



**UNIVERSIDAD LATINA
DE COSTA RICA**

POWERED BY **Arizona State University**

UNIVERSIDAD LATINA CAMPUS HEREDIA

CENTRO INTERNACIONAL DE POSGRADOS

MAESTRÍA PROFESIONAL EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS
CON ÉNFASIS EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

“ANÁLISIS DE SANAS PRÁCTICAS PARA LA GESTIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO
DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS EN COSTA RICA. Y
PROPUESTA DE INDICADORES DE ALERTA QUE CONTRIBUYAN
CON LA GESTIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO PARA LOS
FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS”

ELABORADO POR
LILLIANA MENA MENA

HEREDIA, COSTA RICA

2022

LICENCIA DE DISTRIBUCIÓN

Licencia De Distribución No Exclusiva (carta de la persona autora para uso didáctico)

Universidad Latina de Costa Rica

Yo (Nosotros):	Lilliana Mena Mena
De la Carrera / Programa:	Administración de Negocios con énfasis en Finanzas.
Modalidad de TFG:	Memoria
Titulado:	Análisis de sanas prácticas para la Gestión del Riesgo Sistémico en los Fondos de Inversión Financieros en Costa Rica. Y propuesta de indicadores de alerta que contribuyan con la Gestión del Riesgo Sistémico para los Fondos de Inversión Financieros.

Al firmar y enviar esta licencia, usted, el autor (es) y/o propietario (en adelante el “**AUTOR**”), declara lo siguiente: **PRIMERO:** Ser titular de todos los derechos patrimoniales de autor, o contar con todas las autorizaciones pertinentes de los titulares de los derechos patrimoniales de autor, en su caso, necesarias para la cesión del trabajo original del presente TFG (en adelante la “**OBRA**”). **SEGUNDO:** El **AUTOR** autoriza y cede a favor de la **UNIVERSIDAD U LATINA S.R.L.** con cédula jurídica número 3-102-177510 (en adelante la “**UNIVERSIDAD**”), quien adquiere la totalidad de los derechos patrimoniales de la **OBRA** necesarios para usar y reusar, publicar y republicar y modificar o alterar la **OBRA** con el propósito de divulgar de manera digital, de forma perpetua en la comunidad universitaria. **TERCERO:** El **AUTOR** acepta que la cesión se realiza a título gratuito, por lo que la **UNIVERSIDAD** no deberá abonar al autor retribución económica y/o patrimonial de ninguna especie. **CUARTO:** El **AUTOR** garantiza la originalidad de la **OBRA**, así como el hecho de que goza de la libre disponibilidad de los derechos que cede. En caso de impugnación de los derechos autorales o reclamaciones instadas por terceros relacionadas con el contenido o la autoría de la **OBRA**, la responsabilidad que pudiera derivarse será exclusivamente de cargo del **AUTOR** y este garantiza mantener indemne a la **UNIVERSIDAD** ante cualquier reclamo de algún tercero. **QUINTO:** El **AUTOR** se compromete a guardar confidencialidad sobre los alcances de la presente cesión, incluyendo todos aquellos temas que sean de orden meramente institucional o de organización interna de la **UNIVERSIDAD**. **SEXTO:** La presente autorización y cesión se regirá por las leyes de la República de Costa Rica. Todas las controversias, diferencias, disputas o reclamos que pudieran derivarse de la presente cesión y la materia a la que este se refiere, su ejecución, incumplimiento, liquidación, interpretación o validez, se resolverán por medio de los Tribunales de Justicia de la República de Costa Rica, a cuyas normas se someten el **AUTOR** y la **UNIVERSIDAD**, en forma voluntaria e incondicional. **SÉPTIMO:** El **AUTOR** acepta que la **UNIVERSIDAD**, no se hace responsable del uso, reproducciones, venta y distribuciones de todo tipo de fotografías, audios, imágenes, grabaciones, o cualquier otro tipo de

presentación relacionado con la **OBRA**, y el **AUTOR**, está consciente de que no recibirá ningún tipo de compensación económica por parte de la **UNIVERSIDAD**, por lo que el **AUTOR** haya realizado antes de la firma de la presente autorización y cesión. **OCTAVO**: El **AUTOR** concede a **UNIVERSIDAD**., el derecho no exclusivo de reproducción, traducción y/o distribuir su envío (incluyendo el resumen) en todo el mundo en formato impreso y electrónico y en cualquier medio, incluyendo, pero no limitado a audio o video. El **AUTOR** acepta que **UNIVERSIDAD**. puede, sin cambiar el contenido, traducir la **OBRA** a cualquier lenguaje, medio o formato con fines de conservación. **NOVENO**: El **AUTOR** acepta que **UNIVERSIDAD** puede conservar más de una copia de este envío de la **OBRA** por fines de seguridad, respaldo y preservación. El **AUTOR** declara que el envío de la **OBRA** es su trabajo original y que tiene el derecho a otorgar los derechos contenidos en esta licencia. **DÉCIMO**: El **AUTOR** manifiesta que la **OBRA** y/o trabajo original no infringe derechos de autor de cualquier persona. Si el envío de la **OBRA** contiene material del que no posee los derechos de autor, el **AUTOR** declara que ha obtenido el permiso irrestricto del propietario de los derechos de autor para otorgar a **UNIVERSIDAD** los derechos requeridos por esta licencia, y que dicho material de propiedad de terceros está claramente identificado y reconocido dentro del texto o contenido de la presentación. Asimismo, el **AUTOR** autoriza a que en caso de que no sea posible, en algunos casos la **UNIVERSIDAD** utiliza la **OBRA** sin incluir algunos o todos los derechos morales de autor de esta. **SI AL ENVÍO DE LA OBRA SE BASA EN UN TRABAJO QUE HA SIDO PATROCINADO O APOYADO POR UNA AGENCIA U ORGANIZACIÓN QUE NO SEA UNIVERSIDAD U LATINA, S.R.L., EL AUTOR DECLARA QUE HA CUMPLIDO CUALQUIER DERECHO DE REVISIÓN U OTRAS OBLIGACIONES REQUERIDAS POR DICHO CONTRATO O ACUERDO.** La presente autorización se extiende el día 01 de noviembre de 2022 a las 4:31 pm

Firma del estudiante(s):

LILLIANA
IVETTE MENA
MENA (FIRMA)

Firmado digitalmente por
LILLIANA IVETTE MENA
MENA (FIRMA)
Fecha: 2022.11.01
16:31:54 -06'00'

CARTA DE APROBACIÓN DEL TUTOR



CARTA SEGMENTADA DEL TRIBUNAL EXAMINADOR

Estimados señores:

En mi calidad de tutor, como miembro del Tribunal Examinador, confirmo la aprobación del siguiente Trabajo Final de Graduación para optar por Maestría en administración de negocios con énfasis en Finanzas.

- “ANÁLISIS DE SANAS PRACTICAS PARA LA GESTION DEL RIESGO SISTEMICO DE LOS FONDOS DE INVERSION FINANCIEROS EN COSTA RICA. Y PROPUESTA DE INDICADORES DE ALERTA QUE CONTRIBUYAN CON LA GESTION DEL RIESGO SISTEMICO PARA LOS FONDOS DE INVERSION FINANCIEROS”
- Modalidad: Proyecto
- LILLIANA IVETTE MENA MENA
- Fecha de aprobación: 01 noviembre de 2022.

NELSON
ARMANDO
CARAZO
MESEN
(FIRMA)

Firmado digitalmente por
NELSON ARMANDO
CARAZO MESEN
(FIRMA)
Fecha: 2022.11.03
12:48:33 -06'00'

MSc, NELSON CARAZO MESEN

CARTA DE APROBACIÓN DEL LECTOR



CARTA SEGMENTADA DEL TRIBUNAL EXAMINADOR

Estimados señores:

En mi calidad de lector, como miembro del Tribunal Examinador, confirmo la aprobación del siguiente Trabajo Final de Graduación para optar por Maestría en administración de negocios con énfasis en Finanzas.

- "ANALISIS DE SANAS PRACTICAS PARA LA GESTION DEL RIESGO SISTEMICO DE LOS FONDOS DE INVERSION FINANCIEROS EN COSTA RICA. Y PROPUESTA DE INDICADORES DE ALERTA QUE CONTRIBUYAN CON LA GESTION DEL RIESGO SISTEMICO PARA LOS FONDOS DE INVERSION FINANCIEROS"
- Modalidad: Proyecto
- LILLIANA IVETTE MENA MENA
- Fecha de aprobación: 01 noviembre de 2022.

MARTIN
VINDAS
GARITA
(FIRMA)

Firmado digitalmente por MARTIN VINDAS GARITA (FIRMA)
Fecha: 2022.11.02 18:35:00 -06'00'

MSc. Martin Vindas Garita

CARTA DE REVISIÓN FILOLÓGICA

Heredia, 15 de noviembre del 2022

Señores
Miembros del Comité de Trabajos Finales de Graduación
Universidad Latina de Costa Rica

Estimados señores:

Leí y corregí el Trabajo Final de Graduación, denominado: **“ANÁLISIS DE SANAS PRÁCTICAS PARA LA GESTIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS EN COSTA RICA. Y PROPUESTA DE INDICADORES DE ALERTA QUE CONTRIBUYAN CON LA GESTIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS”** elaborado por la estudiante **LILLIANA IVETTE MENA MENA**, para optar por el grado académico de **MÁSTER PROFESIONAL EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS CON ÉNFASIS EN FINANZAS**.

Corregí el trabajo en aspectos, tales como construcción de párrafos, vicios del lenguaje que se trasladan a lo escrito, ortografía, puntuación y otros relacionados con el campo filológico, y desde ese punto de vista, considero que está listo para ser presentado como Trabajo Final de Graduación; por cuanto cumple con los requisitos establecidos por la Universidad.

Atentamente,

Fernanda S. Coto.



María Fernanda Sanabria Coto
Asociación Costarricense de Filólogos. Carné nro. 225
Colypro. Código 75402
fernanda.sanabria@filologos.cr
Teléfono: +506 6022 9569

MARIA
FERNANDA
SANABRIA
COTO (FIRMA)

Firmado
digitalmente por
MARIA FERNANDA
SANABRIA COTO
(FIRMA)
Fecha: 2022.11.15
10:34:02 -06'00'

DECLARACIÓN JURADA

Yo, LILLIANA IVETTE MENA MENA de la Universidad Latina de Costa Rica, declaro bajo la fe de juramento y consciente de las responsabilidades penales de este acto, que soy Autor Intelectual del Proyecto de Graduación titulado:

“ANALISIS DE SANAS PRACTICAS PARA LA GESTION DEL RIESGO SISTEMICO DE LOS FONDOS DE INVERSION FINANCIEROS EN COSTA RICA. Y PROPUESTA DE INDICADORES DE ALERTA QUE CONTRIBUYAN CON LA GESTION DEL RIESGO SISTEMICO PARA LOS FONDOS DE INVERSION FINANCIEROS”

Por lo que libero a la Universidad de cualquier responsabilidad en caso de que mi declaración sea falsa.

Firmo en Heredia, 01 de noviembre del dos mil veintidós

**LILLIANA IVETTE
MENA MENA
(FIRMA)**

Firmado digitalmente por
LILLIANA IVETTE MENA
MENA (FIRMA)
Fecha: 2022.11.01 16:26:25
-06'00'

LILLIANA IVETTE MENA MENA

MANIFESTACIÓN DE EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD

El (La) suscrito(a), **LILLIANA IVETTE MENA MENA** con cédula de identidad número **109660607**, exonero de toda responsabilidad a la Universidad Latina, campus Heredia; así como al Tutor y Lector que han revisado el presente trabajo final de graduación, para optar por el título de **MASTER PROFESIONAL EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS CON ÉNFASIS EN FINANZAS** de la Universidad Latina, campus Heredia; por las manifestaciones y/o apreciaciones personales incluidas en el mismo. Asimismo, autorizo a la Universidad Latina, campus Heredia, a disponer de dicho trabajo para uso y fines de carácter académico, publicitando el mismo en el sitio web; así como en el CRAI.

Heredia, 01 de noviembre del dos mil veintidós.

**LILLIANA
IVETTE MENA
MENA (FIRMA)** Firmado digitalmente
por LILLIANA IVETTE
MENA MENA (FIRMA)
Fecha: 2022.11.01
16:28:08 -06'00'

LILLIANA IVETTE MENA MENA

DEDICATORIA

A Dios, sobre todas las cosas, por haberme permitido lograr esta meta.

*A mi esposo Giova, por su amor y apoyo incondicional e inspirarme para mejorar en
el ámbito profesional.*

A mis hijos, David y Sofía, mis tesoros, lo que más amo.

A mi madre, por sus oraciones y apoyo constante.

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios, porque guía mi camino con amor, paciencia y fortaleza.

A mi esposo Giovanni, mis hijos David y Sofía y mi madre, pilares fundamentales para el éxito del Trabajo Final de Graduación (TFG).

Al tutor de mi TFG, el profesor don Nelson Carazo, por guiarme con el tema a investigar, por sus excelentes aportes, por todo su apoyo, por compartir conmigo sus conocimientos y haberme instruido durante el desarrollo de la investigación.

Al director del TFG, don Álvaro Ventura, por todo su apoyo y dirección durante el desarrollo de la Maestría.

Al lector del TFG, don Martin Vindas, por su apoyo y colaboración brindada.

A los señores Pablo Montes de Oca Carboni, Rodolfo Brenes Villalobos y Asdrúbal Gamboa Benavides, por su amabilidad y valiosa ayuda en la aplicación de la entrevista, contribuyendo con sus excelentes aportes a la investigación.

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo general analizar sanas prácticas que coadyuven en la gestión del riesgo sistémico de los fondos de inversión financieros en Costa Rica y la elaboración de una propuesta de indicadores de alerta y gestión para este riesgo sistémico.

Los fondos de inversión crecen de manera importante en el mercado financiero, tanto en activos administrados como en número de inversionistas, por lo que es necesario contar con herramientas que permitan una adecuada y oportuna identificación de los riesgos, con el fin de prevenir una afectación a la estabilidad del sistema financiero. En este sentido, el riesgo sistémico toma relevancia por su característica de velocidad de contagio y porque se considera un riesgo silencioso.

La presente investigación está compuesta por seis capítulos e inicia con el problema y propósito que incluye aspectos como el estado actual de la investigación, planteamiento del problema y justificación, objetivo general y específicos. En línea con lo anterior, el marco teórico define conceptos básicos, marco normativo y mejores prácticas, en materia de fondos de inversión, riesgo y riesgo sistémico.

Posteriormente, el Marco metodológico describe los pasos procedimentales por seguir, los cuales incluyen el enfoque y tipo de investigación, población, criterios de selección, validación de instrumentos, procedimientos de recolección y análisis de datos. Para la investigación, se emplea un enfoque mixto, pues utiliza una perspectiva cualitativa por medio de la recolección de información, revisión de documentos como sanas prácticas, tesis, artículos, así como con la aplicación de una entrevista dirigida a expertos en el tema, con el fin de obtener datos relevantes relacionados con la investigación.

También se emplea un enfoque cuantitativo, pues se recolectan datos numéricos que serán utilizados en cálculos matemáticos y estadísticos por medio de la herramienta Excel, para determinar concentraciones de carteras utilizando el Índice Herfindahl-Hirschman por tipo de título, emisor, clientes, entre otros; con el fin de cumplir con los objetivos del trabajo investigativo.

Por consiguiente, se expone el análisis e interpretación de los resultados, mediante cuadros y gráficos estadísticos. Asimismo, el estudio determina las conclusiones y recomendaciones de la investigación, así como la elaboración de una propuesta de indicadores de alerta que coadyuve a la gestión del riesgo sistémico de los fondos financieros en Costa Rica.

El riesgo sistémico es característico del sector financiero y bancario, se relaciona con factores externos a la entidad. Su impacto negativo puede alcanzar a entidades de todos los sectores, por su característica de contagio, de ahí la importancia de implementar medidas para identificarlo y monitorearlo, en el caso de la industria de los fondos de inversión.

Las crisis financieras han sido parte del entorno económico del mundo y cada país ha tenido sus repercusiones, las cuales siempre dejan consecuencias importantes y un proceso lento de recuperación; muestra de ello es la crisis económica por la pandemia.

En momentos de crisis, se presentan necesidades de liquidez, lo cual obliga a las entidades financieras a vender sus títulos valores para hacer frente a sus obligaciones, con consecuencias como el reconocimiento de minusvalías por la valoración a precios de mercado, ante la caída de precios de los activos, producto del incremento en las tasas de interés, generando una salida importante de efectivo, que pone en riesgo los compromisos de liquidez e incrementa los efectos de la crisis.

En este sentido, es relevante que los fondos de inversión financieros cuenten con indicadores de alerta, que les permitan gestionar el riesgo sistémico de forma adecuada e identificar factores de riesgo como inflación, deuda pública, presupuesto nacional, valoración de títulos a precios de mercado, tasas de interés, entre otros.

Palabras claves: fondos de inversión financieros, indicadores de alerta, riesgo sistémico, sanas prácticas.

