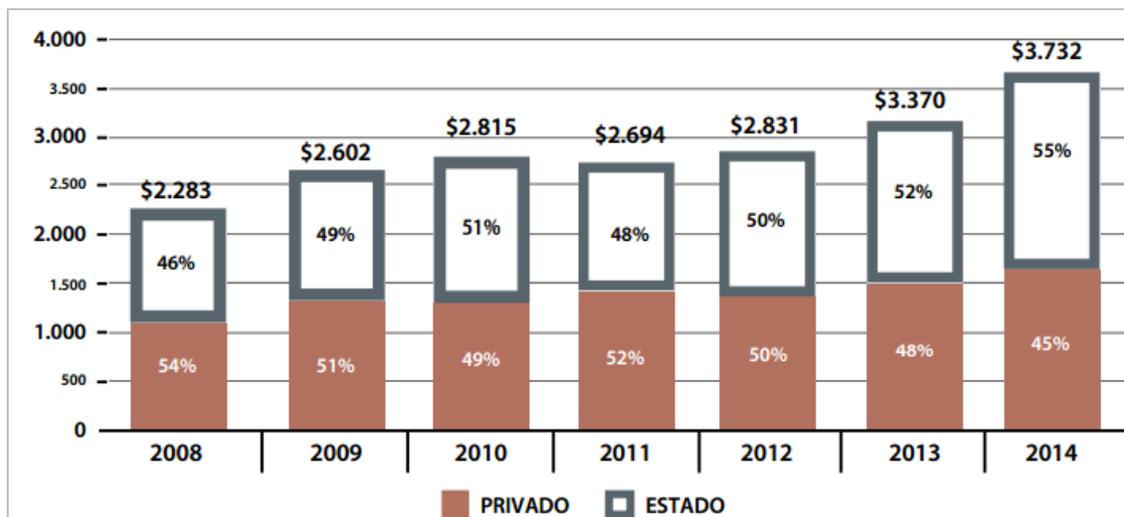
**Gráfico n° 18. Administradores de los fondos de inversión en Costa Rica
En porcentajes
Al 31 de Julio 2014**



Fuente: SUGEVAL e Improsa SAFI

Cabe destacar que esta distribución del mercado tan equitativo entre SAFIs privadas y del Estado ha sido constante a través de los años. Tal y como se puede ver en el siguiente gráfico, la administración de los fondos de inversión en Costa Rica ha mantenido esta relación entre el 2010 y el 2013; sin embargo para el 2014 alcanzó la diferencia más grande a favor de las SAFIs estatales con hasta 10 puntos porcentuales de diferencia.

Gráfico n°19. Sector que administra los fondos de inversión en Costa Rica
En porcentajes y dólares
Al 31 de Julio 2014



Fuente: SUGEVAL e Improsa SAFI

CONCLUSIONES

- Los fondos de inversión en Costa Rica constituyen un tipo de inversión atractivo por sus características propias, como los son: la unión de recursos entre participantes, que promueven mejores condiciones para la compra de activos; la posibilidad de diversificación, que reduce el riesgo de la inversión y es directamente proporcional al aporte, por lo que se disuelve entre los participantes; su transparencia, debido a la existencia de los prospectos; y el marco regulatorio que lo fiscaliza. Estas características resultan atractivas para el mercado costarricense que, según indicaron los expertos entrevistados, posee una cultura de aversión al riesgo.
- A pesar de que la mayor cantidad de inversionistas se inclina hacia los fondos de mercado de dinero por su característica de inversión a la vista o a corto plazo, existen también una amplia gama de opciones de fondos que son el resultado de diferentes clasificaciones tales como reembolso, naturaleza de los activos y objetivo de inversión. Todas estas opciones permiten a los fondos adecuarse a los diferentes perfiles de participantes; sin embargo, se considera importante tomar acciones a nivel de gobierno y entidades reguladoras y participantes del mercado de valores, con el fin de impulsar otros tipos de fondos en el mercado costarricense.
- Existen diversos tipos de riesgo que pueden afectar un fondo de inversión, no obstante, en Costa Rica los inversionistas tienden a inclinarse ante opciones de bajo riesgo, y por ende asumen también un bajo rendimiento. Los costarricenses por tanto, prefieren opciones con bajo riesgo de solvencia del emisor, es decir, en su mayoría se inclinan hacia opciones de cartera pública por lo que difícilmente sus emisores se verán imposibilitados de hacer frente a sus obligaciones, de igual forma el riesgo de país es bajo, ya que Costa Rica tiene un ambiente propicio para realizar inversiones debido a que los acontecimientos políticos, económicos o sociales difícilmente afectan de forma considerable las inversiones. En lo que

respecta al riesgo por tipo de activo en el que se invierte se considera limitado también, ya que al fluctuar por tasas de interés a corto plazo, la volatilidad en la que se mueve es de corto rango.