TABLA DE CONTENIDOS

LICENCIA DE DISTRIBUCIÓN	ii
CARTA DE APROBACIÓN DEL TUTOR	iv
CARTA DE APROBACIÓN DEL LECTOR.....	v
CARTA DE REVISIÓN FILOLÓGICA	vi
DECLARACIÓN JURADA	vii
MANIFESTACIÓN DE EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD	viii
DEDICATORIA	ix
AGRADECIMIENTO.....	x
RESUMEN EJECUTIVO	xi
TABLA DE CONTENIDOS.....	xiii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xviii
ÍNDICE DE FIGURAS	xx
ABREVIATURAS.....	xxi
CAPÍTULO I. PROBLEMA Y PROPÓSITO	1
1.1. Estado actual de la investigación.....	1
1.2. Planteamiento del problema	11
1.3. Justificación	13
1.4. Objetivos.....	17
1.4.1. Objetivo general	17
1.4.2. Objetivos específicos	17
CAPÍTULO II. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA	18
2.1. Industria de los fondos de inversión en Costa Rica	19
2.1.1. Antecedentes fondos inversión	19
2.1.2. Antecedentes de los fondos de inversión en Costa rica	20

2.2. Entidades relacionadas con los fondos de inversión	21
2.2.1. Banco Central de Costa Rica	21
2.2.2. Consejo Nacional Supervisión Sistema Financiero (CONASSIF)	22
2.2.3. Superintendencia General de Valores.....	23
2.3. Normativa aplicable a los fondos de inversión	23
2.3.1. Ley Reguladora del Mercado de Valores (Ley 7732)	23
2.3.2. Disposiciones generales de fondos de inversión	24
2.3.3. Normativa prudencial de los fondos de inversión financieros.....	25
2.3.3.1. Activos autorizados.....	26
2.3.3.2. Límites mínimos de diversificación en valores.....	26
2.3.3.3. Fondos no diversificados	27
2.3.3.4. Límites especiales para los fondos del mercado de dinero	27
2.3.3.5. Gestión de la liquidez para fondos de inversión abiertos.....	28
2.3.3.6. Límites a la concentración en una misma emisión o valor.....	28
2.3.3.7. Límites a la suscripción de nuevas participaciones	28
2.3.4. Normativa sobre valoración a precios de mercado	29
2.3.4.1. Valoración a precios de mercado.....	29
2.3.4.2. Valor razonable.....	29
2.3.4.3. Instrumentos financieros sujetos a valoración	29
2.3.5. Normativa sobre la gestión integral de riesgos	30
2.3.5.1. Metodologías para la medición de riesgos	31
2.3.5.2. Capital para cobertura de riesgos.....	31
2.4. Sanas prácticas sobre la gestión del riesgo sistémico.....	33
2.4.1. INTE/ISO 31000. Gestión del riesgo. Principios y directrices.....	34
2.4.1.1. Principios para la gestión del riesgo	35

2.4.1.2. Diseño del marco de referencia de la gestión del riesgo.	35
2.5. Conceptos de fondos de inversión y riesgo sistémico	37
2.5.1. Fondos de inversión	37
2.5.2. Fondos de inversión financieros.....	37
2.5.3. Clasificación de los fondos de inversión.....	38
2.5.3.1. Por la naturaleza de sus activos	38
2.5.3.2. Por mecanismo de reembolso de participaciones	38
2.5.3.3. Por objetivo de inversión	39
2.5.4. Riesgo sistémico	39
2.5.5. Riesgo de concentración.....	41
2.5.6. Índices Herfindahl-Hirschman (IHH).....	42
2.5.7. Factores de alerta temprana- riesgo sistémico	43
2.5.7.1. Crisis financiera	43
2.5.7.2. Política monetaria	43
2.5.7.3. Inflación	44
2.5.7.4. Curva de rendimiento soberana.....	45
2.5.7.5. Tipo de cambio	46
2.5.7.6. Tasas de interés.....	46
2.5.7.7. Deuda	47
2.5.7.8. Presupuesto público 2022	48
CAPÍTULO II. METODOLOGÍA.....	49
3.1. Enfoque metodológico y el método seleccionado	49
3.1.1. Enfoque metodológico.....	49
3.1.2. Tipo de investigación.....	50
3.2. Descripción del contexto del estudio.	50

3.3. Características de los participantes y fuentes de información.	51
3.3.1. Participantes de la investigación	51
3.3.2. Muestra	51
3.3.3. Fuentes de información.....	52
3.3.3.1. Fuentes primarias	52
3.3.3.2. Fuentes secundarias	52
3.4. Técnicas e instrumentos para la recolección de los datos.....	52
3.4.1. Análisis de sanas prácticas	52
3.4.2. Análisis de la normativa sobre Fondos de Inversión	52
3.4.3. Cálculo de concentraciones de las carteras de fondos de inversión	53
3.4.4. Aplicación de una entrevista a especialistas en fondos de inversión y gestión de riesgos.....	53
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS	55
4.1. Análisis.....	55
4.1.1. Caracterización fondos de inversión financieros	55
4.1.1.1. Activo neto y cantidad cuentas abiertas, al 31-ago-22.....	56
4.1.1.2. Activo neto, cuentas abiertas y cantidad fondos por tipo de fondo administrado	58
4.1.2. Normativa aplicable a los fondos de inversión financieros	63
4.1.3. Sanas prácticas en la gestión del riesgo sistémico	64
4.1.4. Cálculo de concentraciones de la cartera de los fondos financieros	64
4.1.4.1. Concentración por emisor.....	66
4.1.4.2. Concentración por instrumento.....	66
4.1.4.3. Concentración por plazo	67
4.1.4.4. Concentración por cliente	67
4.2. Interpretación de los resultados.....	67

4.2.1. Normativa aplicable a los fondos de inversión financieros	67
4.2.2. Sanas prácticas en la gestión del riesgo sistémico	68
4.2.3. Resultado del cálculo de las concentraciones.....	69
4.2.3.1. Concentración por emisor.....	70
4.2.3.2. Concentración por instrumento.....	75
4.2.3.3. Concentración por cliente	80
4.2.3.4. Concentración por plazo.....	85
4.2.4. Resultado de la entrevista aplicada a especialistas en fondos de inversión, gestión de riesgos, etc.	88
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	93
5.1. Conclusiones	93
5. 2. Recomendaciones	98
CAPÍTULO VI. PROPUESTA	102
6.1. Estrategias para el fortalecimiento de la normativa aplicable a fondos inversión financieros.	102
6.2. Indicadores de alerta temprana	104
BIBLIOGRAFÍA	106
Anexo. Entrevista dirigida a personal de Gestión de Riesgos, Fondos de Inversión	112

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Tasa Política Monetaria en Costa Rica (%).....	44
Gráfico 2. Inflación Costa Rica (% variación acumulada).....	45
Gráfico 3. Activos netos por SAFI al 31 de agosto de 2022.	56
Gráfico 4. Concentración-Activos Netos por SAFI.....	57
Gráfico 5. Cantidad de cuentas abiertas por SAFI	58
Gráfico 6. Activo neto administrado por tipo fondo	59
Gráfico 7. Cantidad de fondos abiertos por tipo de fondo	60
Gráfico 8. Cantidad de cuentas abiertas por tipo de fondo	60
Gráfico 9. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor - Fondos de Mercado de Dinero	71
Gráfico 10. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores - Fondos de Mercado de Dinero.....	71
Gráfico 11. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor-Fondos de Crecimiento.....	72
Gráfico 12. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores - Fondos de Crecimiento	72
Gráfico 13. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor - Fondos de Ingreso	73
Gráfico 14. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores- Fondos de Ingreso	73
Gráfico 15. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor - Fondos Accionarios	74
Gráfico 16. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores- Fondos Accionarios	74
Gráfico 17. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Mercado de Dinero	76
Gráfico 18. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Mercado de Dinero.....	76

Gráfico 19. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Crecimiento.....	77
Gráfico 20. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Crecimiento	77
Gráfico 21. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Ingreso.....	78
Gráfico 22. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Ingreso.....	78
Gráfico 23. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Accionarios	79
Gráfico 24. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Accionarios	79
Gráfico 25. Índice Herfindahl-Hirschman por clientes- Fondos Mercado Dinero.....	81
Gráfico 26. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Mercado Dinero.....	81
Gráfico 27. Índice Herfindahl-Hirschman por Clientes- Fondos Crecimiento	82
Gráfico 28. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Crecimiento	82
Gráfico 29. Índice Herfindahl-Hirschman por Clientes- Fondos Ingreso.....	83
Gráfico 30. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Ingreso	83
Gráfico 31. Índice Herfindahl-Hirschman por Clientes- Fondos Accionarios	84
Gráfico 32. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Accionario	84
Gráfico 33. Índice Herfindahl-Hirschman por Plazo- Fondos Mercado de Dinero	85
Gráfico 34. Índice Herfindahl-Hirschman Plazo más concentrado-Fondos Mercado de Dinero.....	86
Gráfico 35. Índice Herfindahl-Hirschman por Plazo-Fondos Crecimiento	86
Gráfico 36. Índice Herfindahl-Hirschman Plazo más concentrado- Fondos Crecimiento	87
Gráfico 37. Índice Herfindahl-Hirschman por Plazo- Fondos Ingreso.....	87

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Principales supuestos sobre la economía internacional y nacional incluidas en las proyecciones económicas para el 2022-2023.....	15
Figura 2. Activos totales administrados y cantidad de cuentas abiertas.....	16
Figura 3. Estructura orgánica del Banco Central	22
Figura 4. Relaciones entre los principios, el marco de referencia y el proceso de gestión del riesgo.	34
Figura 5. Sociedades administradoras de fondos de inversión con el mayor activo neto administrado.....	61
Figura 6. Información financiera de la industria de fondos de inversión	62

ABREVIATURAS

BCCR	Banco Central de Costa Rica
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
CGR	Contraloría General de la República de Costa Rica
LCR	Coeficiente de cobertura de liquidez
SAFI	Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión
SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores

CAPÍTULO I. PROBLEMA Y PROPÓSITO

1.1. Estado actual de la investigación

A lo largo de la historia, han ocurrido eventos importantes en el entorno financiero, que obligan a las organizaciones a considerar el riesgo como parte de su estrategia; de ahí que surgen buenas prácticas empresariales, que abordan no solo temas de riesgo financiero, sino todas aquellas variables que puedan afectar la organización.

Por su parte, los productos financieros están asociados a distintos tipos de riesgos, tales como el de crédito, liquidez, mercado, operativo, entre otros.

En lo que respecta a los fondos de inversión, cabe resaltar que tienen sus riesgos específicos relacionados con la gestión de la cartera, así como con las políticas de inversión definidas en el prospecto de cada fondo, siendo uno de los principales el riesgo de liquidez, el cual es tratado como un riesgo sistémico.

En Costa Rica, la administración de fondos de inversión está autorizada exclusivamente a las sociedades administradoras de fondos de inversión. El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF, 2008) indica lo siguiente sobre los instrumentos para el manejo de liquidez:

Las entidades reguladas pueden usar para el manejo de la liquidez de los fondos administrados, instrumentos ofrecidos por entidades bancarias y bancos centrales que, por su muy corto plazo, alta liquidez y riesgo insignificante de cambios en su valor, puedan ser catalogados como efectivo. (art. 16)

El CONASSIF (2013) también indica que se deben gestionar al menos los siguientes riesgos:

Riesgo de mercado: El riesgo de mercado surge de cambios potenciales en las tasas de interés de mercado, precios o liquidez, en diferentes mercados, tales como, divisas, renta fija y renta variable.

Riesgo de liquidez: Es la posibilidad de una pérdida económica debido a la escasez de fondos que impediría cumplir las obligaciones en los términos

pactados. El riesgo de liquidez también puede asociarse a un instrumento financiero particular, y está asociado a la profundidad financiera del mercado en el que se negocia para demandar u ofrecer el instrumento sin afectación significativa de su valor. (art. 3)

Estos riesgos están muy relacionados con el riesgo sistémico, pues surgen de condiciones del mercado que pueden afectar la estabilidad financiera de las organizaciones y generar un encadenamiento negativo, por su característica de contagio.

Por su parte, en el *Reglamento sobre el indicador de cobertura de liquidez* (Acuerdo SUGEF-17-13), se incluye en el artículo 3 de definiciones el término tensión como: “Deterioro de la posición de liquidez de una entidad debido a cambios en las condiciones de mercado o a factores idiosincrásicos que pueden dar lugar a que se le imposibilite atender sus compromisos durante los 30 días naturales siguientes” (CONASSIF, 2013, art. p.4).

Lo anterior es determinante y relevante para la investigación, pues el riesgo de liquidez está directamente relacionado con el riesgo sistémico, ya que, ante causas exógenas que puedan afectar la estabilidad financiera, una de las mayores preocupaciones es la liquidez; es decir, poder cumplir con las obligaciones contractuales, por ejemplo, en el caso de los fondos de inversión, hacerle frente a los reembolsos que soliciten los inversionistas, así como la posibilidad de convertir con facilidad, los activos en liquidez. Por su parte, el punto 5 de la resolución SUGEF-R-0296-2014 corresponde a indicadores de alerta temprana que complementen la administración del riesgo de liquidez (SUGEF, 2014).

El Comité de Supervisión de Basilea (2013) elabora el documento Basilea III: Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez, el cual constituye una de las reformas esenciales del Comité de Basilea para lograr un sector bancario más resistente: el coeficiente de cobertura de liquidez (LCR). De acuerdo con Comité de Supervisión de Basilea (2013), el objetivo del coeficiente de cobertura de liquidez es:

Promover la resistencia a corto plazo del perfil de riesgo de liquidez de los bancos. Con este fin, el LCR garantiza que los bancos tienen un fondo adecuado de activos líquidos de alta calidad (HQLA) y libres de cargas, que pueden convertirse fácil e inmediatamente en efectivo en los mercados privados, a fin de cubrir sus necesidades de liquidez en un escenario de problemas de liquidez de 30 días naturales. (p. 1)

De acuerdo con Dabovich (2015), debido al gran impacto que tuvo la crisis de los años 2007-2009, instituciones financieras como el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, por nombrar algunos, investigan y publican informes periódicamente, con el fin de encontrar nuevas formas de prevenir eventos catastróficos y evitar que la economía no caiga tan drásticamente.

Según Bisias et al. (2012, citado por Dabovich, 2015), para seguir estos mandatos, el punto de partida debe ser la medición a tiempo y de manera precisa del riesgo sistémico. Billio et al. (2010, citados por Dabovich, 2015), definen el riesgo sistémico:

Como cualquier conjunto de circunstancias que amenazan a la estabilidad o confianza en el sistema financiero. Este tipo de riesgo se vuelve importante debido a que, permite explicar una gran cantidad de los sucesos ocurridos durante la crisis sub-prime, además de otorgar nuevas herramientas para el control de la estabilidad financiera. (p. 2)

De acuerdo con Pineda (2011), luego de la crisis financiera en los Estados Unidos y después de dos años de debate, el 15 de julio de 2010, el Congreso americano dio luz verde a la mayor reforma en materia financiera desde los años 30, a través de la ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, firmada por el presidente Obama el 19 de julio de 2010.

Para Douglas J. Elliott (citado por Pineda, 2011), los principales puntos de esta reforma son los siguientes:

1. Mayores requerimientos de capital para las instituciones financieras.
2. Requerimientos de liquidez más fuertes para las instituciones financieras.

3. Un mayor foco en riesgos sistémicos.
4. Regulación más fuerte de las instituciones sistémicamente importantes.
5. “Autoridad de resolución” expandida para que los reguladores puedan controlar instituciones financieras en problemas.
6. Una consolidación modesta de las funciones regulatorias.
7. Nuevas regulaciones para las titularizaciones.
8. Nuevas regulaciones para los derivados
9. Protecciones más fuertes del consumidor, guiadas por una nueva Agencia de Protección del Consumidor Financiero.
10. Mayor coordinación internacional. (p. 201)

Desde la crisis del 2008, y dada la incertidumbre e inestabilidad financiera, gobiernos y organizaciones internacionales han llevado a cabo esfuerzos para predecir y mitigar el riesgo sistémico. En este sentido, han hecho mejoras importantes con respecto al riesgo de liquidez. Es posible mencionar que, entre los factores sistémicos, están la inflación, incrementos en las tasas de interés y su efecto en la valoración a precios de mercado, fluctuaciones cambiarias, aspectos sociales o políticos en un país, guerras, entre otros.

La Escuela Europea de Excelencia (2021) menciona que una característica común que identifica los riesgos sistémicos es su capacidad de “contagio” e indica que hay cuatro características que hacen que un sistema sea particularmente vulnerable a amenazas de tipo sistémico:

- El tamaño del sistema: Un alto número de participantes.
- El nivel de interconexión entre los participantes.
- El nivel de dependencia de unos participantes en el sistema, con respecto a otros.
- La velocidad de contagio o repercusión de los efectos de la ocurrencia de cualquier evento. (párr. 22)

En línea con lo anterior, el BCCR (2021), menciona:

El Comité de Basilea desarrolló una metodología para evaluar la importancia sistémica de las entidades financieras sistémicas a nivel Global. Dicha metodología se fundamenta en una medición basada en indicadores los cuales reflejan los diferentes aspectos de los factores que generan externalidades negativas y hacen que un banco sea importante para la estabilidad del sistema financiero.

El objetivo de esta metodología es identificar las entidades de importancia sistémica supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) (IFR), mediante un conjunto de dimensiones que cuantifican el impacto potencial de la salida de una entidad en términos de la posibilidad de transmitir perturbaciones al sistema financiero o bien dañar a la economía real.

Para la identificación de entidades de importancia sistémica se consideran las siguientes dimensiones: 1) tamaño, 2) interconexión, 3) complejidad y 4) grado de sustitución. De forma que para la construcción del indicador se utiliza una ponderación del 25% para cada una de estas áreas. A su vez cada dimensión se compone de indicadores (componentes), los cuales dentro de cada dimensión tienen el mismo peso o ponderación. Cabe mencionar que los resultados de cada indicador se expresan en base 10.000 como valor total. (p. 2)

Lo anterior se incluye en la Reforma Acuerdo SUGEF 3-06, Reglamento sobre la suficiencia patrimonial de entidades financieras en la sección II Capital por importancia sistémica, en el artículo 68, Determinación de la condición de entidad de importancia sistémica. Estas disposiciones estarán vigentes a partir del 1° de enero de 2025.

Las características mencionadas anteriormente pueden ser de gran utilidad para la creación de una metodología de gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión, incorporando indicadores de alerta que permitan prepararse de una mejor forma y prevenir una mayor afectación de la estabilidad financiera.

Con respecto a la característica de contagio que presenta el riesgo sistémico, Aguirre (2012) menciona que:

El contagio informacional se da porque si un banco quiebra, pone en duda la solvencia de los demás bancos, ya que la información no es perfecta. Esta pérdida de confianza puede desembocar en un retiro de fondos masivo y una pérdida de financiamiento a los demás bancos. (p. 7)

Rosales (2011) menciona lo siguiente:

El diseño de un sistema de indicadores de alerta temprana para la cuantificación de la vulnerabilidad relativa del sistema bancario, para la ocurrencia de una crisis, debe tratar de implementarse sobre la base de tres grupos de análisis principales:

- El macroeconómico
- El financiero
- Cada una de ellas debe de incluir un conjunto de indicadores que permitan visualizar y dar seguimiento a los principales elementos que pueden dar origen a problemas sistémicos en la industria bancaria. (p. 21)

En esta misma línea, Florini y Sharma (2020) en su artículo manifiestan:

La evolución constante y simultánea de todos los sistemas provocará graves perturbaciones durante el siglo XXI, con serios peligros y posibles amenazas existenciales para la sociedad. Para lidiar con estos problemas se requieren cambios profundos en la forma en que se toman y aplican las decisiones. ... Como sabemos que las pandemias, las crisis económicas y la inestabilidad climática tendrán repercusiones importantes, pero no podemos predecir exactamente dónde o cuándo, debemos asignarle a la resiliencia la capacidad de la sociedad para absorber los cambios y adaptarse a ellos, y prevenir fallos sistémicos la misma importancia que se le da hoy a la eficiencia ... La realidad de los riesgos sistémicos complejos, inciertos y ambiguos exige basar los criterios de decisión en un nuevo conjunto de

principios, donde uno de ellos, menciona: “Escrutinio de horizontes” e intervención temprana: Aunque los sistemas complejos son impredecibles, técnicas como el escrutinio de horizontes y el análisis de escenarios pueden servir para reconocer las señales de problemas emergentes que podrían causar perturbaciones sistémicas. (pp.49-51)

La crisis por la pandemia del COVID-19 toma al mundo por sorpresa, ocasionando graves consecuencias como la pérdida de vidas humanas, la pérdida de empleo, cierre de empresas y la incertidumbre de los mercados, por lo cual muchas organizaciones se vieron afectadas. Esto demuestra que existen situaciones o eventos sobre los que no se tiene control, ya que son impredecibles. Lo que hace necesario que las empresas se preparen, creando estrategias para la gestión del riesgo sistémico, como indicadores de alerta que mejoren su administración, en este caso, con respecto a los fondos de inversión financieros.

Rendón (2021) menciona, en su investigación *Indicador de alerta temprana para la detección de vulnerabilidades de los fondos de inversión colectiva*, lo siguiente:

Con la evolución de los mercados financieros, los fondos de inversión se han convertido en un agente importante del mercado dados los altos niveles de activos administrados que han alcanzado y la diversificación de activos en los que están involucrados, obteniendo el nivel de agentes sistémicos en algunos mercados o países. ... Teniendo en cuenta que la gran mayoría de trabajos de riesgo sistémico se enfocan en el sector bancario, varios estudios de las vulnerabilidades de los fondos de inversión han sentado sus bases en la adaptación de estas metodologías al contexto de la industria de los fondos. (pp.33-35)

Como parte de su investigación, Rendón (2021) concluye:

Teniendo en cuenta el grado de aprobación en la literatura de los sistemas de alerta temprana para el sector bancario, el presente trabajo planteó como objetivo general implementar la metodología propuesta por Lang et al. (2019)

con el fin de desarrollar un indicador de alerta temprana que anticipe los escenarios de vulnerabilidad en los fondos de inversión colectiva (fic) en Colombia.