- A nivel centroamericano Costa Rica es el país con el marco legal más robusto para regular correctamente éste tipo de inversión de acuerdo con la opinión de los expertos consultados, incluso otros países han replicado la normativa costarricense para regular sus mercados de fondos, debido a que deben ser autorizados por la Superintendencia General de Valores, la cual es la institución que dicta los lineamientos para estar en cumplimiento con la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Las sociedades administradoras de riesgo por su parte se apegan a los criterios aprobados por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, lo que permite a su vez reducir la posibilidad de fraude y proteger al inversionista en mayor medida.
- A nivel de normativa, si bien se han impulsado reformas para adecuar la ley a las necesidades cambiantes del mercado, aún queda pendiente la aprobación de la Declaratoria de Interés Público y Nacional del Desarrollo del Mercado de Valores, esto para facultar al inversionista a tener acceso a ciertos títulos sin necesidad de la figura de un puesto de bolsa como intermediario, lo cual le daría profundidad y madurez al mercado actual, dicho proyecto se ha visto limitado y detenido por procesos burocráticos de la Asamblea Legislativa.
- La cantidad de inversionistas así como la cantidad de activos totales en los fondos de inversión de nuestro país ha ido en aumento en los últimos cinco años, pero con un crecimiento aún más marcado en el último año. El tipo de fondo de inversión que en la actualidad cuenta con una mayor cantidad de activos y participantes es el de mercado de dinero.
- El mercado de fondos de inversión se ve evidentemente influenciado por el perfil conservador de los inversionistas, pues la mayor oferta se presenta en aquellos de corto plazo, que son rápidamente liquidables o transables en el mercado secundario y que tienen rentabilidades austeras de poca variabilidad.

- Los fondos de inversión con menor cantidad de inversionistas, como es el caso del megafondo, y los fondos con menor cantidad de activos como lo son los accionarios (ambos debajo del percentil 25); tienen la particularidad de que son mucho más riesgosos en su rentabilidad que los más populares. Cabe destacar el crecimiento tan significativo en la cantidad de inversores en fondos accionarios, que mantienen una cantidad modesta de activos; por lo que podría interpretarse que estos fondos están siendo utilizados en la mezcla de inversiones de los participantes del mercado, agregando fondos de mayores rendimientos posibles a su portafolio; sin embargo, en montos bajos para reducir el riesgo de pérdidas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Normativa Contable Aplicable a los Entes Supervisados por SUGEF, SUGEVAL, SUGESE, SUPEN y a los Emisores no Financieros* (2008).
- Banco Central de Costa Rica. (2013). *Informe de Inflación Junio* .
- Banco Central de Costa Rica. (2014). *Informe de Inflación Marzo*.
- Banco Central de Costa Rica. (2014). *Informe Inflación Marzo 2014*. Obtenido de http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/politica_monetaria_inflacion/Informe_inflacion_marzo_2014_final.pdf
- Banco Central de Costa Rica. (2015). *Informe Final Gestión Rodrigo Bolaños Zamora*. Obtenido de http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/administrativos/Informe_final_gestion_Rodrigo_Bolaños_Zamora.pdf
- Barquero, G., & Mora, M. (2014). *Clasificación de Riesgos en Fondos de Inversión*. San Salvador: SCR Riesgo.
- CAFI. (2011). *Boletín Mensual Mayo*.
- CAFI. (2011). *Boletón Mensual Abril*.
- CAFI. (2012). *Boletín Mensual Julio*.
- CAFI. (2012). *Boletín Mensual Mayo*.
- Capitales*. (Mayo de 2015). Obtenido de Manual sobre Fondos de Inversión: Capitales.com
- Citi Bank*. (Marzo de 2015). Recuperado el Marzo de 2015, de Inversión Fondo de Inversión: http://www.citibank.com/spain/consumer/spanish/citigold/pdf/Inv_Fond_de_Inversion.pdf
- Citi Bank España*. (Marzo de 2015). Recuperado el Marzo de 2015, de Fondos de Inversión: <http://www.citibank.com/spain/consumer/spanish/fundfinder/faqans.htm>
- Fitch Ratings*. (Junio de 2015). Obtenido de <http://www.fitchca.com/sector/cr/default.aspx>
- Forbes Mexico*. (2015). Obtenido de Fondos de Inversion: <http://www.forbes.com.mx/beneficios-de-invertir-en-fondos-de-inversion/>
- Gaceta Financiera*. (Junio de 2015). Obtenido de <http://www.gacetafinanciera.com/califin.htm>
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2006). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw-Hill.
- Ley N° 7732. (1998). *Ley Reguladora del Mercado de Valores*. SUGEVAL.
- Ministerio de Hacienda. (2015). *Manual sobre fondos de Inversión*. Obtenido de www.hacienda.go.cr
- NIC 39. (1995). *Normas Internacionales de Contabilidad*.

NIC 7. (1992). *Normas Internacionales de Contabilidad*.

Panabolsa. (2014). Obtenido de Improsa:

<http://www.panabolsa.com/biblioteca/Presentaciones/2014/IMPROSA.pdf>

Popular SAFI. (Junio de 2015). Obtenido de Popular Fondos de Inversion:

<https://www.popularsafi.com/default.aspx?contenidoid=4f1591a7-7f7f-4a25-b162-7ada443ccd30>

Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión. (2009).
CONASSIF.

Superintendencia General de Valores. (Febrero de 2015). Obtenido de Productos de Inversión:

www.sugeval.fi.cr

Superintendencia General de Valores. (Febrero de 2015). Recuperado el Febrero de 2015, de
Cursos Virtuales:

<http://aplicaciones.sugeval.fi.cr/CursosVirtuales/SegundoCurso/plainlaunch.htm>

Superintendencia General de Valores. (Febrero de 2015). Recuperado el Febrero de 2015, de
Documentos, Fondos de Inversión Financieros:

<http://www.sugeval.fi.cr/MercadoValores/Documents/Fondos%20de%20Inversi%C3%B3n.pdf>

Superintendencia General de Valores. (Abril de 2015). Obtenido de Prospecto:

<http://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/definicionprospecto.aspx>

Superintendencia General de Valores. (Febrero de 2015). Recuperado el Febrero de 2015, de
Prospecto:

www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/productosinversion.aspx#prospecto

Superintendencia General de Valores. (Abril de 2015). Obtenido de Productos de Inversión:

<http://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/ProductosInversion.aspx>

ANEXOS



La siguiente entrevista tiene como propósito abarcar el tema de los fondos de inversión para entender con mayor amplitud las características del mercado costarricense así como su tendencia en los últimos 5 años, esto como parte de la investigación correspondiente a un trabajo final de graduación de Licenciatura en Administración Financiera del Instituto Tecnológico de Costa Rica.

La información brindada será confidencial y utilizada solamente para los fines antes descritos. Le agradecemos de antemano la atención que nos pueda brindar.

- Fecha: 13 abril 2015
 - Hora: 4 pm
 - Nombre del entrevistado: Victor Chacón
 - Empresa en la que labora actualmente: Cámara Fondos de Inversión
 - Cargo: Director Ejecutivo
-
1. **¿Cuáles son en su opinión las principales características del mercado de fondos de inversión en Costa Rica?**
 - Es un mercado ilíquido porque las transacciones diarias solo representan el 5% del total de títulos.
 - Poca estandarización en los productos lo que dificulta su transacción posterior en el mercado secundario.
 - Se cuenta con poca diversidad de emisores o emisiones monopolizados.
 - A nivel centroamericano estamos en una posición de ventaja, la SUGEVAL tiene plataformas electrónicas muy desarrolladas las cuales permiten presentar la información en tiempo real.

 2. **¿Se puede afirmar que el mercado costarricense ha estado en expansión en términos del volumen de participantes en los últimos años?**
 - Desde los años 90's a la fecha ha habido un incremento a excepción de dos crisis que han enfrentado en el 2003 y en el 2008, sin embargo, el producto no se ha masificado.

 3. **¿Qué limitantes tiene el mercado costarricense respecto a otras economías para ampliar y profundizar el mercado de fondos de inversión?**
 - La cultura de ahorro en donde, aunque se reciben pocos rendimientos sea una renta fija de poco riesgo.
 - Empresas familiares las cuales tienen temor a mostrar su información financiera al público y no están de acuerdo con tener una junta directiva fuera del círculo familiar, factores que lo que les impide participar en la bolsa.
 - Los puestos de bolsa no hacen banca de inversión, es decir que no andan en busca de empresas para que sean emisores de títulos o participen como inversionistas.