Para la construcción del indicador de alertas tempranas se tuvieron en cuenta cinco etapas: identificación de periodos de vulnerabilidad a partir del vnf, selección de categorías de riesgo (estructura de balance, liquidez y rentabilidad de los fic; dinero circulante en la economía; mercados financieros y desbalances macroeconómicos), selección de indicadores por categoría con base en el poder univariado de predicción (auroc y utilidad relativa), cálculo de las ponderaciones de cada categoría y cálculo del indicador de alerta temprana (iate fic). (p. 59)

Las conclusiones de la investigación anterior confirman que, en materia de riesgo sistémico, los trabajos de investigación, así como la implementación de normativas e indicadores se ha enfocado en el sector bancario. No obstante, el crecimiento de los Fondos de Inversión y su creciente popularidad los convierte en un foco de atención. En este sentido, es importante considerar los avances en cuanto a medidas de detección del riesgo sistémico y vulnerabilidades adaptadas al sector bancario, lo cual puede ser de gran utilidad para la industria de los fondos de inversión.

En el 2021, el personal técnico del Fondo Monetario Internacional (FMI) emite el artículo titulado: *Fondos de Inversión y Estabilidad Financiera* (Singh y Surti, 2021), el cual plantea la preocupación sobre la resiliencia de los fondos de inversión ante los eventos adversos como la pandemia y su afectación en la gestión de liquidez.

En línea con lo anterior, Singh y Surti (2021) mencionan que:

Una característica clave de los modelos de negocio de la mayoría de los fondos de inversión es ofrecer liquidez diaria a los inversores, similar a la que ofrecen los bancos en sus depósitos a la vista. Dado que estos fondos se han aventurado más allá de las acciones de gran capitalización y los bonos soberanos de economías grado especulativo, bienes raíces y valores de mercados emergentes, su capacidad para cumplir su promesa de liquidez diaria

ha sido objeto de un escrutinio cada vez mayor y ha estado repetidamente bajo presión frente a shocks exógenos ocasionales.

A diferencia de los bancos, los fondos de inversión generalmente no se benefician de los respaldos públicos en forma de acceso a la ventanilla de descuento o seguro de depósito y una extensa literatura ha documentado que pueden estar sujetos a externalidades de ventas forzadas, espirales de falta de liquidez y, en ocasiones, incluso correr riesgos.

En los últimos cinco años, el Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) del FMI han examinado los riesgos y la adecuación de la regulación en la gestión de activos en algunos de los mercados globales más grandes. El resumen incluye evaluaciones de riesgo sistémico en tres países y evaluaciones regulatorias en otros 11 entre 2015 y ahora en economías avanzadas y emergentes.

Las evaluaciones de riesgo sistémico encontraron que los administradores de activos y los fondos están altamente interconectados con el sistema financiero. Este es el resultado de la inversión de fondos en otros fondos y en valores emitidos por bancos y las líneas de crédito que los bancos les otorgan. Por lo tanto, el análisis se centró en la vulnerabilidad a la amplificación de las perturbaciones, la adecuación de los marcos y herramientas de gestión de riesgos y las opciones de políticas para reforzar estos y los respaldos del mercado. (pp. v,16)

Como se describe en las investigaciones anteriores, las consecuencias de las crisis financieras como la *subprime* en el 2008, la pandemia por el COVID-19, la de los contenedores y ahora el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, no solo afectan al sector bancario, también a las instituciones que componen el sistema financiero de un país, incluyendo la industria de los fondos de inversión; tal es el caso del fuerte incremento de las tasas de interés a nivel local e internacional.

Es importante mencionar la relevancia de cuestionar cómo se está gestionando el riesgo sistémico para los fondos de inversión, los cuales han crecido de forma significativa. El entorno actual de incertidumbre en Costa Rica y, ante el aumento de

la inflación, el Banco Central de Costa Rica implementa acciones como el aumento de la tasa de política monetaria, lo cual desincentivan el crédito e incentivan el ahorro.

Las últimas crisis han generado incertidumbre en los mercados financieros. La invasión de Rusia a Ucrania, a partir del 24 de febrero de 2022, no solo ha provocado repercusiones humanas (muerte, migración, refugiados, violencia, pérdidas y separaciones, hambre y pobreza), sino también riesgos de deterioro en la economía mundial que aun enfrenta las consecuencias de la pandemia.

El Banco Central de Costa Rica, como parte de su Política Monetaria, ha aumentado las tasas de interés. Esto porque la inflación se dispara, provocando el aumento en las tasas de interés, lo cual repercute en un crédito más costoso, que disminuye la compra de bienes, por ejemplo, vivienda y vehículos. Además, para las empresas, también es más caro financiarse, lo que se puede traducir en menor rentabilidad. Con respecto al tipo de cambio, el fuerte incremento ocurrido en este año ha ocasionado que la moneda se deprecie y, a su vez, el valor de bonos y fondos de inversión, provocando una reacción de venta como refugio en valores más estables. Lo anterior, es el reflejo de una cadena de repercusiones, dado las medidas de política monetarias adoptadas por el BCCR.

Lo anterior lo confirma BCCR (2022) en su *Informe de Política Monetaria-Julio 2022*, donde menciona:

La situación macroeconómica y geopolítica mundial prevaleciente en lo transcurrido del 2022 plantea desafíos para los bancos centrales. Las presiones inflacionarias presentes en la economía internacional desde el 2021 se han acentuado como consecuencia, principalmente, de la persistencia de los problemas en las cadenas de suministro y de las implicaciones directas del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y las derivadas de las sanciones económicas a Rusia, toda vez que reforzaron la tendencia al alza en los precios de las materias primas observada desde el año anterior.

Estas condiciones incrementaron la incertidumbre y debilitaron la confianza de los consumidores y productores, con repercusiones negativas

sobre los mercados financieros y la actividad económica. De hecho, a lo largo del año los organismos financieros internacionales han revisado, sucesivamente, a la baja sus proyecciones de crecimiento para este y el próximo año. (p.3)

Por lo anteriormente explicado, se hace necesario prestar atención a la gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión, con la importancia con que ha sido tratado para el sector bancario. Debido a que queda demostrado que, ante una crisis como las mencionadas, la estabilidad financiera no solo se ve afectada para los bancos, sino para todos los participantes del sistema financiero y a una velocidad importante, dado la característica de contagio que presentan los riesgos sistémicos.

1.2. Planteamiento del problema

Como se menciona en los antecedentes de esta investigación, las crisis financieras de las últimas décadas han ocasionado repercusiones importantes, por lo que es relevante analizar la normativa existente en cuanto a riesgo sistémico de los fondos de inversión. Por este motivo, se hace necesario el análisis de las sanas prácticas que contribuya con la gestión del riesgo sistémico y la implementación de indicadores de alerta para los fondos de inversión financieros en Costa Rica.

En línea con lo anterior, Clemata y Bartet (2010) mencionan que:

Las recientes turbulencias en los mercados financieros pusieron de manifiesto como cierto tipo de activos pueden perder la liquidez que normalmente disponían y cuán rápida y severamente se pueden evaporar algunas fuentes de financiamiento. En ese marco, el Comité de Basilea aprobó dos documentos. Uno referido a la actualización de los principios para una adecuada gestión de la liquidez y otro referido a dos métricas para medir el riesgo de liquidez: el primero, de “corto plazo”, se centra en la capacidad de un banco de soportar un evento de tensión de un mes de duración y el segundo, de “largo plazo”, trata de medir la persistencia de las fuentes de financiamiento en relación a los requerimientos derivados de la operativa de la institución. (p. 1)

El capítulo III de este artículo incluye los indicadores propuestos por el Comité de Basilea en abril del 2010, con el fin de apoyar a los supervisores para que las instituciones mejoren la gestión del riesgo de liquidez. Las dos métricas propuestas son el Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) y el Ratio de Fondeo neto establecido (NSFR).

Como se puede observar, el Comité de Supervisión de Basilea implementa acciones para fortalecer el sistema bancario, no obstante, para la industria de los fondos de inversión, no se han definido lineamientos que contribuyan con la resiliencia de estos ante este tipo de crisis, coadyuvando a la gestión del riesgo sistémico para esta industria.

La pregunta principal de la investigación es la siguiente:

¿Qué establecen las sanas prácticas con relación al riesgo sistémico que pueda contribuir con su gestión y que permita definir mecanismos de alerta para los fondos de inversión financieros en Costa Rica?

Las preguntas secundarias de la investigación son las siguientes:

1. ¿Cuáles son las características de los fondos de inversión financieros en Costa Rica?
2. ¿Cuál es el marco normativo vigente para los fondos de inversión financieros en Costa Rica?
3. ¿Cuál es el marco legal aplicable y las sanas prácticas mundiales, relacionados con la gestión del riesgo sistémico?
4. ¿Cuál es la propuesta de definición de indicadores de alerta que contribuyan en la gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión financieros en Costa Rica?

1.3. Justificación

En las últimas décadas, han ocurrido eventos importantes, que ocasionan una desestabilización financiera en el mercado; cuyas causas están fuera del control de la organización, es decir, factores externos o exógenos, que responden a eventos impredecibles con repercusiones importantes en la economía mundial y en la rentabilidad de las empresas, tal como la crisis *subprime* del 2008.

El artículo 11 Bis del Reglamento de Gestión de Riesgos de la CONASSIF (2009) establece que se deben gestionar al menos los riesgos crediticio, de mercado, de liquidez y el operativo. No obstante, no existen lineamientos en cuanto a riesgo sistémico ante situaciones, circunstancias o eventos que pueden suscitarse en el entorno y reducir o limitar el rendimiento y liquidez de los valores y traducirse en pérdidas para el inversionista. Singh y Surti (2021) mencionan lo siguiente:

No es de extrañar que los fondos de inversión sean una pieza fundamental del crecimiento y la estabilidad financiera mundiales. En los últimos 20 años, el rápido crecimiento de los flujos de capital dirigidos a fondos de inversión ha sido uno de los principales factores impulsores del aumento de la participación de las instituciones no bancarias en los activos financieros mundiales, situada ahora en torno al 50%. Esto resulta beneficioso tanto para los empresarios que buscan ampliar su negocio como para las familias que desean comprar su primera vivienda o quienes buscan ahorrar de cara a la jubilación.

En general, los fondos de inversión, al contrario que los bancos, no suelen beneficiarse de los mecanismos de apoyo públicos, como mecanismos de liquidez específicos del banco central o garantías de depósito. Esto hace que aumenten las probabilidades de que los fondos amplifiquen los efectos adversos de los shocks en los mercados financieros, mediante la venta de activos a precios de saldo, lo cual agrava la falta de liquidez en los mercados y, en ocasiones, puede llegar a generar una retirada masiva de depósitos. (párr. 4)

En este sentido, surge la interrogante sobre los mecanismos de apoyo público que podrían ofrecer los Bancos Centrales en coordinación con los reguladores a la industria

de los fondos de inversión, ante eventos como la crisis económica que actualmente impacta el país y al mundo, como consecuencia del conflicto bélico por la invasión de Rusia a Ucrania. Lo cual permite identificar factores exógenos que están afectando la estabilidad financiera, tales como el incremento en el precio de las materias primas, la inflación, tasas de interés, tipo de cambio, entre otros.

Actualmente, Costa Rica registra la inflación más alta de los últimos 10 años, lo cual ha provocado una subida significativa de los combustibles y de muchos productos alimenticios; razón por la que los ciudadanos deben prestar atención a la utilización de los ingresos, es decir, es importante priorizar los gastos más necesarios. Como consecuencias de la inflación, se puede producir la pérdida de poder adquisitivo, es decir, cuando los precios suben más que los salarios, con la misma cantidad de dinero se pueden adquirir menos bienes y servicios porque su precio ha subido, lo cual significa que, a mayor inflación, más caro es vivir.

En línea con lo comentado anteriormente, el BCCR (2022), en su Informe de Política Monetaria, menciona:

En lo transcurrido del presente año, la política monetaria del BCCR se ha orientado a enfrentar dos desafíos. Por un lado, el creciente aumento de la inflación y, por otro, las presiones del mercado cambiario. Esa alta inflación, a su vez, propicia el endurecimiento de la postura de la política monetaria en las principales economías y, por consiguiente, tasas de interés más altas y condiciones financieras internacionales menos favorables para nuestro país. (p. 9)

A continuación, se presentan los principales supuestos sobre la economía internacional y nacional incluidas en las proyecciones económicas para el 2022-2023
Variación interanual en porcentajes:

Figura 1. Principales supuestos sobre la economía internacional y nacional incluidas en las proyecciones económicas para el 2022-2023

Economía internacional					
	IPM julio 2022			IPM abril 2022	
	2021 est	2022 proy	2023 proy	2022 proy	2023 proy
Crecimiento Estados Unidos	5,7	2,3	1,0	3,7	2,3
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	2,9	1,8	3,7	2,5
Inflación socios comerciales, promedio	1,0	5,9	3,1	5,6	2,8
Precio del petróleo (USD)	76,4	121,9	101,2	110,7	102,4
Variación %	56,6	59,6	-17,0	46,7	-8,7
Términos de intercambio, variación %	-5,6	-5,6	0,6	-4,4	0,8
SOFR 6 meses (a diciembre)	0,0	3,2	2,5	2,6	2,6

SOFR (Secured Overnight Financing Rate).

Economía nacional					
	IPM julio 2022			IPM abril 2022	
	2021 est	2022 proy	2023 proy	2022 proy	2023 proy
PIB crecimiento real	7,8	3,4	3,2	3,4	3,9
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos % del PIB	-3,3	-4,8	-4,4	-4,6	-3,5
Saldo activos de reserva (% del PIB)	10,7	11,9	11,6	11,7	10,8
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero	-5,0	-4,3	-3,5	-4,4	-3,6
Resultado primario	-0,3	0,7	1,2	0,8	1,3
Variación interanual del IPC ¹	3,3	9,9	4,9	6,0	3,7

¹Para el 2022-2023 corresponde al cuarto trimestre de cada año.
 Proy: proyectado; est: estimado.
 Fuente: Informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, julio del 2022, Bloomberg y BCCR.

Fuente: tomado de Banco Central de Costa Rica (BCCR, 2022)

Los fondos de inversión mantienen una tendencia creciente en el país y se convierten en un producto financiero atractivo. En Costa Rica, según el Boletín Quincenal de Fondos de Inversión publicado por la Super Intendencia General de Valores (SUGEVAL), al 31 de agosto de 2022, existen 12 sociedades administradoras de fondos de inversión, que administran ₡3.716.078.537,25 (miles colones) distribuidos en 94 fondos de inversión financieros y no financieros, y poseen 170.661 clientes. De los 94 fondos de inversión, 72 fondos son financieros y en total administran ₡2.385.096.071,76 con 161.117 clientes, como se muestra en la figura 2 (SUGEVAL, 2022).

Figura 2. Activos totales administrados y cantidad de cuentas abiertas

TIPO DE FONDO	ACTIVOS NETOS	DISTRIBUCION RELATIVA (%)	CANTIDAD DE FONDOS	NUMERO DE CUENTAS ABIERTAS	DISTRIBUCION RELATIVA	FONDOS DE INV. EN COLONES	FONDOS DE INV. EN DOLARES
						ACTIVOS NETOS	ACTIVOS NETOS
ABIERTO							
ACCIONARIO	13 296 655,03	0,56%	4	2 668	1,66%		13 296 655,03
CRECIMIENTO	128 112 978,40	5,37%	17	11 092	6,88%	52 756 012,25	75 356 966,15
INGRESO	7 552 156,28	0,32%	4	645	0,40%	3 112 231,11	4 439 925,17
MERCADO DE DINERO.	2 032 408 985,06	85,21%	42	144 260	89,54%	716 516 840,08	1 315 892 144,98
CERRADO							
INGRESO	203 725 297,00	8,54%	5	2 452	1,52%	49 249 263,50	154 476 033,50
TOTAL GENERAL	2 385 096 071,76	100,00%	72	161 117	100,00%	821 634 346,94	1 563 461 724,82

Nota: valores en miles de colones calculados al tipo de cambio de 653,86 colones. Datos al 31 de agosto de 2022

Fuente: tomado de SUGEVAL (2022).

Como se puede observar, los fondos de inversión financieros crecen de forma significativa y se convierten en un participante importante en el mercado financiero, ya que constituyen una alternativa de ahorro e inversión accesible a cualquier inversionista, que les permite diversificar o maximizar sus recursos, al estar integrado por muchas personas, que unidas construyen un fondo común y obtienen un beneficio económico colectivo.

Por lo anteriormente descrito, es claro que el tema del riesgo sistémico es fundamental en la gestión integral de riesgos de los fondos de inversión financieros; lo cual incidirá en los resultados de la gestión de las sociedades administradoras de fondos de inversión y en el logro de sus objetivos. La presente investigación se realiza porque existe un vacío en la normativa con respecto a la gestión del riesgo sistémico, lo cual origina la necesidad de analizar sanas prácticas sobre la gestión de este riesgo, que permita a los fondos de inversión prepararse ante los eventos adversos como las crisis financieras, con estrategias e indicadores de alerta temprana.

En línea con lo anterior, se busca generar una propuesta para la definición de indicadores de alerta temprana que contribuyan con la gestión del riesgo sistémico, así como el de liquidez, que están directamente relacionados, con base en las sanas prácticas y que coadyuvan con la administración de los riesgos para los fondos de inversión financieros.

1.4. Objetivos

1.4.1. Objetivo general

El objetivo general de la investigación es el siguiente:

Analizar sanas prácticas para la gestión del riesgo sistémico de los fondos de inversión financieros en Costa Rica, con el propósito de contribuir al mejoramiento de la gestión del riesgo sistémico.

1.4.2. Objetivos específicos

Los objetivos específicos de la investigación son los siguientes:

1. Enunciar las principales características de los fondos de inversión financieros en Costa Rica.
2. Identificar el marco normativo vigente de aplicación para los fondos de inversión financieros en Costa Rica.
3. Describir la aplicación de las sanas prácticas mundiales en la gestión del riesgo sistémico.
4. Elaborar una propuesta de indicadores de alerta que contribuyan con la gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión financieros en Costa Rica.

CAPÍTULO II. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

Seguidamente, se desarrolla el marco teórico del presente trabajo de investigación, el cual contiene los aspectos generales del funcionamiento de los fondos de inversión financieros en Costa Rica. Para conformar este capítulo de la investigación, se incluyen entidades reguladoras de los fondos de inversión, así como la normativa relacionada; para lo cual se revisan leyes, reglamentos y una serie de investigaciones nacionales e internacionales del sector financiero, fondos de inversión y la administración de riesgos, enfatizando en el riesgo sistémico que ocupa esta investigación. Hernández et al. (2014) mencionan con relación al marco teórico lo siguiente:

El tercer paso del proceso de investigación cuantitativa consiste en sustentar teóricamente el estudio. El marco teórico o la perspectiva teórica se integra con las teorías, los enfoques teóricos, estudios y antecedentes en general, que se refieran al problema de investigación. Para elaborar el marco teórico es necesario detectar, obtener y consultar la literatura (documentos) pertinente para el problema de investigación, así como extraer y recopilar la información de interés. (p. 83)

Para la investigación, se consulta la normativa aplicable a las sociedades administradoras de fondos de inversión y a los fondos de inversión, así como a sus riesgos asociados. También se consultan sanas prácticas relacionadas con la gestión de riesgos, con el propósito de investigar el marco teórico que aplica a la investigación de acuerdo con los objetivos definidos.

2.1. Industria de los fondos de inversión en Costa Rica

2.1.1. Antecedentes fondos inversión

Sobre el origen de los fondos de inversión, no se ubica una fecha concreta. La bibliografía revisada muestra que algunos historiadores identifican distintas etapas y eventos que incidieron en la creación de productos financieros y que propician la aparición de los fondos de inversión. Bravo (2015), en su investigación, menciona lo siguiente:

Un estudio realizado por J.C, Gilbert (1939) y G. Glasgow (1932) en el que coinciden la mayoría de los estudios sobre esta cuestión es señalar a los “investment trust británicos”, establecidos en el decenio de 1860, como las primeras instituciones de inversión colectiva asimilables a las que se conocen en la actualidad.