- No se fomenta la educación financiera en escuelas y colegios.
- 4. ¿Sobre la legislación vigente, considera que se debe impulsar alguna reforma legal o administrativa que impulse o fortalezca el mercado de fondos de inversión en Costa Rica?**
- La SUPEN quiso promover una ley en la que los inversionistas pudieran acceder a los títulos sin necesidad de la figura de un puesto de bolsa como intermediario, lo cual le podía dar profundidad al mercado, sin embargo, los puestos de bolsa estuvieron en desacuerdo y el actual gobierno no parece estar interesado en promoverlo.
 - Asimismo se podría emular la figura de inversión que tiene Chile para fondos de pensiones en los que toda la población asalariada aporta como carácter obligatorio cierta cantidad de dinero mensual para ser invertido en una cartera diversificada por un rendimiento variable según el perfil del inversionista.
- 5. ¿Cómo han evolucionado en los últimos años la preferencia por cierto tipo de fondos por ejemplo los del mercado de dinero?**
- CR tiene un mercado polarizado, alrededor del %50 de los participantes invierten en el mercado de dinero y el 33% en fondos inmobiliarios, por los otros productos intermedios no se tiene preferencia.
- 6. ¿Considera usted que lo anterior está relacionado a la aversión que tiene el costarricense al el riesgo?**
- En cierta parte, ya que el costarricense prefiere títulos que tengan garantía del estado, que les proporcionen una renta fija y que sean de corto plazo, por otro lado, los que invierten en fondos inmobiliarios si asumen más riesgo por lo que el rendimiento es mayor y son de largo plazo en su mayoría.
- 7. ¿Considera factible re lanzar un mega fondo a nivel país?**
- Se intentó hacer uno en el 2011 que fuera creador de mercado para comprar participaciones que estuvieran a la baja, sin embargo, los participantes no se pusieron de acuerdo o consideraban que ya tenían suficiente liquidez por si solos por lo que no se pudo concretar.
- 8. ¿Cuáles son los principales riesgos de los fondos de inversión del mercado de dinero, fondos de ingreso, fondos de crecimiento, fondos accionarios, fondos de titularización en Costa Rica?**
- CR tiene carteras estables porque los emisores al ser los bancos públicos y Hacienda son títulos de renta fija, circunstancias externas pueden afectar como pasó con la crisis económica mundial y los fondos inmobiliarios en donde se dio un factor pánico y la mayoría de inversionistas vendieron sus participaciones a pesar de que en CR la ocupación y los rendimientos seguían siendo altos.

9. ¿Cuáles se mencionan como los mayores retos que ha tenido el país en ésta área?

- Para la SUGEVAL sigue siendo un reto el regular el mercado accionario por lo que han frenado iniciativas que lo promuevan, también hay otros tipos de productos con los que no se cuenta en el país como lo son los fondos hipotecarios, fondos de infraestructura pública y de capital riesgo.
- En comparación a otras economías más desarrolladas en el tema de inversión como lo es Chile se puede decir que estamos en un nivel 7 en una escala de 1 a 10.

10. ¿Qué podría replicar la economía costarricense de otros países con miras a impulsar el crecimiento de la industria de fondos de inversión?

- Por ejemplo Colombia tiene fondos de capital riesgo para apoyar a las pequeñas y medianas empresas con patrimonio, esto les ayuda a mantener su equilibrio financiero al no seguir endeudándose con créditos bancarios.
- Chile cuenta con un plan de inversión de carácter obligatorio para la población durante su vida laboral, lo que a su vez les asegura una pensión al momento de jubilarse.

11. ¿Qué avances se ha tenido posterior a la “Declaratoria de Interés Público y Nacional el Desarrollo del Mercado de Valores?”

- Ninguna porque con el cambio de gobierno el proyecto se archivó.

¡Gracias por su atención!



La siguiente entrevista tiene como propósito abarcar el tema de los fondos de inversión para entender con mayor amplitud las características del mercado costarricense así como su tendencia en los últimos 5 años, esto como parte de la investigación correspondiente al trabajo de graduación de licenciatura en finanzas.

La información que nos brinde será confidencial y utilizada solamente para los fines antes descritos. Le agradecemos de antemano la atención.

-
- Fecha: 28 abril 2015
 - Hora: 4 pm
 - Nombre del experto: Miguel Vargas B.
 - Empresa en la que labora actualmente: SUGEVAL
 - Cargo: Ejecutivo Área de Análisis Financiero en Fondos, Sociedades y Grupos Financieros

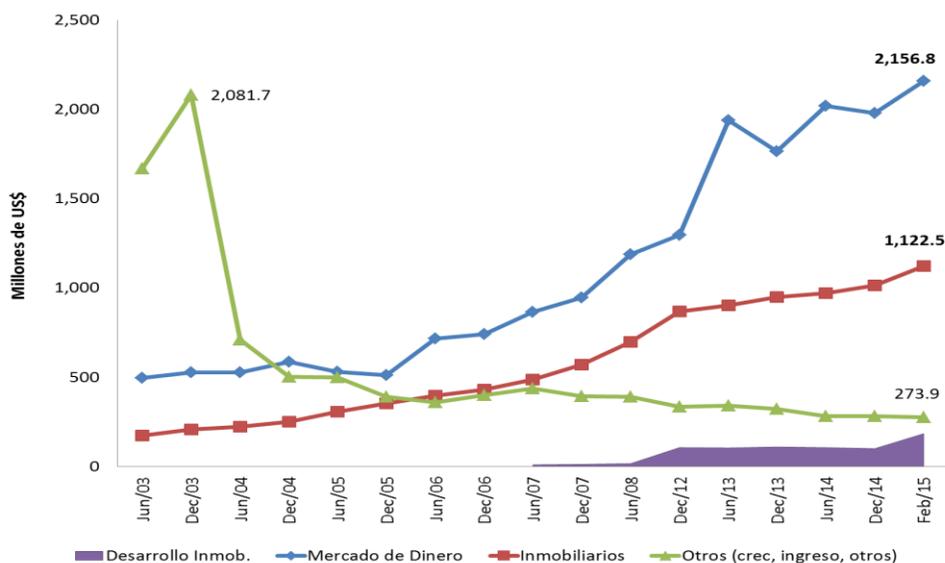
1. ¿Cuáles son en su opinión las principales características del mercado de fondos de inversión en Costa Rica?