Dentro de los países en los que empezaban a tener protagonismo la inversión colectiva nos encontramos con Alemania, Japón, Bélgica y Francia. Los primeros fondos de Alemania fueron en 1950, Fondra y Fondak. En Bélgica, la primera IIC fue en 1946, Belgische Maatschappij voor Beleggingsbehher. En Japón la creación de Securities Investment Trust Act dio origen a la creación de más instituciones. Cabe destacar la creación del primer fondo de la Comunidad Económica Europea domiciliado en Luxemburgo, Eurunion (1959). (pp.19, 21)

De acuerdo con Zúñiga (2015): “Los fondos de inversión en México aparecen formalmente en la segunda mitad del siglo XX, consolidándose al paso del tiempo como entidades independientes de los grupos financieros, después de numerosas reformas a la ley que los rige” (p. 13). En virtud de lo anterior, se evidencia en las investigaciones internacionales que los fondos de inversión aparecen en Europa y América Latina en el siglo XX.

2.1.2. Antecedentes de los fondos de inversión en Costa Rica

Los fondos de inversión en Costa Rica nacen como una opción de inversión, que permite diversificar o maximizar los recursos de los inversionistas, al estar integrado por muchas personas, que unidas construyen un fondo común y obtienen un beneficio económico colectivo. En cuanto a su evolución en Costa Rica, Chacón (2015) menciona lo siguiente:

Durante finales de la década de los 80, algunos puestos de bolsa promovieron figuras antecesoras de los fondos de inversión, pero sin reunir algunos de los principios universales de la figura y sin una regulación especializada. En aquel entonces, el Sistema Financiero Costarricense, aún sufría los efectos de una década de profundas crisis económicas y financieras, en el que la falta de transparencia y empirismo, generaron un clima de desconfianza hacia la actividad financiera en general.

Producto de esa época, comenzó a gestarse un nuevo modelo para nuestro sistema financiero, que culminó con las nuevas leyes bancarias, financieras y del mercado de valores. En el caso de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) de 1990, se tuvo la visión de introducir la figura de los Fondos de Inversión.

Aunque el producto era desconocido y hasta enfrentó resistencia en el medio, el Banco Central y algunos legisladores lo favorecían. Visualizaban en dicho instrumento la oportunidad para promover la transparencia informativa, mejorar la cultura de ahorro, la democracia económica, el profesionalismo en el manejo de activos financieros y el desarrollo del aparato productivo nacional. Los Fondos de Inversión reunían, además, el respaldo de casi 300 años de existencia en el mundo.

Aunque con la LRMV de 1990 los fondos de inversión comenzaron a promoverse en el país, la ley fue regulada a partir de 1992 y no fue sino a partir de 1995 que muestran un crecimiento importante. De hecho, los activos de los fondos pasaron de US\$2,4 millones en 1992 a US\$18,4 millones en 1995,

llegando al término de 1997 a US\$114,5 millones. Al cierre de ese año operaban 11 sociedades administradoras, con 53 fondos de inversión financieros. (p. 1).

Como se observa, los fondos de inversión han evolucionado y se convierten en un producto financiero que crece de forma importante, para lo cual se han creado desde fondos del mercado de dinero hasta fondos internacionales. Este producto se vuelve atractivo porque es un instrumento de inversión que le permite al pequeño inversionista beneficiarse de los rendimientos, ya que su patrimonio es gestionado con las mismas condiciones con las que opera un inversionista institucional importante.

2.2. Entidades relacionadas con los fondos de inversión

2.2.1. Banco Central de Costa Rica

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) es una institución autónoma de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propios, que forma parte del Sistema Bancario Nacional. Según Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558), el BCCR tendrá como principales objetivos, mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas. La determinación de políticas generales de crédito, así como la vigilancia y coordinación del Sistema Financiero Nacional. (Asamblea Legislativa de Costa Rica, 1995, Ley 7558, art. 3)

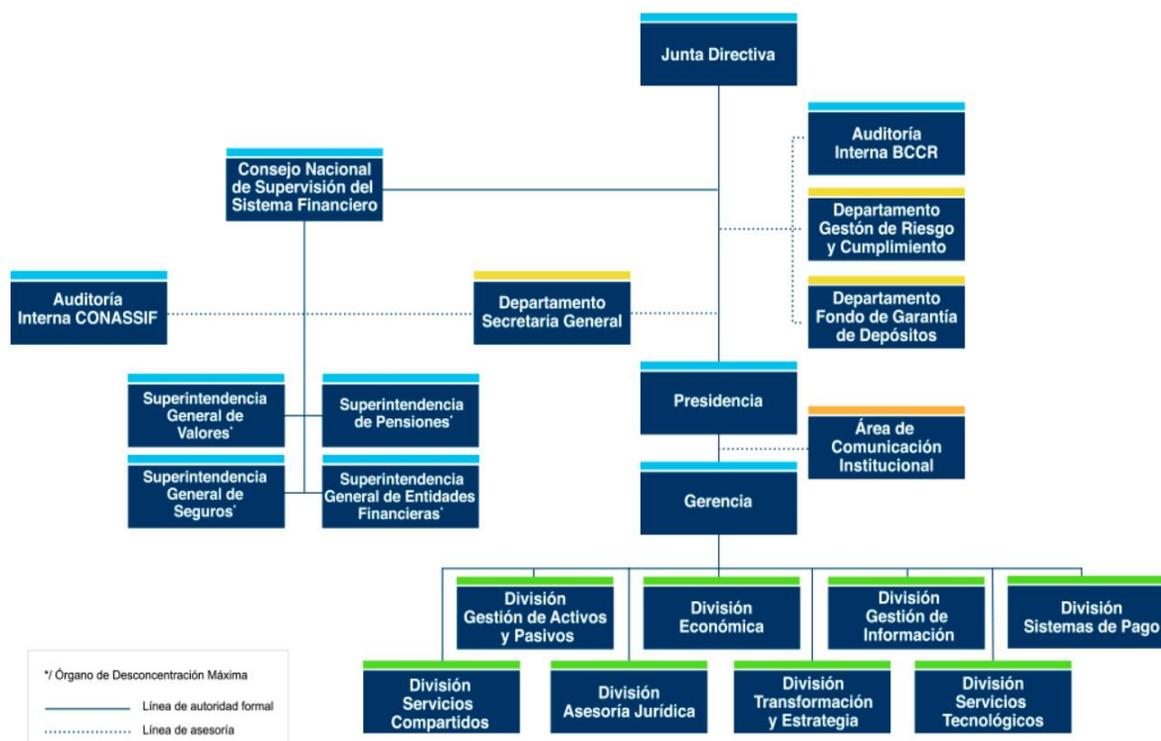
Como se puede observar en la figura 3, el BCCR, como parte de su estructura orgánica, incluye el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero que, a su vez, se compone de las cuatro superintendencias, entre ellas, la Superintendencia General de Valores, entidad reguladora de las sociedades administradoras de fondos de inversión.

Los bancos centrales desempeñan un papel muy importante a la hora de garantizar la estabilidad económica y financiera. Se encargan de ejecutar la política monetaria con el fin de lograr una inflación baja y estable. Por ejemplo, para enfrentar la pandemia de COVID-19, el Gobierno de Costa Rica implementó, a partir del 16 de marzo de 2020, diversas políticas macroeconómicas para contrarrestar sus efectos. En materia monetaria, el banco central profundizó su política monetaria expansiva, mediante la

reducción de la tasa de interés de referencia y la provisión de liquidez al sistema financiero.

Es importante mencionar que, con respecto al sector bancario, los bancos centrales se han convertido en mecanismos de apoyo público, no así para la industria de fondos de inversión.

Figura 3. Estructura orgánica del Banco Central



Fuente: BCCR (s.f.)

2.2.2. Consejo Nacional Supervisión Sistema Financiero (CONASSIF)

Según el artículo 169 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (Ley 7732), se crea el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) (Asamblea Legislativa de Costa Rica, 1997).

El artículo 171 inciso b) de la Ley 7732 establece como una de las funciones del CONASSIF: “Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que, conforme a la ley, deben ejecutar la Superintendencia

General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones” (Asamblea Legislativa de Costa Rica, 1997, art. 171).

2.2.3. Superintendencia General de Valores

El artículo N°3 de la Ley 7732 de la Asamblea Legislativa (1997) establece que la Superintendencia General de Valores es una entidad desconcentrada del Banco Central de Costa Rica creada en el año 1997.

De acuerdo con la Ley 7732, le corresponde a la SUGEVAL: "velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de precios en ellos, la protección de los inversionistas, y la difusión de la información necesaria para la consecución de estos fines" (Asamblea Legislativa de Costa Rica, 1997, art. 2). Las sociedades administradoras de fondos de inversión, así como los fondos de inversión, son regulados por la SUGEVAL.

2.3. Normativa aplicable a los fondos de inversión

2.3.1. Ley Reguladora del Mercado de Valores (Ley 7732)

El artículo N°1 de la Ley 7732 establece que esta ley tiene por objeto regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos. En el título v capítulo I, se norman los fondos de inversión.

Los fondos de inversión son patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversionistas, los cuales serán administrados por las sociedades administradoras de fondos de inversión y se destinan a ser invertidos en la forma prevista en el prospecto, dentro del marco permitido por esta ley y los reglamentos de la Superintendencia General de Valores, según se indica en el artículo 62 de la Ley 7732.

Por su parte, el artículo 66 de la Ley 7732 menciona que el funcionamiento de todo fondo de inversión requerirá la autorización previa de la Superintendencia General de Valores, la cual deberá aprobar los documentos constitutivos, sus modificaciones y las reglas de funcionamiento del fondo. Como se puede observar, los fondos de inversión

financieros deben acatar lo normado por estas instituciones y leyes, en lo que respecta a su funcionamiento.

2.3.2. Disposiciones generales de fondos de inversión

Participaciones de los fondos de inversión: el Acuerdo SUGEVAL 08-09 (CONASSIF, 2008), en su artículo 35, menciona que las participaciones de los fondos de inversión están representadas por certificados de participación emitidos a la orden. Estos certificados se representan mediante anotaciones en cuenta.

Con respecto a las participaciones de los fondos de inversión, es posible mencionar que, cuando un inversionista invierte cierta cantidad de dinero en un fondo de inversión, la cantidad de participaciones que adquiere depende del valor de la participación del fondo para ese día en que realizó la inversión. El activo neto del fondo es el resultado de la diferencia entre sus activos y pasivos totales. Por su parte, el activo neto dividido entre el total de participaciones del fondo da como resultado su Val Par (Valor de Participación)

Prospecto: el artículo 19 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece que el prospecto debe contener toda la información relevante sobre el fondo de inversión, de manera que los inversionistas puedan formarse un juicio fundamentado sobre la inversión (CONASSIF, 2008).

El prospecto es un documento de suma importancia, ya que reúne las características del fondo de inversión y entre los aspectos más importantes que contiene está su política de inversión, los riesgos asociados, forma de reembolso, entre otros. Es importante que todo inversionista lea y comprenda lo que establece el prospecto antes de tomar su decisión de inversión.

Comité de inversiones: el artículo 28 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece que la junta directiva debe nombrar un comité de inversión, al cual le corresponde definir las directrices generales de inversión del fondo, aprobar la definición del modelo de negocio para gestionar los activos financieros que se utilizarán para sus registros contables, así como supervisar la labor del gestor del portafolio (CONASSIF, 2008).

El Comité de Inversiones de los Fondos de Inversión juega un papel relevante por las funciones que desempeña como supervisor del trabajo del gestor de portafolios, quien administra los portafolios de acuerdo con las políticas de inversión. Este comité también conoce los Informes de la Dirección de Riesgos sobre el resultado de la gestión de riesgos que se realiza para cada fondo, así como la definición del modelo de negocio de cada fondo de acuerdo con la NIIF 9. Instrumentos Financieros.

Gestores de portafolios: el artículo 30 del Acuerdo SUGEVAL 08-09, establece que:

La administración de la cartera de activos financieros y no financieros de un fondo de inversión solo puede ser ejercida por gestores de portafolios, ya sean personas físicas o jurídicas contratadas para tal fin, cuya designación debe ser ratificado por la junta directiva de la sociedad administradora, que cumpla con los requisitos de idoneidad y experiencia establecidos en el artículo 31. (CONASSIF, 2008, art. 30)

El gestor de portafolios es el encargado de la administración de la cartera activa del fondo de inversión, quien debe contar con experiencia en gestión de los activos que componen el fondo, así como con la credencial que lo autoriza como gestor.

2.3.3. Normativa prudencial de los fondos de inversión financieros

La Ley 7732, en su artículo 62, define los fondos de inversión como patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversionistas, con el concurso de una entidad de custodia. Serán administrados por las sociedades administradoras reguladas por esta Ley y se destinarán a ser invertidos en la forma prevista en el prospecto, dentro del marco de esta ley y los reglamentos de la Superintendencia.

Los fondos de inversión deben contar con un activo neto mínimo de trescientos mil dólares de Estados Unidos de América o su equivalente en colones, según el artículo 54 del Acuerdo SUGEVAL 08-09. En cuanto a los instrumentos para el manejo de liquidez, el artículo 54 bis del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece que las entidades reguladas pueden usar para el manejo de la liquidez de los fondos administrados, instrumentos ofrecidos por entidades bancarias y bancos centrales que, por su muy

corto plazo, alta liquidez y riesgo insignificante de cambios en su valor, puedan ser catalogados como efectivo.

2.3.3.1. Activos autorizados

El artículo 55 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece que:

Los fondos de inversión deben invertir sus activos en valores estandarizados autorizados para oferta pública. Solo los fondos de inversión del mercado de dinero, pueden invertir en valores individuales emitidos por las entidades sujetas a la supervisión de SUGEF. Asimismo, los fondos de inversión pueden invertir en los valores extranjeros que cuenten con precios diarios para su valoración ... Los fondos de inversión pueden invertir sus activos a través de la participación en contratos de reporto o reporto tripartito que se organicen en las bolsas de valores locales o en los mercados o plataformas de valores internacionales. Los valores que se utilicen como subyacentes en estos contratos deben cumplir con las políticas de inversión que se establezcan en el prospecto del fondo. (CONASSIF, 2008, art. 55)

Con respecto a los activos autorizados, la política de inversión establecida en el prospecto del fondo detalla los valores en los que puede invertir el fondo en línea con lo establecido en la normativa, así como los límites definidos para cada activo.

2.3.3.2. Límites mínimos de diversificación en valores

El artículo 55 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 define como fondo diversificado aquel que:

.. invierte hasta un diez por ciento (10%) por emisor o fondo diferente. No obstante, el fondo puede invertir hasta un 35% del total de sus activos en dos emisores o fondos diferentes, sin que ninguno de ellos pueda exceder el 20% del total del activo. (CONASSIF, 2008, art. 56)

Existen otros límites prudenciales del total de activos para fondos diversificados, como el 20% en productos estructurados, sin que la inversión en un mismo emisor supere el 10%; un 20% en operaciones reporte vendedor a plazo y no puede invertir en valores

accionarios por encima del 10% de los valores accionarios en circulación de una misma emisión. Lo anterior según el artículo 57 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 (CONASSIF, 2008).

Los límites sobre la inversión que pueden realizar los fondos de inversión son importantes por el tema de diversificación, lo que permite que la composición de los portafolios de los fondos sea una mezcla de títulos de diferentes emisores, esto constituye una estrategia para reducir el riesgo.

2.3.3.3. Fondos no diversificados

El artículo 58 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 menciona que: “las sociedades pueden constituir fondos no diversificados, que son aquellos que no cumplen con los límites establecidos en los artículos 56 y 57 de este Reglamento. Los fondos no diversificados deben incluir en su nombre la expresión «No Diversificado»” (CONASSIF, 2008, art. 58).

2.3.3.4. Límites especiales para los fondos del mercado de dinero

En cuanto a los límites especiales que deben cumplir los fondos de mercado de dinero, el artículo 59 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece lo siguiente:

- a. Un mínimo de 85% del total de activos del fondo, en valores cuyos días al vencimiento no sean superiores a 360 días. Y un máximo de 15% en valores cuyos días al vencimiento no superen 540 días.
- b. El plazo promedio ponderado de vencimiento de la cartera es igual o menor a 90 días. (CONASSIF, 2008, art. 59)

Estos límites buscan precisamente asegurar que los fondos de inversión cuenten con la liquidez necesaria para hacer frente a las salidas de efectivo y, sobre todo, por la naturaleza de corto plazo de estos.

2.3.3.5. Gestión de la liquidez para fondos de inversión abiertos

Según el artículo 60 del Acuerdo SUGEVAL 08-09, la gestión de la liquidez debe considerar las herramientas y procedimientos necesarios para darle seguimiento a la liquidez de los activos y de los mercados.

La gestión de liquidez de los fondos de inversión abiertos es determinante para el funcionamiento del fondo, pues debe hacerles frente a los reembolsos solicitados por los inversionistas, así como otras obligaciones; de ahí la importancia de contar con herramientas y lineamientos en procura de una sana gestión de la liquidez. Este aspecto es muy relevante para el estudio que se realiza, pues el riesgo de liquidez es parte del riesgo sistémico, el cual se origina por factores externos como las crisis financieras; las cuales desencadenan una serie de repercusiones que afectan la estabilidad financiera, este es el objetivo de la investigación.

El artículo 61 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 menciona que: “los fondos de inversión pueden establecer límites máximos de concentración por inversionista sobre el activo neto del fondo y revelar en el prospecto la política y el mecanismo para su aplicación y control” (CONASSIF, 2008, art. 61).

2.3.3.6. Límites a la concentración en una misma emisión o valor

El artículo 62 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 menciona que en: “las políticas de inversión de un fondo se pueden establecer límites sobre los porcentajes máximos de participación en una sola emisión o valor como porcentaje de la emisión en circulación” (CONASSIF, 2008, art. 62).

2.3.3.7. Límites a la suscripción de nuevas participaciones

El artículo 63 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece que:

En los prospectos de los fondos de inversión abiertos, se pueden establecer políticas en cuanto a la suspensión para suscribir nuevas participaciones, tanto para nuevos inversionistas como los que ya participan en el fondo. En el caso

de que no se establezca un límite en este sentido, se debe revelar dicha situación. (CONASSIF, 2008, art. 63).

2.3.4. Normativa sobre valoración a precios de mercado

El *Reglamento sobre valoración de instrumentos financieros* (Acuerdo CONASSIF 10-21), aprobado por el CONASSIF (2021) y actualizado el 3 de febrero del 2022, establece en el artículo 3 los siguientes conceptos:

2.3.4.1. Valoración a precios de mercado

“Es la valoración de los instrumentos financieros utilizando como insumos las transacciones y/o ofertas de compra-venta observadas, cumpliendo criterios que permitan razonablemente concluir que son representativas del mercado en la fecha de su aplicación sobre las posiciones” (CONASSIF, 2021, p.7).

2.3.4.2. Valor razonable

Según el CONASSIF (2021):

Es el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de la medición, independientemente de si ese precio es observable directamente o estimado utilizando otra técnica de valoración. (p.7)

2.3.4.3. Instrumentos financieros sujetos a valoración

El artículo 4 del Acuerdo CONASSIF 10-21, Reglamento sobre valoración de instrumentos financieros, establece en relación con los instrumentos financieros sujetos a valoración lo siguiente:

La valoración es obligatoria para los instrumentos financieros que formen parte de las carteras propias, mancomunadas o individuales de terceros que sean administradas por las entidades supervisadas del sistema financiero y que de conformidad con lo establecido por las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), requieran de la determinación del valor razonable, ya sea

para efectos de registro contable o de revelación, independientemente el vehículo jurídico. (CONASSIF, 2021, p.7)

En el caso del Portafolio de Inversiones bajo el Modelo de Negocios: *Mantenido para la recolección de flujos de efectivo contractuales y venta de activos financieros*, la venta de los activos con el fin de generar flujos de efectivo es parte integral de este modelo de negocio; por lo tanto, los activos serán registrados a su valor razonable con cambio en otro resultado integral (ORI). Es decir, los títulos registrados con este modelo deben ser valorados a precios de mercado, lo cual puede ocasionar que, ante la caída de precios de títulos, los portafolios de fondos registren minusvalías por valoración que afecten negativamente el valor de participación de los fondos, ocasionando la reducción de la rentabilidad para los inversionistas.