- Es un mercado conformado por dos figuras básicamente, los fondos de inversión de mercado de dinero y los fondos inmobiliarios. Como principales estadísticas se puede indicar que el saldo del activo total administrado en forma agregada al mes de febrero 2015 ascendió a US\$3.736 millones (incremento de 4,5% con respecto a dic 2014). Los fondos de mercado de dinero representaron un 57,7% (US\$2.156 millones), los fondos de inversión inmobiliarios un 30,1% (US\$1.122 millones). El resto de fondos un 12,2% (US\$457 millones).

2. ¿Se puede afirmar que el mercado costarricense ha estado en expansión en términos de volumen los últimos años?

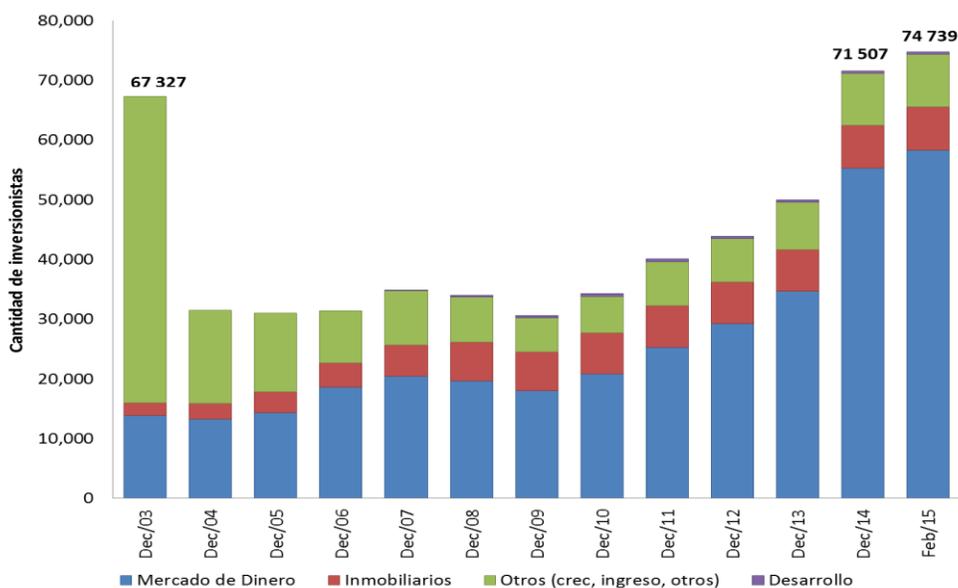
- Se puede apreciar en la siguiente gráfica, el crecimiento que ha mantenido las diferentes categorías que componen la industria de fondos de inversión.

**Evolución del activo neto de la industria de
fondos de inversión por tipo de fondo
Período: Jun-2003 a feb-2015**



De igual manera se presenta el crecimiento en la cantidad de cuentas abiertas:

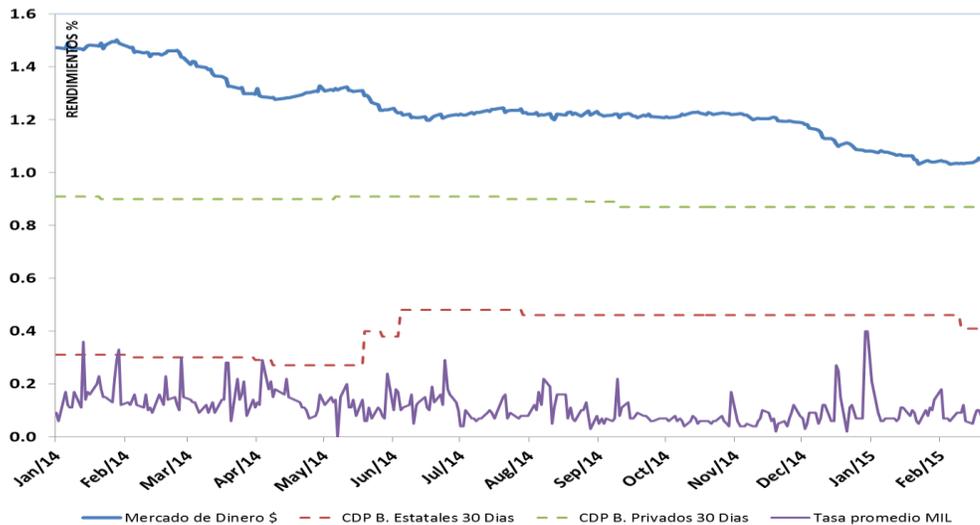
**Evolución cantidad de cuentas abiertas en la industria de fondos de inversión
Período 2003-2015**