2.3.5. Normativa sobre la gestión integral de riesgos

En cuanto a gestión de riesgos, el artículo 1 del Acuerdo SUGEVAL 11-09, señala que los fondos de inversión financieros deben aplicar una adecuada gestión del riesgo, así como:

... criterios para la adopción de políticas y procedimientos relacionados con el desarrollo de metodologías para la gestión de dichos riesgos, acordes con la naturaleza, tamaño, perfil de riesgo de las entidades, enfoque de negocio, volumen de sus operaciones, el entorno macroeconómico y las condiciones del mercado. (CONASSIF, 2009, art. 1)

Cabe destacar la importancia que reviste la gestión del riesgo sistémico, esto porque las crisis que han ocurrido alertan sobre estos eventos impredecibles que podrían desestabilizar la industria de los fondos de inversión.

2.3.5.1. Metodologías para la medición de riesgos

El artículo N°5 Bis del acuerdo SUGEVAL 11-09 hace referencia a las metodologías para la medición de riesgos, entre los que destacan los incisos c) y d):

c). Identificar líneas críticas de negocio para elaborar pruebas de tensión sobre ellas; el diseño debe contemplar aspectos cualitativos y cuantitativos incorporando elementos de situaciones adversas como de crisis pasadas. Los resultados deben ser considerados en una eventual adecuación de las políticas de riesgo, fijación de límites y calibración de planes de contingencia.

d). Considerar las interacciones existentes entre el riesgo de liquidez debido a la escasez de fondos, bajo diferentes escenarios, y el riesgo de liquidez asociado a la profundidad financiera del mercado en el que se negocian los instrumentos financieros. (CONASSIF, 2009, art. 5)

Como se puede observar, para las pruebas de tensión se deben incorporar situaciones adversas como de crisis pasadas, lo cual está relacionado con el riesgo sistémico. Además, se menciona el riesgo de liquidez, el cual es un desencadenante de las repercusiones sistémicas que provocan estas crisis.

El Acuerdo SUGEVAL 11-09 incluye en su artículo 11Bis, la gestión de al menos los riesgos crediticios, de mercado, de liquidez y operativo (CONASSIF, 2009).

2.3.5.2. Capital para cobertura de riesgos

El artículo 12 del Acuerdo SUGEVAL 11-09 establece que:

Las entidades deben contar con el capital base necesario para cubrir los riesgos en que incurren al efectuar sus operaciones de acuerdo con lo previsto en este Reglamento, con el fin de garantizar la estabilidad del sistema y mantener la confianza de los inversionistas en el mercado de valores. CONASSIF, 2009, art. 12)

Para efectos de cumplir con lo anterior, el artículo 12 establece que las entidades deben disponer diariamente de capital para cubrir al menos el riesgo crediticio, de mercado y operativo (CONASSIF, 2009):

$$\text{Capital base} \geq R_{RCR} + R_{RM} + R_{RO}$$

Donde:

R_{RCR} : Requerimiento de capital por riesgo crediticio

R_{RM} : Requerimiento de capital por riesgo de mercado

R_{RO} : Requerimiento de capital por riesgo operativo

El cálculo del capital base y los requerimientos de capital para cobertura de riesgos debe efectuarse de conformidad con lo indicado en este capítulo, lo cual debe cumplirse diariamente.

El Reglamento establece las instrucciones sobre cómo calcular el capital base, así como los requerimientos de capital por riesgo crediticio, de mercado y operativo. Cabe destacar que el requerimiento de capital por riesgo de mercado corresponde a la suma del requerimiento por el riesgo precio y riesgo cambiario, como se expresa en la siguiente fórmula (CONASSIF, 2009):

$$R_{RM} = R_{RP} + R_{RC}$$

Donde:

R_{RM} : Requerimiento por riesgo mercado

R_{RP} : Requerimiento por riesgo precio

R_{RC} : Requerimiento por riesgo cambiario

Sobre el capital base para cobertura de riesgos que se le solicita por normativa a las sociedades administradoras de fondos de inversión, con el objetivo de poder cubrir los riesgos de crédito, mercado y operativo, es posible mencionar que representa una importante medida para prevenir repercusiones por eventos adversos que puedan afectar la estabilidad financiera. A pesar de que en el prospecto de cada fondo de inversión es un requisito que se debe implementar un coeficiente de liquidez, para las

sociedades administradoras no se solicita un requerimiento para este riesgo, el cual en su condición sistémica toma relevancia.

2.4. Sanas prácticas sobre la gestión del riesgo sistémico

Como se ha mencionado en esta investigación, las crisis y eventos adversos de las últimas décadas han afectado la estabilidad financiera de los mercados, dando origen al riesgo sistémico, el cual se caracteriza porque tiene su origen en causas que están fuera del control de la organización, es decir, de factores externos o exógenos. En línea con lo anterior, Clemata y Bartet (2010) mencionan que:

Las recientes turbulencias en los mercados financieros pusieron de manifiesto como cierto tipo de activos pueden perder la liquidez que normalmente disponían y cuán rápida y severamente se pueden evaporar algunas fuentes de financiamiento. En ese marco, el Comité de Basilea aprobó dos documentos. Uno referido a la actualización de los principios para una adecuada gestión de la liquidez y otro referido a dos métricas para medir el riesgo de liquidez: el primero, de “corto plazo”, se centra en la capacidad de un banco de soportar un evento de tensión de un mes de duración y el segundo, de “largo plazo”, trata de medir la persistencia de las fuentes de financiamiento en relación a [sic] los requerimientos derivados de la operativa de la institución. (p. 1)

Como se observa, el Comité de Basilea implementa acciones para fortalecer el sistema bancario, no obstante, para la industria de los fondos de inversión, no se han definido lineamientos que contribuyan con la resiliencia de los fondos de inversión ante este tipo de crisis, coadyuvando a la gestión del riesgo sistémico para esta industria.

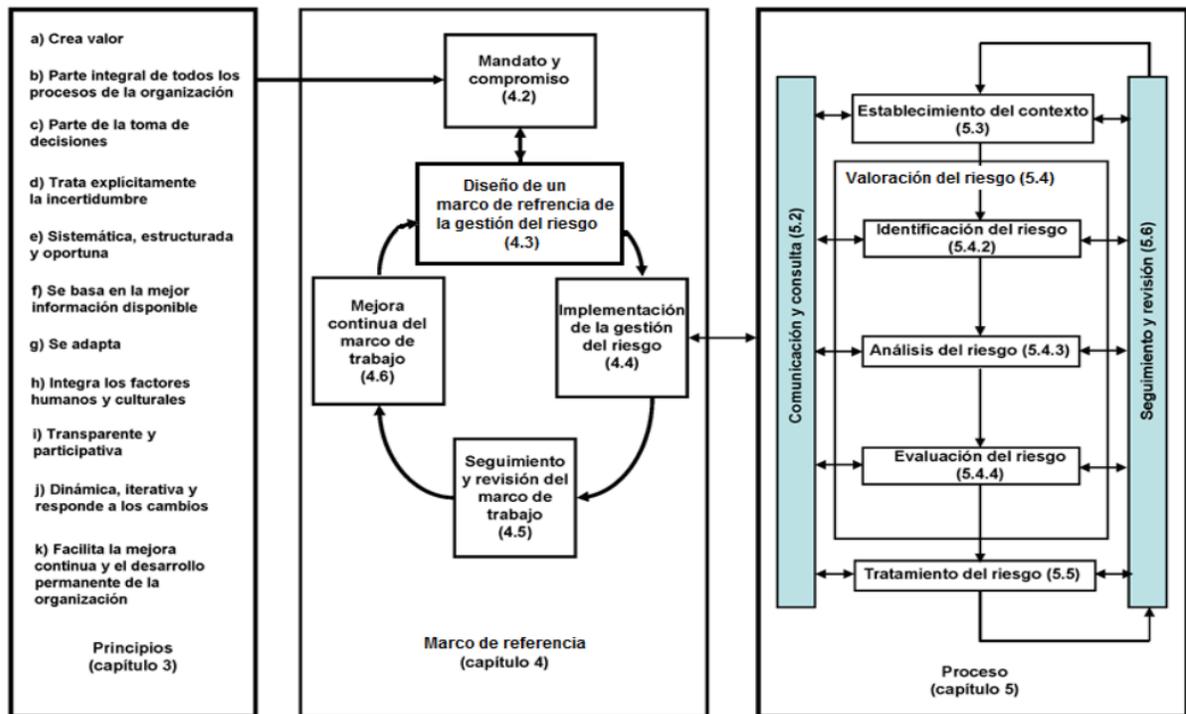
Por lo tanto, es necesario analizar las sanas prácticas con el propósito de poder adoptar medidas que fortalezcan la gestión del riesgo sistémico de los fondos financieros y que contribuyan con su resiliencia ante la aparición de estos eventos adversos que podrían afectar su estabilidad financiera.

2.4.1. INTE/ISO 31000. Gestión del riesgo. Principios y directrices

Esta norma INTE/ISO 31000:2011 fue aprobada por la Comisión Nacional de Normalización de INTECO en la fecha del 2011-11-04. Esta se puede aplicar a cualquier tipo de riesgo, cualquiera que sea su naturaleza, y tanto si sus consecuencias son positivas como negativas.

De acuerdo con INTECO (2011), esta norma recomienda que las organizaciones desarrollen, implementen y mejoren de manera continua un marco de referencia, cuyo objetivo sea integrar el proceso de gestión del riesgo en los procesos de gobernanza, de estrategia y planificación, gestión y elaboración de informes, así como en las políticas, los valores y en la cultura de toda la organización.

Figura 4. Relaciones entre los principios, el marco de referencia y el proceso de gestión del riesgo.



Fuente: Norma INTE/ISO 31000:2011 (INTECO, 2011)

2.4.1.1. Principios para la gestión del riesgo

La norma INTE/ISO 31000:2011 en el punto 3 contiene los principios que las organizaciones deberían cumplir en todos sus niveles, para que la gestión del riesgo sea eficaz. A continuación, resaltan principios relacionados con el riesgo sistémico:

- d) La gestión del riesgo trata explícitamente la incertidumbre.
- e) La gestión del riesgo es sistemática, estructurada y oportuna.
- j) La gestión del riesgo es dinámica, iterativa, y responde a los cambios: La gestión del riesgo es sensible de manera continuada a los cambios y responde a ellos. Como se producen eventos externos e internos, el contexto y los conocimientos cambian, se realiza el seguimiento y la revisión de riesgos, surgen nuevos riesgos, algunos cambian y otros desaparecen. (INTECO, 2011, punto 3)

2.4.1.2. Diseño del marco de referencia de la gestión del riesgo.

El punto 2.8 de la norma INTE/ISO 31000:2011 establece que la: “gestión del riesgo implica la aplicación sistemática de políticas, procedimientos y prácticas de gestión a las actividades de comunicación, consulta, establecimiento del contexto, e identificación, análisis, evaluación, tratamiento, seguimiento y revisión del riesgo” (INTECO, 2011, punto 2.8).

En este sentido, cabe mencionar que el establecimiento del contexto es un aspecto relevante cuando se gestiona el riesgo, ya que se considera el entorno externo e interno que influye en los criterios y alcance por considerar. El entorno externo puede incluir: el entorno cultural, social, político, legal, reglamentario, financiero, tecnológico, económico, natural y competitivo, a nivel internacional, nacional, regional o local; y el interno puede incluir: la gobernanza, la estructura de la organización, las funciones y la rendición de cuentas; las políticas, los objetivos y las estrategias que se establecen para conseguirlo, entre otros.

Como se puede observar, comprender la organización y el entorno en el cual se desarrolla el negocio es primordial para realizar el diseño e implementación del marco

de referencia de la gestión de riesgo y lograr que sea eficaz. Cabe resaltar que, con respecto al riesgo sistémico, es indispensable el análisis del entorno interno y externo. Este último en mayor importancia, pues los factores que intervienen en este tipo de riesgo son externos o exógenos e impredecibles, de ahí la importancia de evaluarlo de manera muy cuidadosa (INTECO, 2011, punto 4.3.1).

Florini y Sharma (2020), en su artículo *Tener en cuenta los Riesgos Sistémicos*, mencionan:

Los sistemas políticos actuales, gobiernos, poderes legislativos y burocracias, pueden hacer bien las cosas si los problemas son predecibles. Aplican normas desarrolladas a partir de la experiencia y análisis basados en datos históricos. Es un método que funciona en muchas tareas, pero los procesos gubernamentales presuponen previsibilidad, están supeditados a acuerdos sobre eventos futuros probables y dividen la toma de decisiones en silos estrechos. No logran gestionar con éxito los riesgos comunes a varios silos e imprevisibles por naturaleza.

Como sabemos que las pandemias, las crisis económicas y la inestabilidad climática tendrán repercusiones, pero no podemos predecir exactamente dónde o cuándo, debemos asignarle a la resiliencia la capacidad de la sociedad para absorber los cambios y adaptarse a ellos, y prevenir fallos sistémicos la misma importancia que se le da hoy a la eficiencia, (pp. 50-51)

El punto 4.5 de la norma INTE/ISO 31000:2011 establece lo relacionado con el seguimiento y revisión del marco de referencia. Es posible resaltar los siguientes puntos relevantes para su aplicación en la gestión del riesgo sistémico:

Con objeto de asegurar que la gestión del riesgo es eficaz y contribuye al desempeño de la organización, ésta debería:

- medir el desempeño de la gestión del riesgo respecto a los indicadores, que se revisan periódicamente en cuanto a su idoneidad;

- revisar periódicamente si el marco de referencia, la política y el plan de gestión del riesgo siguen siendo apropiados, a la vista del contexto interno y externo de la organización. (INTECO, 2011, punto 4.5)

2.5. Conceptos de fondos de inversión y riesgo sistémico

2.5.1. Fondos de inversión

La Ley 7732, en su artículo 62, define los fondos de inversión como patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversionistas, con el concurso de una entidad de custodia. Serán administrados por las sociedades administradoras reguladas por esta Ley y se destinarán a ser invertidos en la forma prevista en el prospecto, dentro del marco de esta ley y los reglamentos de la Superintendencia (Asamblea Legislativa de Costa Rica, 1997).

2.5.2. Fondos de inversión financieros

Como parte de la información a los inversionistas disponible en la página web de SUGEVAL, se incluye la siguiente definición:

Se trata de una cartera de recursos financieros (patrimonio) constituida por el ahorro de muchos inversionistas que es administrada por un experto en inversiones, para ser invertida en valores. El inversionista compra una parte proporcional de todos los valores del fondo, lo cual se conoce como “participación” y con ello puede obtener parte de los resultados que la cartera genera. (SUGEVAL, s.f., p. 2)

Gitman y Joehnk (2009) lo definen como:

Un fondo de inversión es esencialmente un tipo de organización de servicios financieros que recibe dinero de sus accionistas y después lo invierte en una cartera diversificada de títulos. Por lo tanto, cuando los inversionistas compran acciones de un fondo de inversión, se vuelven, de hecho, copropietarios de una cartera ampliamente diversificada de títulos. En un sentido abstracto, un fondo de inversión es el producto financiero que vende al público una empresa de

inversión; es decir, la empresa de inversión crea y administra una cartera de títulos y vende participaciones en la propiedad (acciones) de esa cartera a través de un instrumento conocido como fondo de inversión. (p. 487)

Como se puede observar, el crecimiento que han experimentado los fondos de inversión en Costa Rica y el mundo se debe a que es un producto financiero conformado por el ahorro de muchos inversionistas, los cuales se convierten en copropietarios de los títulos valores que conforman la cartera activa de los fondos, con lo cual se participa en una cartera diversificada con ventajas como montos de inversión accesibles, gestionados por especialistas en inversiones, los hay de muchos tipos, entre otros.

2.5.3. Clasificación de los fondos de inversión

SUGEVAL (s.f.b), establece la siguiente clasificación de fondos de información:

2.5.3.1. Por la naturaleza de sus activos

Financieros: invierten en títulos valores.

No Financieros: invierten en otros activos como inmuebles, hipotecas, proyectos de desarrollo.

Megafondos: invierten exclusivamente en participaciones de otros fondos de inversión. (SUGEVAL, s.f.b, sección Clasificación, párr. 1)

2.5.3.2. Por mecanismo de reembolso de participaciones

Abiertos: su patrimonio 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 que no sean las de reembolso. 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.

Cerrados: 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, si no que deberán negociarse en el mercado secundario. (SUGEVAL, s.f.b, sección Clasificación, párr. 2)

2.5.3.3. Por objetivo de inversión

Mercado de dinero o Corto plazo: son fondos líquidos, que se constituyen como fondos abiertos, permiten el reembolso de las participaciones en un plazo máximo de dos días después de hecha la solicitud por parte del inversionista.

Ingreso: Su objetivo principal consiste en distribuir a sus inversionistas en forma periódica (mensual, trimestral o semestral) la mayor cantidad de ingreso posible, sin preocuparse por aumentar el capital que éstos invirtieron, pero al mismo tiempo procurando no reducirlo.

Crecimiento: fondo de inversión en el que se capitalizan los rendimientos buscando aumentar el capital inicial de inversión y que por lo tanto, no entrega beneficios periódicamente. (SUGEVAL, s.f.b, sección Clasificación, párr. 3)

En Costa Rica, existe una variedad de tipos de fondos de inversión, lo cual beneficia al mercado, pues existen opciones distintas de acuerdo con las necesidades de los inversionistas, los cuales cuentan con su prospecto; donde se incluye toda la información relevante que el inversionista debe conocer antes de invertir, por ejemplo, la política de inversión del fondo y los riesgos asociados al tipo de fondo.

2.5.4. Riesgo sistémico

Dado las crisis financieras y eventos adversos de las últimas décadas, este riesgo toma relevancia, ya que se trata de un riesgo que tiene su origen en causas que están fuera del control de la entidad, es decir, de factores externos o exógenos. Durán (2014) menciona:

El problema del riesgo sistémico, es su dificultad para ser evaluado y previsto. Mientras que las estimaciones econométricas y la investigación de los ciclos de diversas industrias proveen información importante para predecir recesiones, la información del riesgo sistémico es usualmente muy difícil de obtener, puesto

que las interdependencias en todos los mercados y no solo en los financieros, juegan un papel fundamental. (p. 6)

Billio et al. (2010, citados por Dabovich, 2015), definen el riesgo sistémico como el conjunto de circunstancias que amenazan a la estabilidad o confianza en el sistema financiero (p. 2).

Por su parte, Florini y Sharma (2020) manifiestan lo siguiente:

Las presiones generadas por la pandemia de COVID-19 obligan a estimar la capacidad del mundo para gestionar los riesgos sistémicos. Estos giros aparentemente inesperados seguirán produciéndose, causados por la creciente fragilidad de los órdenes político, social, económico y financiero, todos ellos supeditados a un entorno natural casi al límite. La evolución constante y simultánea de todos los sistemas provocará graves perturbaciones durante el siglo XXI, con serios peligros y posibles amenazas existenciales para la sociedad. (p. 49)

La pandemia aparece sin avisar. El mundo no imaginaba las repercusiones que este evento causaría en muchos ámbitos como la salud, la economía, las finanzas de un país y de cada familia. Las consecuencias de esta pandemia son lamentables comenzando por la pérdida de vidas humanas, así como el impacto causado en la economía de los países, originado por el cierre de negocios, el aumento en el desempleo, así como la desaceleración del desarrollo económico.

Otro de los factores que impactó fue la incertidumbre generada en los mercados financieros, que ocasionaron la caída de las bolsas, así como de los precios de las acciones y bonos en el mundo, afectando la estabilidad financiera y desencadenando una serie de repercusiones como la salida de capitales como resultado del pánico de los mercados ante la incertidumbre que generan estas crisis. Y se podrían mencionar muchos eventos adversos como la crisis *subprime*, los contenedores y el conflicto bélico Rusia-Ucrania.