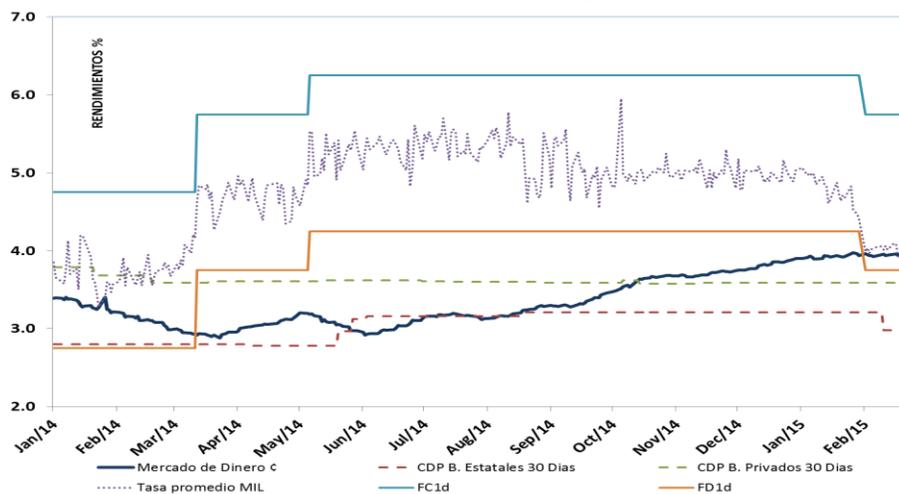
3. ¿Analizando la tendencia de los últimos 5 años se observa un decremento en el 2013, cuáles fueron las razones principales de dicha caída en los rendimientos?

- El comportamiento de los rendimientos de los fondos de inversión se explica por la composición del portafolio de inversión. Se adjuntan dos gráficas en las cuales se aprecian resultados mixtos (en fondos del mercado de dinero en dólares comportamiento a la baja y en colones al alza).

**Fondos de inversión del mercado de dinero en Dólares
Rendimientos últimos 30 días**



**Fondos de inversión del mercado de dinero en Colones
Rendimientos últimos 30 días**



4. ¿Qué limitantes tiene el mercado costarricense para profundizar el mercado de fondos respecto a otras economías?

- Lograr un cambio de hábitos de los agentes económicos para que éstos destinen una mayor cantidad de recursos a la inversión y menos al consumo.

5. ¿Sobre la legislación vigente, considera que se debe impulsar alguna otra reforma legal o administrativa que impulse o fortalezca el mercado de fondos de inversión en Costa Rica?

- Es muy importante estar en constante cambio para adecuarse a las necesidades de los mercados. La Superintendencia trabaja constantemente en reformas tanto a los Reglamentos como a los Acuerdos del Superintendente. A manera de ejemplo, se adjunta un cuadro en donde se muestra el historial de las reformas al Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.

Historial de las reformas al reglamento			
Texto	Acto	Aprobación	Fecha en que empieza a regir
Texto del reglamento	Aprobación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, mediante artículo 17 del acta de la sesión 762-2008, celebrada el 19 de diciembre del 2008.	La Gaceta Oficial No. 10 del 15 de enero del 2009.
Título I, capítulo III	Derogación	Reglamento sobre Gestión de Riesgos, aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 10 del acta de la sesión 772-2009, celebrada el 13 de febrero del 2009	La Gaceta Oficial No. 41 del 27 de febrero del 2009. Derogatoria rige a partir del 3 de agosto del 2009.
Título II, capítulo IX, artículo 48	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 15 del acta de la sesión 819-2009, celebrada el 26 de noviembre del 2009.	La Gaceta Oficial No. 238 del 8 de diciembre del 2009.
Título II, capítulo IX, artículo 55	Modificación		
Título II, capítulo IX, artículo 77	Modificación		
Título V, capítulo I, artículo 92	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 6 del acta de la sesión 794-2009, celebrada el 24 de julio del 2009.	La Gaceta Oficial No. 155 del 11 de agosto del 2009.
Transitorio V	Adición	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el	La Gaceta Oficial No. 238 del 8 de diciembre

Transitorio VI	Adición	artículo 15 del acta de la sesión 819-2009, celebrada el 26 de noviembre del 2009.	del 2009.
Título II, capítulo II, artículo 23	Modificación	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.

Historial de las reformas al reglamento

Texto	Acto	Aprobación	Fecha en que empieza a regir
Título II, capítulo VI, artículo 36	Modificación	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.
Título II, capítulo VII, artículo 38	Modificación	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.
Título II, capítulo VIII, artículo 44	Modificación	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.
Título III, capítulo II, artículo 64	Anulado	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.
Título III, capítulo II, artículo 65	Modificación	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.

		de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	
Título III, capítulo II, artículo 71	Modificación	Tribunal Contencioso Administrativo mediante Resolución No. 0066-2009 y confirmado por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010	Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en Voto No. 1000-F-2010, del 26 de agosto 2010.

Historial de las reformas al reglamento			
Texto	Acto	Aprobación	Fecha en que empieza a regir
Artículo 93	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 8 del acta de la sesión 934-2011, celebrada el 13 de setiembre del 2011.	La Gaceta Oficial No. 194 del 10 de octubre del 2011.
Artículos 17, 30, 31, 36, 47 y 49	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 5 del acta de la sesión 944-2011, celebrada el 26 de octubre del 2011	La Gaceta Oficial No. 217 del 11 de noviembre del 2011.
Título VI “Fondos de inversión de capital de riesgo”	Adición	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 5 del acta de la sesión 944-2011, celebrada el 26 de octubre del 2011	La Gaceta Oficial No. 217 del 11 de noviembre del 2011.
De los cuatro títulos siguientes al Título VI de dicho reglamento y de sus artículos, de forma que inicien en el Título VII “Comercialización de fondos de inversión”	Reenumeran	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 5 del acta de la sesión 944-2011, celebrada el 26 de octubre del 2011	La Gaceta Oficial No. 217 del 11 de noviembre del 2011.
Referencias indicadas en los artículos 3, 7, 14, 17, 25, 26, 28, 32, 55, 86, 110, 114, 115, 121.	Actualización	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 5 del acta de la sesión 944-2011, celebrada el 26 de octubre del 2011	La Gaceta Oficial No. 217 del 11 de noviembre del 2011.
Artículo 18	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 11 del acta de la sesión 962-2012, celebrada el 28 de	La Gaceta No. 63 del 28 de marzo del 2012.

		febrero del 2012.	
--	--	-------------------	--

Historial de las reformas al reglamento			
Texto	Acto	Aprobación	Fecha en que empieza a regir
Acápites XVII, del inciso a, del artículo 23	Adición	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 11 del acta de la sesión 962-2012, celebrada el 28 de febrero del 2012.	La Gaceta No. 63 del 28 de marzo del 2012.
Artículo 36	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 12 del acta de la sesión 1018-2012 celebrada el 11 de diciembre del 2012	La Gaceta No. 19 del 28 de enero del 2013.
Transitorio VII	Adición	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 12 del acta de la sesión 1018-2012 celebrada el 11 de diciembre del 2012	La Gaceta No. 19 del 28 de enero del 2013.
Artículo 36	Fe de erratas		La Gaceta No. 36 del 20 de febrero del 2013.
Artículo 87	Adición de párrafo	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en los artículos 8 y 5 de las actas de las sesiones 1034-2013 y 1035-2013 respectivamente celebradas el 2 de abril del 2013	La Gaceta No. 86 del 22 de abril del 2013
Transitorio	Adición	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en los artículos 8 y 5 de las actas de las sesiones 1034-2013 y 1035-2013 respectivamente celebradas el 2 de abril del 2013	La Gaceta No. 86 del 22 de abril del 2013
Artículos 7, 15, 18, 19, 23, 24, 25, 26, 36, 37, 38, 39, 44, 47, 48, 51, 84, 86, 90, 121	Modificación	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 11 del acta de la sesión 1047-2013 celebrada el 18 de junio del 2013.	La Gaceta No. 127 del 03 de julio del 2013.

Historial de las reformas al reglamento			
Texto	Acto	Aprobación	Fecha en que empieza a regir
Artículo 25 Bis y Transitorios IX y X	Adición	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 11 del acta de la sesión 1047-2013 celebrada el 18 de junio del 2013.	La Gaceta No. 127 del 03 de julio del 2013.
Párrafo quinto del artículo 36	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 7 del acta de la sesión 1057-2013, celebrada el 13 de agosto del 2013.	La Gaceta No. 172 del 09 de setiembre del 2013.
Artículos 27 y 47 y el párrafo final de los artículos 17 y 54.	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el numeral 1 del artículo 12 del acta de la sesión 1080-2013, celebrada el 17 de diciembre del 2013.	La Gaceta No. 27 del 7 de febrero del 2014.
Transitorio XI	Adición	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el numeral 1 del artículo 12 del acta de la sesión 1080-2013, celebrada el 17 de diciembre del 2013.	La Gaceta No. 27 del 7 de febrero del 2014.
Acápites xvii y xviii del inciso a) del artículo 23	Adición	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 13 del acta de la sesión 1124-2014, celebrada el 8 de setiembre del 2014.	La Gaceta No. 190 del 3 de octubre del 2014.
Párrafo tercero del artículo 49	Derogación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 13 del acta de la sesión 1124-2014, celebrada el 8 de setiembre del 2014.	La Gaceta No. 190 del 3 de octubre del 2014.
Acápites ii, del inciso b), del artículo 23	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 10 del acta de la sesión 1150-2015, celebrada el 23 de febrero del 2015.	La Gaceta No. 47 del 9 de marzo del 2015.