Ante las crisis de las últimas décadas y la aparición del riesgo sistémico, se hace relevante implementar controles que permitan monitorear el mercado y que contribuyan como indicadores de alerta temprana. Entre estas medidas, se puede mencionar la importancia del cálculo de concentraciones del mercado. Una de las medidas más utilizadas es el Índice Herfindahl-Hirschman (IHH)

2.5.5. Riesgo de concentración

Singh y Surti (2021) indican lo siguiente:

El riesgo de concentración también es una preocupación para algunos países receptores, lo que puede parecer una pequeña participación en la cartera de un gran administrador de activos, puede ser una entrada desproporcionadamente grande para un pequeño mercado emergente. Además, existen riesgos de contagio a través de los riesgos de concentración, que pueden dar lugar a paradas repentinas desestabilizadoras y reversiones relativamente grandes de los flujos de capital, lo que podría exacerbar las vulnerabilidades preexistentes en las Economías de mercado y en desarrollo (EMED). (p.7)

La resolución SUGEF-R-0296-2014 menciona en el punto 5 los indicadores de alerta temprana como complemento a la administración del riesgo de liquidez, entre las que incluye las concentraciones e indica algunos criterios de concentración: por tramo de vencimiento, por tipo de moneda, por tipo de instrumento, entre otros (SUGEF, 2014).

El Acuerdo SUGEF 41-21, Reglamento del Régimen de Concentraciones del Sistema Financiero Nacional, se aplica a aquellas operaciones de concentración que involucren una o más entidades que realicen actividad financiera supervisada por las superintendencias del sistema financiero, ya sean de notificación obligatoria ante la Comisión para Promover la Competencia (COPROCOM).

Se consideran operaciones que podrían conllevar riesgos a la solvencia, solidez y estabilidad de las entidades o del sistema financiero, así como desproteger a los consumidores financieros, a juicio del CONASSIF y sin que esta lista sea exhaustiva, las siguientes:

- a) Involucren riesgo para la solidez de una institución financiera o segmento del Sistema Financiero Nacional;
- b) Comprometan el mantenimiento de la estabilidad del Sistema Financiero Nacional y *la prevención de crisis sistémica*; [el resaltado añadido]
- c) Menoscaben la efectividad del régimen de supervisión aplicado en una institución financiera;
- d) Perjudiquen la eficacia de las medidas prudenciales;
- e) Perjudiquen la efectividad de las medidas necesarias para revertir los riesgos asociados a la pérdida de solidez económica de una institución financiera o segmento del Sistema Financiero Nacional, cuando su modelo de negocio ha sido identificado como inconsistente, vulnerable o inviable. (CONASSIF, 2020, art. 8)

2.5.6. Índices Herfindahl-Hirschman (IHH)

Díaz (2012) indica que, entre los instrumentos más utilizados para medir la concentración, está el índice Herfindahl-Hirschman (IHH) que, como se indicó antes, tiende a tener una relación positiva con poder de mercado. “El IHH se basa en el número total y la distribución de los tamaños de las empresas de una industria” (Díaz, 2012, p. 28). Se utiliza la siguiente fórmula:

$$IHH = \sum_{t_r=1}^n (t_r)^2$$

El Departamento de Justicia de los Estados Unidos (2010) establece que el índice Herfindahl-Hirschman es una medida de concentración de mercado comúnmente aceptada. El HHI se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado de cada empresa que compite en el mercado y luego sumando los números resultantes. Departamento de Justicia de los Estados Unidos (2010) menciona que las agencias generalmente clasifican los mercados en tres tipos:

- Mercados no concentrados: HHI por debajo de 1500.
- Mercados Moderadamente Concentrados: HHI entre 1500 y 2500.
- Mercados altamente concentrados: HHI por encima de 2500.

2.5.7. Factores de alerta temprana- riesgo sistémico

2.5.7.1. Crisis financiera

Caballero (2005) menciona sobre las crisis financieras lo siguiente:

Las crisis financieras son episodios en los cuales se produce un debilitamiento agudo de la situación financiera tanto de los deudores de los bancos como de éstos últimos y se pierde la confianza del público en las instituciones financieras. El deterioro de los balances de los hogares, las empresas y los bancos tienen consecuencias sobre el conjunto de la economía por la reducción del gasto en consumo y en inversión, y por la caída del ahorro y de la oferta monetaria. Superar una situación de esta naturaleza implica enormes esfuerzos por parte de las autoridades, con costos económicos y sociales muy altos y de muy diferente índole, por la contracción del crecimiento económico y las pérdidas en las cuales incurren hogares, empresas y bancos. (p. 195)

El criterio de Caballero (2005) incita a reflexionar sobre las repercusiones que causa una crisis financiera en un país, no solo para su economía, su mercado financiero, sino que desencadena una serie de problemas sociales como desempleo, pobreza, escasez, entre otros. Las crisis financieras, por lo general, son el resultado de una crisis bancaria, pero lo normal es que terminen por afectar al conjunto de la economía. Estas crisis provocan diversos fenómenos que afectan la economía de un país como el desempleo, la inflación, endeudamiento, escasez, entre otros.

2.5.7.2. Política monetaria

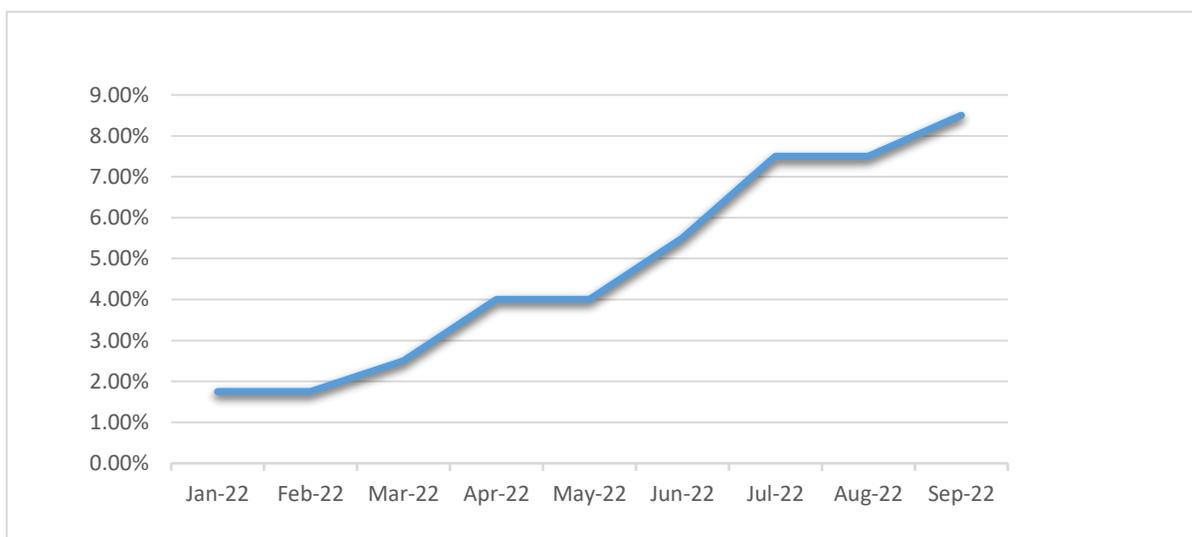
BCCR (2022) menciona, con respecto a la política monetaria: “Comprende el conjunto de acciones que toma un banco central para influir sobre la cantidad de dinero disponible en la economía y sobre las tasas de interés, con el fin de garantizar la estabilidad de los precios” (p. 2).

El mundo atraviesa por una difícil situación macroeconómica. Aun no se recupera de las repercusiones por la crisis pandémica y tiene que afrontar las consecuencias de los problemas en las cadenas de suministro y las repercusiones de la guerra entre

Rusia y Ucrania, lo cual ha incrementado la inflación en las economías del mundo. En este sentido, los bancos centrales deben buscar frenar la inflación, para lo cual realizan aumentos en la tasa de política monetaria. Si bien esto coadyuva a frenar la inflación, también ocasiona que el crédito sea más costoso, lo que provoca que las personas y empresas no se financien.

El gráfico 1 muestra el comportamiento de la Tasa de Política Monetaria en Costa Rica para el periodo 2022, lo cual refleja los incrementos significativos, que repercuten en otros indicadores como la inflación:

Gráfico 1. Tasa Política Monetaria en Costa Rica (%)



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la página web del BCCR (2022).

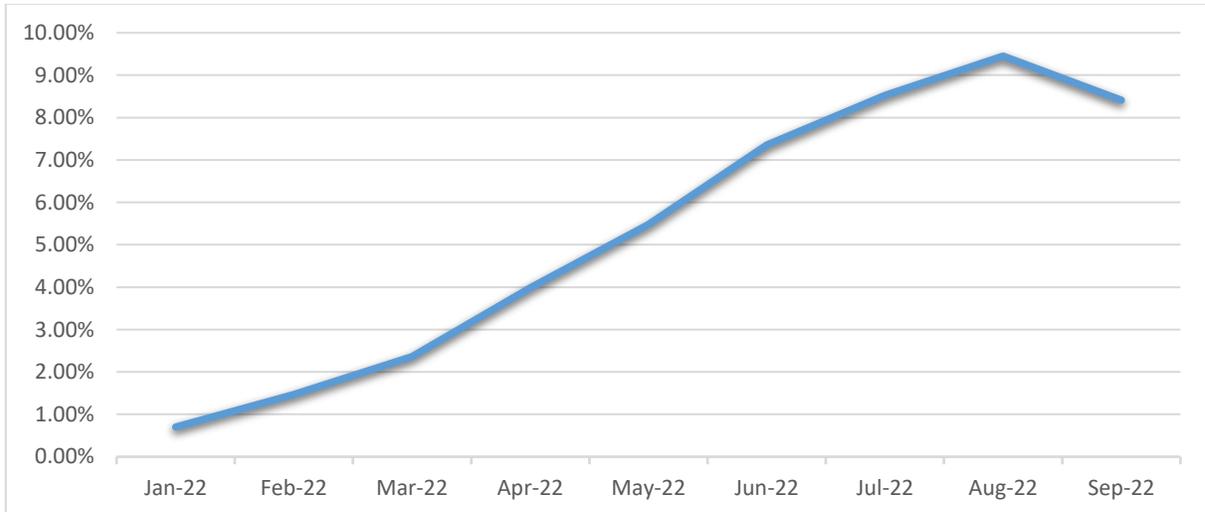
2.5.7.3. Inflación

En una economía, cuando los precios de los bienes y servicios suben, y se presenta una tendencia constante a seguir aumentando, se trata de un proceso de inflación (Eggers, 2016, p. 137).

El problema de la inflación en una economía que atraviesa una difícil situación es la pérdida de poder adquisitivo; porque, si los precios suben más que los salarios, conlleva a disminuir el consumo de bienes y servicios, ya que su precio sube y los salarios se mantienen. Debido a ello, los ciudadanos tendrán que ser más cuidadosos con su bolsillo y, por ende, eliminar algunos productos que antes compraban. En Costa

Rica, la inflación ha crecido significativamente en este periodo 2022, producto de las repercusiones de la Guerra Rusia-Ucrania, conforme lo muestra el gráfico 2.

Gráfico 2. Inflación Costa Rica (% variación acumulada)



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la página web del BCCR (2022).

2.5.7.4. Curva de rendimiento soberana

Mora y Ugalde (2017) mencionan lo siguiente:

Una curva de rendimiento o estructura temporal de tasas de interés es una representación de la relación entre las tasas de rendimiento y el plazo al vencimiento de instrumentos de deuda, que poseen riesgos de crédito y liquidez similares, y que se transan en un mercado y periodo de tiempo determinado.

Mucha de la importancia de la Curva de Rendimientos Soberana radica en que debido a que ésta proporciona una imagen de la relación entre los rendimientos de bonos en distintas duraciones, ofrece de manera simple una visualización colectiva del mercado; es decir, da un panorama del estado de la economía de un país, así como indicios del comportamiento de dicha economía a futuro.

Analistas de mercado e inversionistas construyen curvas de rendimiento proyectadas con el fin de determinar el valor futuro de las inversiones y de esta forma estimar su retorno; convirtiendo este instrumento en una herramienta muy valiosa para la optimización de inversión y para el análisis del impacto que

tendría la inclusión de un determinado activo financiero sobre el perfil de riesgo y rendimiento de un portafolio de inversiones existente. (pp.17-18)

2.5.7.5. Tipo de cambio

Eggers (2016) menciona que: “si no poseemos divisas, para realizar transacciones internacionales debemos adquirirlas. El precio al que adquirimos las divisas se denomina tipo de cambio” (p. 120).

Como resultado de las consecuencias del conflicto bélico Rusia-Ucrania, así como los problemas de suministro y el alza en el precio de las materias primas, el tipo de cambio en Costa Rica viene experimentando fuertes fluctuaciones, por lo que el BCCR ejecuta acciones para evitarlas y mejorar el desempeño del mercado cambiario. El problema con la depreciación del tipo de cambio es que los precios de los productos importados se encarecen y el pánico ocasiona la salida de capital en busca de refugio en valores más estables.

2.5.7.6. Tasas de interés

En relación con la tasa de interés, Eggers (2016) menciona:

La tasa de interés es un precio: el que se paga por alquilar dinero. Tiene una demanda, por parte de quienes necesitan dinero, generalmente para llevar a cabo una inversión, o para realizar una compra para consumo. Y una oferta, que incluye a quienes tienen fondos y prefieren prestarlos a gastarlos. Si la demanda excede a la oferta, las tasas de interés suben; si es al revés, las tasas de interés bajan ... Como ya hemos mencionado, con sus acciones el Banco Central influye en el nivel de las tasas de interés. ¿Qué ocurre cuando estas tasas aumentan? Los que tomaban prestado, por ejemplo, para realizar inversiones o comprar bienes y servicios para su consumo, encontrarán que ahora les resulta más costoso; algunos dejarán de tomar prestado o tomarán menos, por lo que disminuirán el gasto que tenían planeado. Por otro lado, los que tienen dinero, y deben decidir si lo gastan o lo prestan, estarán más dispuestos a prestarlo, disminuyendo así sus gastos presentes, porque de esa

manera tendrán mayores ingresos en el futuro. Por los dos motivos, al aumentar las tasas de interés tiende a disminuir la demanda. (pp.173, 175)

2.5.7.7. Deuda

Munevar (2012) menciona que:

La deuda total de un país está compuesta por dos categorías principales: deuda interna y deuda externa. La primera es toda aquella deuda contraída con residentes del país y denominada en moneda nacional. Mientras tanto, la deuda externa es la deuda contraída con no residentes del país y denominada en una moneda extranjera. (p. 3)

Deghi et al. (2022) mencionan en cuanto a la deuda de un país, lo siguiente:

Las economías de mercados emergentes corren aún más peligro que las economías avanzadas por dos motivos. Primero, sus perspectivas de crecimiento son menos alentadoras que antes de la pandemia en comparación con las economías avanzadas, y los gobiernos no tienen tanto poder de maniobra fiscal para apuntalar la economía. Segundo, los costos de financiamiento externo han aumentado en términos generales, así que los gobiernos tienen que pagar más por el crédito.

¿Cómo podría crearse una situación catastrófica en un país? Un drástico endurecimiento de las condiciones financieras internacional que hiciera subir las tasas de interés y debilitara las monedas debido a la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas y a la intensificación de las tensiones geopolíticas causadas por la guerra de Ucrania podría llevar a los inversionistas a desconfiar de la capacidad de reembolso de los gobiernos de los mercados emergentes endeudados. Un shock interno como una desaceleración económica inesperada podría tener el mismo efecto. (párr. 8)

2.5.7.8. Presupuesto público 2022

La Contraloría General de la República de Costa Rica (CGR, 2022) manifiesta:

Los presupuestos públicos aprobados para 2022, evidencian una ligera recuperación de los ingresos corrientes, lo cual podríamos relacionar con la mejora en las expectativas de crecimiento internacional. No obstante, dicho crecimiento no se materializa de manera generalizada en todos los sectores institucionales, en los cuales las mayores reducciones presupuestarias se evidencian en el gasto de capital, lo que podría representar un riesgo para el crecimiento de la economía. (p. 7)

El presupuesto público de Costa Rica se puede considerar un factor relevante que influye en el resultado del comportamiento de variables macroeconómicas, puesto que, si no se cuenta con presupuesto, se corre el riesgo de no cumplir con los objetivos propuestos y así como lo indica la CGR (2022), si no se cuenta con presupuesto, es un riesgo para la economía del país.

CAPÍTULO II. METODOLOGÍA

3.1. Enfoque metodológico y el método seleccionado

3.1.1. Enfoque metodológico

En este capítulo, se aborda el enfoque metodológico de la investigación y el método seleccionado, así como la descripción del contexto donde se realiza el estudio y las fuentes de información. También se incluyen las técnicas de recolección de datos, con el propósito de estructurar la metodología que se utiliza para llevar a cabo la investigación.

Con la finalidad de alcanzar los objetivos propuestos, se emplea el enfoque mixto, pues utiliza una perspectiva cualitativa por medio de la recolección de datos, revisión de documentos como sanas prácticas, tesis, artículos, así como con la aplicación de una entrevista dirigida a expertos en el tema, con el fin de obtener datos clave. Hernández et al. (2014) mencionan que:

El enfoque cualitativo utiliza la recolección y análisis de los datos para afinar las preguntas de investigación o revelar nuevas interrogantes en el proceso de interpretación. En el caso del proceso cualitativo, la muestra, la recolección y el análisis son fases que se realizan prácticamente de manera simultánea ... Así, el investigador cualitativo utiliza técnicas para recolectar datos, como la observación no estructurada, entrevistas abiertas, revisión de documentos, discusión en grupo, evaluación de experiencias personales, registro de historias de vida, e interacción e introspección con grupos o comunidades. El proceso de indagación es más flexible y se mueve entre las respuestas y el desarrollo de la teoría. (pp. 7, 9)

También se emplea un enfoque cuantitativo, pues se recolectan datos numéricos que son utilizados en cálculos matemáticos y estadísticos por medio de la herramienta Excel, para determinar concentraciones de carteras por tipo de título, de emisor, participaciones significativas, entre otros, con el fin de cumplir con los objetivos del trabajo investigativo. “El enfoque cuantitativo utiliza la recolección de datos para probar

hipótesis con base en la medición numérica y el análisis estadístico, con el fin establecer pautas de comportamiento y probar teorías” (Hernández et al., 2014, p. 4).

3.1.2. Tipo de investigación

La investigación se realiza con un alcance descriptivo, ya que busca describir el contexto, eventos, características de los fondos de inversión, así como de sus riesgos asociados, mediante la recolección de datos. Hernández et al. (2014) mencionan, en relación con este tipo de investigación, lo siguiente:

Con frecuencia, la meta del investigador consiste en describir fenómenos, situaciones, contextos y sucesos; esto es, detallar cómo son y se manifiestan. Es decir, únicamente pretenden medir o recoger información de manera independiente o conjunta sobre los conceptos o las variables a las que se refieren, esto es, su objetivo no es indicar cómo se relacionan éstas. (p. 92)

Según lo anterior, se pretende describir y explicar el tema que se investiga, sin dar las razones del porqué ocurre. Como parte de la recolección de información, se requiere el criterio de funcionarios expertos en la materia, con el propósito de obtener su opinión sobre el tema objeto de estudio.

3.2. Descripción del contexto del estudio.

El estudio se sitúa en la industria de los fondos de inversión financieros en Costa Rica, la cual forma parte del Sistema Financiero Nacional, que está formado por el conjunto de instituciones y participantes que generan, captan, administran y dirigen el ahorro.