Historial de las reformas al reglamento			
Texto	Acto	Aprobación	Fecha en que empieza a regir
Segundo párrafo del artículo 17	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión 1156-2015, celebrada el 23 de marzo del 2015.	La Gaceta No. 68 del 9 de abril del 2015.
Segundo párrafo del artículo 30	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión 1156-2015, celebrada el 23 de marzo del 2015.	La Gaceta No. 68 del 9 de abril del 2015.
Inciso e) del artículo 31	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión 1156-2015, celebrada el 23 de marzo del 2015.	La Gaceta No. 68 del 9 de abril del 2015.
Noveno párrafo del artículo 36	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión 1156-2015, celebrada el 23 de marzo del 2015.	La Gaceta No. 68 del 9 de abril del 2015.
Segundo párrafo e inciso b) y c) del artículo 47	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión 1156-2015, celebrada el 23 de marzo del 2015.	La Gaceta No. 68 del 9 de abril del 2015.
Primer párrafo del artículo 49	Modificación	El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión 1156-2015, celebrada el 23 de marzo del 2015.	La Gaceta No. 68 del 9 de abril del 2015.

6. ¿Cómo han evolucionado en los últimos años la preferencia por cierto tipo de fondos, por ejemplo los del mercado de dinero?

Como se puede apreciar en la gráfica de la respuesta #2, efectivamente esta categoría muestra una tendencia al crecimiento. En parte ya que este tipo de producto es utilizado por clientes de tipo institucional, los cuales mantienen cantidades importantes de recursos en estos fondos con el objetivo de gestionar sus necesidades de liquidez.

7. ¿Lo anterior está relacionado a la aversión al riesgo que tiene el costarricense?

En parte, pero debe tomarse en cuenta lo mencionado en el punto anterior, por cuanto como se puede apreciar en el siguiente cuadro, la inversión promedio más importante es realizada por inversionistas jurídicos.

Indicador	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Feb-15
Cantidad cuentas abiertas	43.821	49.945	71.507	74.739
Inversión promedio ^{1/}	61,0	62,9	47,2	50,0
Inversión promedio inversionista físico ^{1/}	28,5	31,4	17,5	25,4
Inversión promedio inversionista jurídico ^{1/}	148,6	145,2	167,2	153,5
Concentración en dólares	65.4%	65.8%	68.4%	68.6%

^{1/}*Inversión promedio* = Activo netos administrados / sumatoria de cuentas abiertas en los fondos (en miles de dólares).
Los inversionistas jurídicos son instituciones públicas, privadas y sociedades anónimas.

8. ¿Considera factible el re lanzar un mega fondo a nivel país?

Si se considera factible. La normativa permite el uso de estas figuras.

9. ¿Cuáles son los principales riesgos de los fondos del mercado de dinero, crecimiento, fondos accionarios y de titularización en Costa Rica?

Los principales riesgos de los fondos de inversión del mercado de dinero, crecimiento, y fondos accionarios son: Riesgo de tasa de interés y de precio, riesgo de liquidez, riesgo de crédito o no pago, riesgo cambiario, riesgo de no diversificación y de concentración, entre otros.

Sobre los fondos de titularización además se debe tomar en cuenta: el riesgo por financiamiento de derechos de crédito o cobro hipotecario, riesgo de amortización anticipada, riesgo asociado al certificado de participación (liquidez), riesgo de dificultades en la ejecución de las garantías, entre otros.

10. ¿Cuáles se mencionan como los mayores retos que ha tenido el país en ésta área?

- El mayor reto ha sido el proponer un cambio integral a la Ley 7732 (Ley Reguladora del Mercado de Valores), ya que entró en vigencia el 27 de marzo de 1998 y la última reforma se realizó el 7 de agosto del 2008.

11. ¿Qué podría replicar la economía costarricense de otros países con miras a impulsar el crecimiento de la industria de fondos de inversión?

- Aplicar las sanas prácticas de la IOSCO (International Organization of Securities Commissions), ya que esta entidad es reconocida como el organismo internacional que marca los estándares para los mercados de valores.