Según el artículo 169 de la Ley 7732, el CONASSIF tiene como fin dotar de uniformidad e integración a las actividades de regulación y supervisión del Sistema Financiero Costarricense y su labor se ejerce sobre la cuatro Superintendencias, entre ellas, la SUGEVAL. En Costa Rica, la SUGEVAL es la entidad que regula las sociedades administradoras y el funcionamiento de los fondos de inversión.

Además, en Costa Rica, según el Boletín Quincenal de Fondos de Inversión al 31 de agosto de 2022, existen 12 sociedades administradoras de fondos de inversión

financieros, 72 fondos financieros que en total administran ϕ 2.385.096.071,76 con 161.117 clientes (SUGEVAL, 2022).

A nivel mundial, el sector bancario ha sido analizado en cuanto a las repercusiones causadas por las crisis financieras de las últimas décadas, por lo cual el Comité de Basilea ha emitido nuevos acuerdos para fortalecer los bancos con políticas sobre la administración del riesgo de liquidez e indicadores de alerta, lo cual muestra la importancia de enfocarse en la industria de fondos de inversión, en cuanto al riesgo sistémico, con lo cual minimizar los efectos adversos de las crisis financieras. Aguirre (2012) menciona en su investigación que:

El riesgo sistémico ha pasado a tener un rol principal en las discusiones de regulación financiera alrededor del mundo, luego de la muy pública quiebra de Lehman Brothers, uno de los cinco bancos de inversión más grandes de Wall Street. Las consecuencias de esta quiebra hicieron resonancia en todo el mundo, y en particular en las economías avanzadas. (p. 3)

3.3. Características de los participantes y fuentes de información.

3.3.1. Participantes de la investigación

Para la investigación, se solicitó la colaboración de profesionales especialistas en fondos de inversión financieros y gestión de riesgos, lo cual puede proporcionar información importante a considerar, para el desarrollo del estudio y la elaboración de la propuesta.

3.3.2. Muestra

No aplica en esta investigación. Se emplea una entrevista que se aplica a algunos funcionarios especialistas en la materia (gestión riesgos, gestión de portafolios, etc.), para conocer su criterio y opinión sobre el tema objeto de la investigación.

Con respecto a la muestra, para el enfoque cualitativo, “se involucran a unos cuantos casos porque no se pretende necesariamente generalizar los resultados del estudio, sino analizarlos intensivamente” (Hernández et al., 2014, p. 12).

3.3.3. Fuentes de información

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

3.3.3.1. Fuentes primarias

La información primaria se obtiene de la revisión de libros, tesis investigativas, artículos de estudios, revistas y periódicos para el desarrollo del marco teórico, así como para los análisis respectivos. También se utiliza la información disponible en la página web de SUGEVAL relacionada a fondos de inversión, como la normativa, así como datos numéricos disponibles en reportes mensuales, quincenales y trimestrales de SUGEVAL.

Se aplica una entrevista a los funcionarios especialistas en gestión de riesgos, fondos de inversión y mercado de valores, con el fin de obtener datos o aportes importantes que robustezcan el tema objeto de investigación.

3.3.3.2. Fuentes secundarias

Como fuentes secundarias de información, se pueden mencionar las páginas web.

3.4. Técnicas e instrumentos para la recolección de los datos.

La recolección de datos para el desarrollo de esta investigación se obtiene a través de los siguientes medios:

3.4.1. Análisis de sanas prácticas

Se recopila información mediante la revisión de documentos de sanas prácticas relacionadas con riesgo como la norma INTE/ISO 31000:2011 (INTECO, 2011). Adicionalmente, se revisan artículos de organismos internacionales del mercado financiero como el Fondo Monetario Internacional y la Comisión de Basilea.

3.4.2. Análisis de la normativa sobre Fondos de Inversión

Se utiliza la normativa de la SUGEVAL como reglamentos y acuerdos, así como la Ley 7732.

3.4.3. Cálculo de concentraciones de las carteras de fondos de inversión

Se calcula la concentración de los fondos de inversión financieros por instrumentos, por emisor, por clientes y otros. Para realizar estos análisis, se utiliza el Índice Herfindahl-Hirschman (IHH), el cual es una medida muy conocida, empleada en economía, para determinar la concentración de un mercado. Para los cálculos de concentración de carteras, se recolecta información numérica relacionada con los fondos financieros, y obtenida de los informes diarios, boletines sobre fondos de inversión (<https://aplicaciones.sugeval.fi.cr/InformesEstadisticas/BoletinFondosInversion>) y carteras de los fondos (<https://aplicaciones.sugeval.fi.cr/InformesEstadisticas/CarteraCompletaQuincenal>) disponibles en la página web de SUGEVAL.

Existen riesgos de contagio a través de los riesgos de concentración, que pueden dar lugar a paradas repentinas desestabilizadoras y reversiones relativamente grandes de los flujos de capital (Singh y Surti, 2021). De acuerdo con Aguirre (2012), el nivel de concentración aumenta de manera considerable el daño sistémico producido por una quiebra. Adicionalmente, se encuentra que la relación entre concentración y daño no es monotónica.

Las investigaciones anteriores muestran la relevancia de controlar la concentración de carteras, como parte de las estrategias mitigadoras de riesgo sistémico y como indicadores de alerta temprana.

3.4.4. Aplicación de una entrevista a especialistas en fondos de inversión y gestión de riesgos.

Como parte de las técnicas de recolección de datos, se aplica una entrevista de cinco preguntas abiertas a especialistas en temas de gestión de riesgos, gestión de portafolios, fondos de inversión financieros de las sociedades administradoras más grandes de la industria en cuanto a activo neto administrado en fondos de inversión financieros, para conocer su criterio sobre el tema objeto de investigación. La entrevista aplicada se incluye en el Anexo 1 de este documento. Hernández et al. (2014) mencionan sobre la recolección de datos:

Para el enfoque cualitativo, al igual que para el cuantitativo, la recolección de datos resulta fundamental, solamente que su propósito no es medir variables para llevar a cabo inferencias y análisis estadístico. Lo que se busca en un estudio cualitativo es obtener datos (que se convertirán en información) de personas, seres vivos, comunidades, situaciones o procesos en profundidad; en las propias “formas de expresión” de cada uno.

Al tratarse de seres humanos, los datos que interesan son conceptos, percepciones, imágenes mentales, creencias, emociones, interacciones, pensamientos, experiencias y vivencias manifestadas en el lenguaje de los participantes, ya sea de manera individual, grupal o colectiva. Se recolectan con la finalidad de analizarlos y comprenderlos, y así responder a las preguntas de investigación y generar conocimiento. (p.396)

Con respecto a lo comentado por el autor, la recolección de datos de funcionarios que participan en la industria de fondos de inversión, así como en la gestión de riesgos, es relevante, pues su experiencia, conocimientos y criterio sobre el tema es un gran aporte para la investigación.

Criterios de selección. Para el desarrollo de los análisis, se seleccionan todos los fondos financieros de la industria de fondos de inversión financieros en Costa Rica, para el periodo de enero a agosto del 2022.

Variables por analizar. Concentración de carteras de los fondos financieros por:

- Activos administrados
- Instrumentos
- Cantidad de inversionistas
- Emisores
- Plazo (a mayor plazo, más riesgo)

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS

4.1. Análisis

En este capítulo, se desarrolla una serie de información estadística descriptiva, en la que se ilustran cuadros y gráficos que facilitan la respectiva interpretación y análisis. Los cuales muestran los resultados obtenidos del estudio, considerando los objetivos específicos de la investigación, así como el análisis del resultado de la entrevista aplicada a los profesionales en fondos de inversión y gestión de riesgos.

4.1.1. Caracterización fondos de inversión financieros

Es importante mencionar que, entre las principales características de los fondos de inversión financieros, están:

- Según el Acuerdo SUGEVAL 08-09:

Son patrimonios independientes que administran sociedades administradoras de fondos de inversión por cuenta y riesgo de los participantes, cuyo objetivo primordial es la adquisición de valores o instrumentos financieros representativos de activos financieros. Los fondos financieros se constituyen como fondos abiertos o cerrados. (CONASSIF, 2008, art. 53).

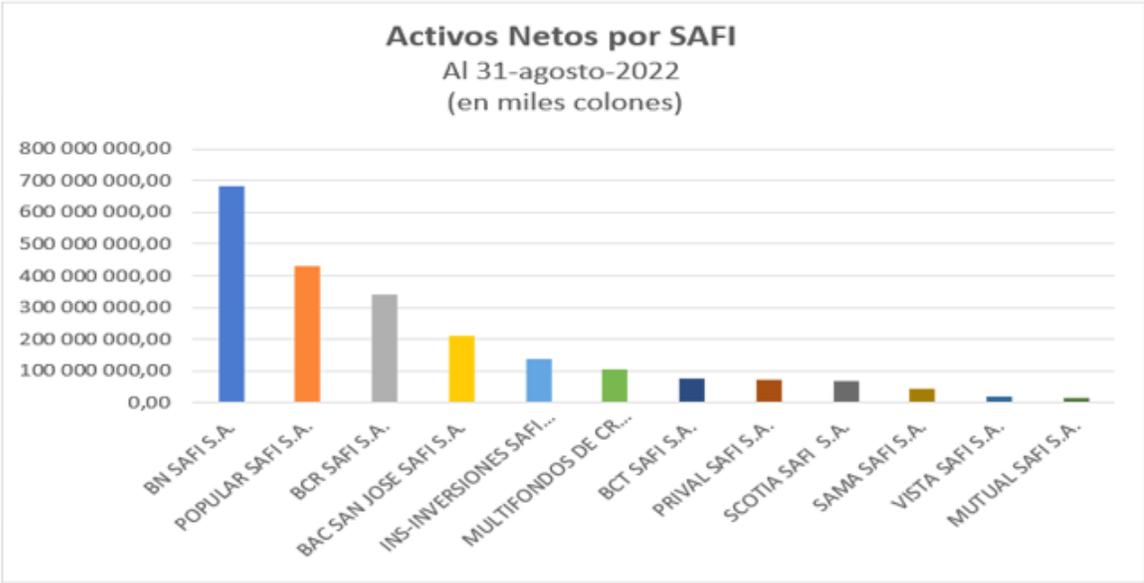
- Las participaciones de los fondos de inversión están representadas por certificados de participación emitidos a la orden. El precio se obtiene de dividir el valor del activo neto del fondo, calculado al final del cierre contable de cada día natural, entre el número de participaciones en circulación.
- Los fondos de inversión financieros se clasifican en abiertos y cerrados. Los fondos de inversión abiertos redimen directamente las participaciones de los inversionistas y su patrimonio es indefinido. Por su parte, en los fondos cerrados su patrimonio es fijo, las participaciones se negocian en bolsa y su plazo es definido.
- Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión son reguladas por la Superintendencia General de Valores.
- Existen diversos tipos de fondos financieros, entre los que es posible mencionar: mercado dinero, crecimiento, ingreso y accionarios.

Los fondos de inversión financieros han venido ganando popularidad como uno de los productos financieros atractivos para los inversionistas, lo cual evidencia su creciente participación en el mercado financiero, tanto en el saldo de activo neto como en número de inversionistas. Para mostrar el tamaño de la industria de los fondos de inversión financieros en Costa Rica, se muestran las sociedades administradoras y su correspondiente activo neto administrado, así como la cantidad de cuentas abiertas al 31 de agosto 2022.

4.1.1.1. Activo neto y cantidad cuentas abiertas, al 31-ago-22

Al 31 de agosto de 2022, en Costa Rica, los fondos financieros son administrados por 12 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI). Se administra un activo neto tota de ₡ 2 181 370 774,77 (miles colones) y 158 665 cuentas abiertas.

Gráfico 3. Activos netos por SAFI al 31 de agosto de 2022.



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de página web de SUGEVAL, 2022.

En línea con lo anterior, es posible reflejar, en términos porcentuales, las seis sociedades administradoras que presentan la mayor participación en el activo neto total administrado en fondos financieros. BN SAFI con un 31.17%, Popular SAFI el 19.63%, BCR SAFI el 15.63% y BAC SAFI 9.66%, las cuales concentran el 76.06% y el restante 23.94% está distribuido en las restantes ocho sociedades de fondos de inversión.

Gráfico 4. Concentración-Activos Netos por SAFI



*Nota: datos al 31 de agosto de 2022.
Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)*

Es importante mencionar que la mayoría de las SAFI pertenecen a conglomerados o grupos financieros. Por ejemplo, BN SAFI ocupa la posición #1 en saldo administrado y cantidad de cuentas abiertas en fondos de inversión financieros. Esta SAFI pertenece al Conglomerado Banco Nacional de Costa Rica. Le siguen Popular SAFI y Banco de Costa Rica SAFI.

Gráfico 5. Cantidad de cuentas abiertas por SAFI



*Nota: datos al 31 de agosto de 2022.
Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)*

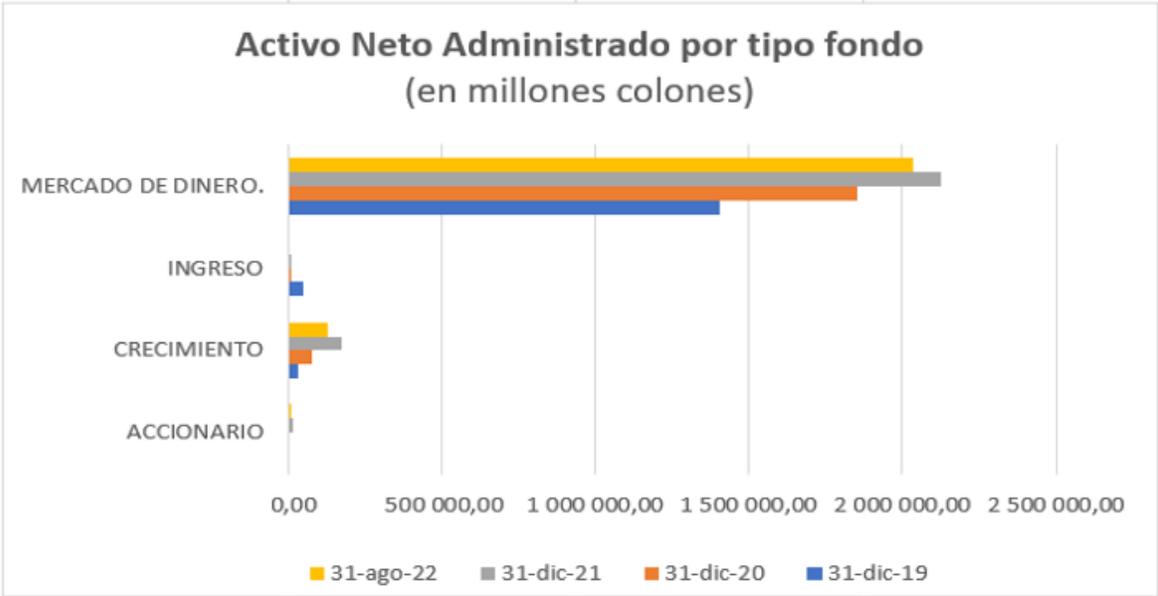
4.1.1.2. Activo neto, cuentas abiertas y cantidad fondos por tipo de fondo administrado

La tendencia de los fondos financieros en los últimos cuatro años ha sido creciente, resaltando los fondos del mercado de dinero como los de mayor crecimiento. El gráfico 6 muestra la tendencia del activo neto total para cada tipo de fondo, al 31 diciembre de 2019-2020-2021 y al 31 agosto de 2022.

Al 31 de agosto del 2022, los fondos del mercado de dinero administran un activo neto total de ¢2 032 408,99 (miles colones), los fondos de crecimiento ¢128 112,98, los accionarios ¢13 296,66 y de último se encuentran los de ingreso con ¢7 552,16.

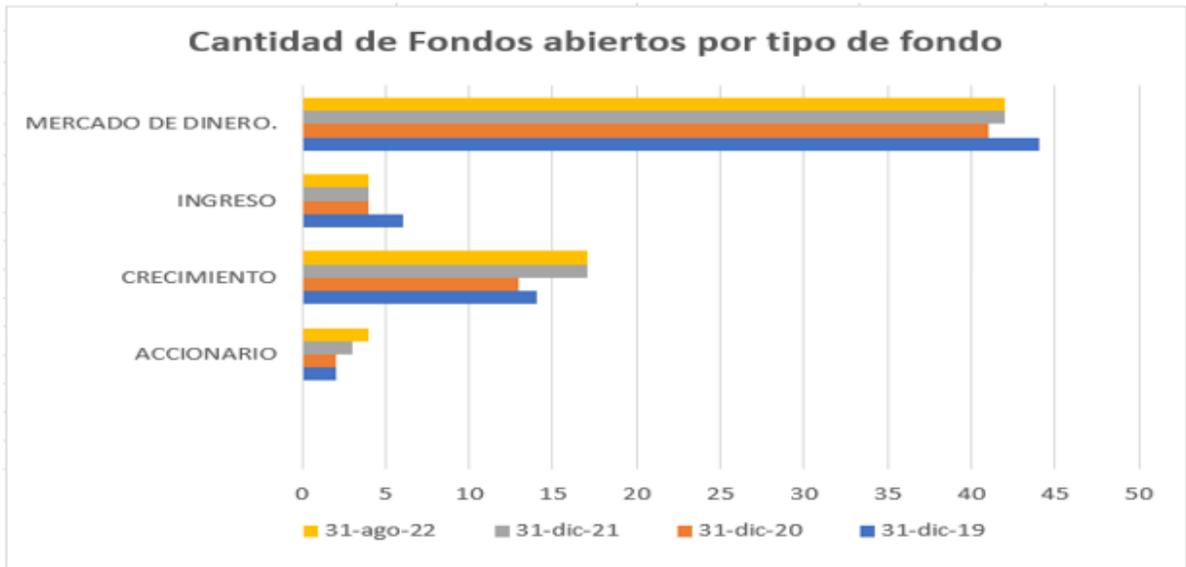
En cuanto a cantidad de fondos activos al 31 agosto de 2022, existen 42 fondos de mercado de dinero, 17 fondos de crecimiento, 9 fondos de ingreso y 4 fondos accionarios (ver Gráfico 7).

Gráfico 6. Activo neto administrado por tipo fondo



*Nota: datos al 31 de agosto de 2022.
Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)*

Gráfico 7. Cantidad de fondos abiertos por tipo de fondo

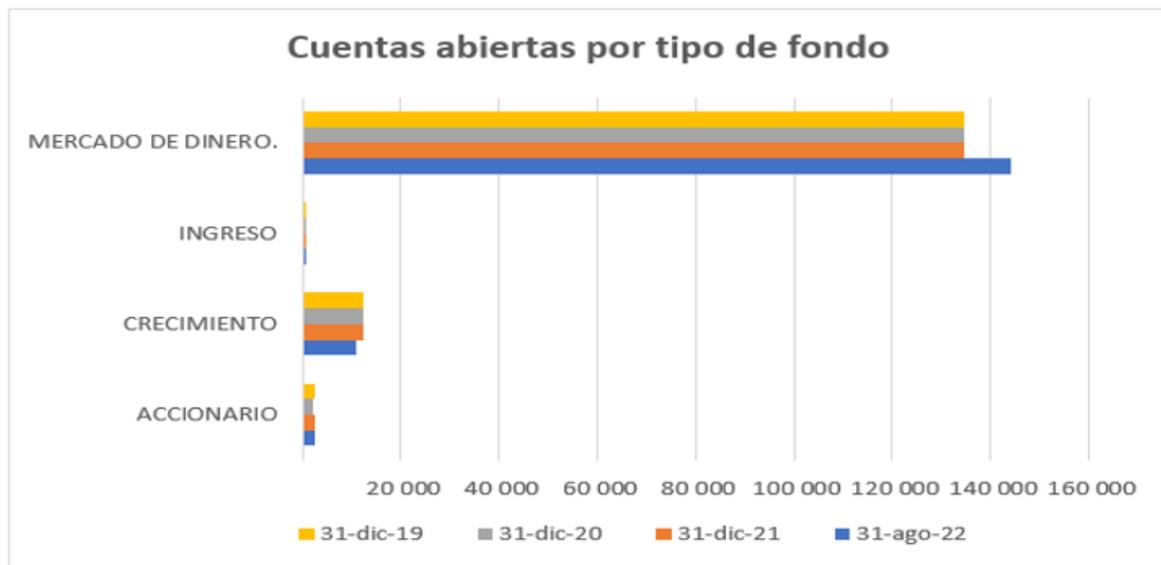


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)

En cuanto a cantidad de cuentas abiertas, al 31 agosto de 2022, los fondos de mercado de dinero administran 144 260, los fondos de crecimiento 11 092, los fondos accionarios 2 668 y los de ingreso 645 cuentas.

Gráfico 8. Cantidad de cuentas abiertas por tipo de fondo



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)

Como se puede observar en la figura 5, basados en los datos de la SUGEVAL (2022), las cuatro sociedades más grandes en activo neto administrado lo concentran en Fondos de Mercado de Dinero.

Figura 5. *Sociedades administradoras de fondos de inversión con el mayor activo neto administrado*

FONDO	BN SAFI	Popular SAFI	BCR SAFI	BAC SAFI
ACCIONARIO	0,00	0,00	0,00	0,00
CRECIMIENTO	91 372 139,30	0,00	0,00	11 499 468,51
INGRESO	0,00	0,00	1 214 499,60	6 337 656,69
MERCADO DE DINERO.	588 564 220,86	428 130 008,90	339 787 880,12	192 932 071,46
Total	679 936 360,16	428 130 008,90	341 002 379,72	210 769 196,66

Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)

Es importante mostrar los principales indicadores financieros de las sociedades administradoras de fondos de inversión, los cuales son relevantes para esta investigación, pues constituyen una herramienta para el análisis de la situación financiera de las sociedades y permite comparar la situación con empresas del mismo sector, en este caso, sociedades administradoras de fondos de inversión.

La misma información se presenta en la figura 6 para una mayor visualización por el tamaño de los datos donde se incluyen siete sociedades y la industria.

Figura 6. Información financiera de la industria de fondos de inversión

INDICADORES FINANCIEROS	BAC SAN JOSE SAFI	BCR SAFI	BCT SAFI	BN SAFI	GENESIS LATAM SAFI	IMPROSA SAFI	INS-INVERSIONES SAFI	INDUSTRIA
INDICADORES DE RENTABILIDAD								
ROE (Utilidad neta acumulada período fiscal / Patrimonio Promedio)	-2,60%	3,32%	-1,81%	5,48%		3,63%	-1,06%	1,29%
ROI (Utilidad neta acumulada período fiscal/Activo total)	-2,53%	2,88%	-1,41%	4,85%		3,41%	-1,04%	1,18%
Margen Utilidad Neta (Utilidad neta/Ingreso total)	-15,67%	12,95%	-7,46%	30,87%		6,90%	-21,24%	7,37%
Margen de Utilidad Operativa (Utilidad de Operación / Ingreso total)	-2,35%	35,36%	9,28%	36,86%		20,61%	-0,59%	22,21%
Margen financiero/Inversiones -Reportos-Obligaciones con entidades	-3,57%	-5,04%	-15,46%	1,70%		-7,94%	-1,94%	-2,29%
INDICADORES DE GESTION								
Gastos de Administración y Operativos/Utilidad Operativa	-28,98	1,56	8,31	1,37		3,69	-67,61	2,75
Ingresos operativos/Ingresos totales	65,77%	90,65%	86,42%	87,34%		96,73%	39,14%	83,22%
Ingresos financieros/Ingresos totales	27,61%	4,49%	7,84%	11,85%		3,27%	41,49%	13,78%
Ingresos por comisiones de los últimos 12 meses/Volumen activos administrados promedio	0,82	0,90	0,78	1,01		1,42	0,94	1,08
Gastos Operativos de los últimos 12 meses/Volumen de Activos Administrados promedio	0,55	0,19	0,30	0,11		0,84	0,38	0,42
Ingresos por comisiones/Gastos de Administración y Operativos	0,96	1,64	1,12	1,73		1,26	0,98	1,36
Gastos Financieros/Pasivo total	2,27	0,20	0,26	0,03		1,09	1,63	0,44
Apalancamiento financiero (# veces) = Pasivo total/Patrimonio	0,03	0,28	0,25	0,15		0,07	0,02	0,10
Ingreso total / Activo total	16,17	22,21	18,94	15,72		49,45	4,89	16,06
INDICADORES DE LIQUIDEZ								
Disponibilidades / Activos (%)	3,32%	7,07%	48,61%	1,69%	9,55%	8,49%	5,55%	6,97%
EBITDA fórmula: (Utilidad neta + gastos por: intereses, impuestos, amortizaciones, depreciaciones, otros gastos y estimaciones)	227 969,78	946 604,63	39 343,18	1 024 057,17		325 620,76	546 544,33	4 827 239,72
EBITDA/Ingresos operacionales	0,53	0,50	0,30	0,59		0,25	1,55	0,48

Figura 6. Información financiera de la industria de fondos de inversión (continuación)

INDICADORES FINANCIEROS	MULTIFONDOS DE COSTA RICA SAFI	MUTUAL SAFI	POPULAR SAFI	PRIVAL SAFI	SAMA SAFI	SCOTIA SAFI	VISTA SAFI	INDUSTRIA
INDICADORES DE RENTABILIDAD								
ROE (Utilidad neta acumulada período fiscal / Patrimonio Promedio)	2,51%	-0,13%	0,05%	7,43%	-2,39%	0,96%	-1,14%	1,29%
ROI (Utilidad neta acumulada período fiscal/Activo total)	2,29%	-0,13%	0,05%	5,02%	-2,14%	0,88%	-0,99%	1,18%
Margen Utilidad Neta (Utilidad neta/Ingreso total)	7,59%	-2,30%	0,53%	11,42%	-31,13%	5,90%	-3,09%	7,37%
Margen de Utilidad Operativa (Utilidad de Operación / Ingreso total)	23,72%	-30,28%	17,01%	26,81%	-4,69%	25,45%	5,04%	22,21%
Margen financiero/Inversiones -Reportos-Obligaciones con entidades	-4,71%	1,60%	-1,70%	-8,00%	-3,92%	-4,15%	-6,23%	-2,29%
INDICADORES DE GESTION								
Gastos de Administración y Operativos/Utilidad Operativa	2,90	-3,07	4,06	2,01	-17,40	1,20	15,64	2,75
Ingresos operativos/Ingresos totales	92,55%	62,64%	86,09%	80,76%	76,97%	56,00%	83,92%	83,22%
Ingresos financieros/Ingresos totales	7,41%	37,33%	13,01%	19,15%	18,74%	42,79%	15,87%	13,78%
Ingresos por comisiones de los últimos 12 meses/Volumen activos administrados promedio	1,62	1,34	0,80	1,45	0,64	1,04	1,21	1,08
Gastos Operativos de los últimos 12 meses/Volumen de Activos Administrados promedio	1,12	0,33	0,12	0,78	0,10	0,23	0,70	0,42
Ingresos por comisiones/Gastos de Administración y Operativos	1,34	0,63	1,24	1,49	0,94	1,83	1,06	1,36
Gastos Financieros/Pasivo total	0,78	0,20	0,38	0,44	0,38	3,88	0,69	0,44
Apalancamiento financiero (# veces) = Pasivo total/Patrimonio	0,09	0,03	0,07	0,42	0,12	0,02	0,13	0,10
Ingreso total / Activo total	30,20	5,50	9,11	43,98	6,86	14,96	31,93	16,06
INDICADORES DE LIQUIDEZ								
Disponibilidades / Activos (%)	8,06%	2,35%	3,06%	28,86%	10,92%	32,16%	16,60%	6,97%
EBITDA fórmula: (Utilidad neta + gastos por: intereses, impuestos, amortizaciones, depreciaciones, otros gastos y estimaciones)	578 590,79	6 469,48	359 983,61	421 674,69	16 641,43	197 913,42	135 826,45	4 827 239,72
EBITDA/Ingresos operacionales	0,34	0,12	0,38	0,57	0,24	1,24	0,25	0,48

Nota: Valores en miles de colones. Datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos la SUGEVAL (2022)

Como se puede observar, se incluyen indicadores de rentabilidad, de gestión y liquidez, los cuales son relevantes porque permiten conocer la situación financiera de estas sociedades y la afectación que podrían enfrentar ante la aparición de una crisis financiera.

4.1.2. Normativa aplicable a los fondos de inversión financieros

Los reglamentos son aprobados por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). Por su parte, los acuerdos son aprobados por la Superintendencia General de Valores y, por lo general, indican aspectos para la implementación de los reglamentos o la ley. El Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece la

normativa aplicable a los fondos de inversión financieros, así como otros acuerdos y reglamentos asociados. El artículo 60 del Acuerdo SUGEVAL 08-09 establece, con relación a la gestión de la liquidez para fondos de inversión abiertos:

Se debe considerar las herramientas y procedimientos necesarios para darle seguimiento a la liquidez de los activos y de los mercados, con el fin de realizar las acciones para garantizar el cumplimiento de las obligaciones de reembolso y pasivos asumidos. (CONASSIF, 2008, art. 60)

En cuanto a gestión de riesgos, el Acuerdo SUGEVAL 11-09 Reglamento sobre Gestión de Riesgos, en su artículo 11Bis, incluye la gestión de al menos los siguientes riesgos para los fondos de inversión, a saber: riesgo crediticio, riesgo de mercado, riesgo de liquidez y riesgo operativo.

4.1.3. Sanas prácticas en la gestión del riesgo sistémico

Como parte de la revisión de las sanas prácticas, se analiza la norma INTE/ISO 31000. Gestión del riesgo. Principios y directrices. Esta norma INTE/ISO 31000:2011 fue aprobada por la Comisión Nacional de Normalización de INTECO en la fecha del 2011-11-04 (INTECO, 2011).

INTECO (2011) recomienda que las organizaciones desarrollen, implementen y mejoren de manera continua un marco de referencia, cuyo objetivo sea integrar el proceso de gestión del riesgo en los procesos de gobernanza, estrategia, planificación, gestión, y de elaboración de informes, así como en las políticas, los valores y en la cultura de toda la entidad.

4.1.4. Cálculo de concentraciones de la cartera de los fondos financieros

Son de suma relevancia los indicadores de alerta temprana como complemento en la gestión de riesgos, entre los que es posible mencionar las concentraciones. En el caso de los fondos de inversión financieros, SUGEVAL pone a disposición la conformación de las carteras de activos de los fondos por instrumento, emisor, clientes y plazo.

El tema de concentración es muy importante por su relación con el riesgo y ante la afectación de uno de los activos, por ejemplo, se tendrá impacto en el resto de ellos. En una cartera de activos, la influencia de cada uno en la cartera total depende del porcentaje que representa cada activo. Singh y Surti (2021) mencionan que:

Además, existen riesgos de contagio a través de los riesgos de concentración, que pueden dar lugar a paradas repentinas desestabilizadoras y reversiones relativamente grandes de los flujos de capital, lo que podría exacerbar las vulnerabilidades preexistentes en las Economías de mercado y en desarrollo (EMED). (p. 7)

La resolución SUGEF-R-0296-2014, en el punto 5, menciona los indicadores de alerta temprana como complemento a la administración del riesgo de liquidez, entre las que incluye las concentraciones e indica algunos criterios de concentración: por tramo de vencimiento, por tipo de moneda, por tipo de instrumento, entre otros (SUGEF, 2014). El Acuerdo SUGEF 41-21 menciona que se consideran operaciones que podrían conllevar riesgos a la solvencia, solidez y estabilidad de las entidades o del sistema financiero, entre las que se puede mencionar (CONASSIF, 2020):

- a) Involucren riesgo para la solidez de una institución financiera o segmento del Sistema Financiero Nacional;
 - b) Comprometan el mantenimiento de la estabilidad del Sistema Financiero Nacional y la prevención de crisis sistémica; (el resaltado no es del original).
- (p.4)

El Departamento de Justicia de los Estados Unidos (2010) menciona el Índice Herfindahl-Hirschman, como una medida de concentración de mercado comúnmente aceptada y se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado de cada empresa que compite en el mercado y luego sumando los números resultantes. Las Agencias, generalmente, clasifican los mercados en tres tipos:

1. Mercados no concentrados: HHI por debajo de 1500
2. Mercados moderadamente concentrados: HHI entre 1500 y 2500
3. Mercados altamente concentrados: HHI por encima de 2500.

4.1.4.1. Concentración por emisor

La concentración por emisor se calcula utilizando el Índice Herfindahl-Hirschman, para todos los fondos financieros de enero a agosto del 2022.

Fondos mercado dinero. En el cálculo, se consideran los 41 fondos del mercado de dinero (colones y dólares), utilizando cifras colonizadas y en millones de colones, para el periodo de enero a agosto 2022. Se incluyen 48 diferentes emisores y se calcula el IHH para cada mes.

Fondos de crecimiento. En el cálculo se consideran los 17 fondos de crecimiento (colones y dólares), utilizando cifras colonizadas y en millones de colones, para el periodo de enero a agosto 2022. Para los fondos de inversión de crecimiento, se incluyen 111 emisores diferentes y se calcula el IHH para cada uno de los meses.

Fondos de ingreso. En el cálculo se consideran los cuadro fondos de ingreso (colones y dólares), utilizando cifras colonizadas y en millones de colones, para el periodo de enero a agosto 2022. En el caso de los fondos de ingreso, el cálculo contempla 45 diferentes emisores que componen las carteras de este tipo de fondos de inversión.

Fondos accionarios. En el cálculo se consideran los nueve fondos accionarios (dólares), utilizando cifras colonizadas y en millones de colones, para el periodo de enero a agosto 2022. En el caso de los fondos accionarios, se incluyen 46 emisores diferentes y se calcula el IHH para cada uno de los meses seleccionados.

4.1.4.2. Concentración por instrumento

La concentración por instrumento se calcula utilizando el Índice Herfindahl-Hirschman, para todos los Fondos Financieros de enero a agosto del 2022. Además, para calcular esta concentración, se utiliza la información disponible en la página de SUGEVAL, la cual incluye los siguientes instrumentos para la cartera de cada uno de los fondos de inversión financieros: renta fija deuda, efectivo, valores de participación fondos abiertos, valores de participación fondos cerrados, renta variable acciones y otros.

4.1.4.3. Concentración por plazo

La concentración por plazo se calcula utilizando el Índice Herfindahl-Hirschman, para todos los fondos financieros de enero a agosto del 2022. Para efectos del cálculo de la concentración por plazo, se utilizan los vencimientos de la cartera que la SUGEVAL emplea:

- Efectivo
- Vencimiento cartera- De 181 a 360 días
- Vencimiento cartera- De 91 a 180 días
- Vencimiento cartera- De 1 a 30 días
- Vencimiento cartera- De 31 a 90 días
- Vencimiento cartera- De 1 a 5 años
- Vencimiento cartera- Más de 5 años
- Valores contenido patrimonial (acciones, fondos de inversión y otros)

4.1.4.4. Concentración por cliente

La concentración por plazo se calcula utilizando el Índice Herfindahl-Hirschman, para todos los fondos financieros de enero a agosto del 2022. Para la concentración de clientes, se toma la cantidad de cuentas abiertas de cada uno de los fondos de inversión por el periodo de tiempo seleccionado para el análisis.

4.2. Interpretación de los resultados

4.2.1. Normativa aplicable a los fondos de inversión financieros

Si bien es cierto, la normativa aplicable a los fondos de inversión incluye el tratamiento de riesgos relevantes, como el de liquidez y de mercado, los cuales están relacionados con el riesgo sistémico, no se cuenta con normativa robusta como en el caso del Sistema Bancario Nacional, donde la SUGEF emite normativa cumpliendo con lineamientos establecidos por la Comisión de Basilea.

Existen situaciones, circunstancias o eventos que pueden suscitarse en el entorno y reducir o limitar el rendimiento y liquidez de los valores, así como traducirse en pérdidas para el inversionista, los cuales dan lugar al riesgo sistémico.

En línea con lo anterior, la SUGEF emite normativa como el Reglamento sobre el indicador de cobertura de liquidez vigente a partir del 30 de agosto del 2013, el SUGEF-R-0296-2014, que establece indicadores de alerta temprana con el propósito de que las entidades supervisadas complementen la administración del riesgo de liquidez (SUGEF, 2014, p.8).

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2013) emite el acuerdo Basilea III: Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez, que constituye una de las reformas esenciales del Comité de Basilea para lograr un sector bancario más resistente: el coeficiente de cobertura de liquidez (LCR).

4.2.2. Sanas prácticas en la gestión del riesgo sistémico

La Norma ISO 31000, en el punto 3, contiene los principios que las organizaciones deberían cumplir en todos sus niveles, para que la gestión del riesgo sea eficaz. Entre los principios que incluye, se puede mencionar:

- d) La gestión del riesgo trata explícitamente la incertidumbre.
- e) La gestión del riesgo es sistemática, estructurada y oportuna.
- j) La gestión del riesgo es dinámica, iterativa, y responde a los cambios: La gestión del riesgo es sensible de manera continuada a los cambios y responde a ellos. Como se producen eventos externos e internos, el contexto y los conocimientos cambian, se realiza el seguimiento y la revisión de riesgos, surgen nuevos riesgos, algunos cambian y otros desaparecen. (INTECO, 2011, punto 3)

Los principios descritos anteriormente poseen características relevantes alineadas con el riesgo sistémico, como lo son que la gestión del riesgo trata la incertidumbre y responde a los cambios, por lo que es importante considerar que ocurren eventos externos e internos que hacen que el contexto cambie y que surjan nuevos riesgos.

En este sentido, cabe mencionar que el establecimiento del contexto es un aspecto relevante. El entorno externo puede incluir: el entorno cultural, social, político, legal, reglamentario, financiero, tecnológico, económico, natural y competitivo; a nivel internacional, nacional, regional o local y el interno puede incluir: la gobernanza, la estructura de la organización, las funciones y la rendición de cuentas; las políticas, los objetivos y las estrategias que se establecen para conseguirlo, entre otros.

La Norma ISO 31000, en el punto 4.5., establece la importancia del seguimiento y revisión del marco de referencia, para lo cual es relevante la medición del desempeño de la gestión del riesgo respecto a los indicadores y revisar periódicamente si el marco de referencia, la política y el plan de gestión del riesgo siguen siendo apropiados, a la vista del contexto interno y externo de la organización (INTECO, 2011).

Lo anterior muestra la necesidad de crear un marco de gestión para el riesgo sistémico que contenga indicadores de alerta temprana, ante los cambios que ocurren en el entorno, así como eventos internos y externos como las crisis financieras.

En el 2021, el personal técnico del Fondo Monetario Internacional emite el artículo titulado *Fondos de Inversión y Estabilidad Financiera* (Singh y Surti, 2021), el cual plantea la preocupación sobre la resiliencia de los fondos de inversión ante los eventos adversos, como la pandemia y su afectación en la gestión de liquidez.

4.2.3. Resultado del cálculo de las concentraciones

La resolución SUGEF-R-0296-2014 menciona sobre la importancia de indicadores de alerta temprana como complemento a la administración del riesgo de liquidez (SUGEF, 2014).

Se realiza el cálculo de las concentraciones por emisor, instrumento, plazo y cantidad de clientes, utilizando el índice Herfindahl-Hirschman, el cual es una medida de concentración de mercado comúnmente aceptada, según el Departamento de Justicia de los Estados Unidos y que consiste en elevar al cuadrado la cuota de mercado de cada empresa que compite en el mercado y luego sumar los números resultantes.

Con base en las clasificaciones de interpretación del resultado de este índice, según las Pautas de Fusión Horizontal del Departamento de Justicia de Estados Unidos (2010), se puede mencionar que existe una alta concentración en los criterios de emisor, instrumento, plazo y en el caso de clientes, también se presenta una moderada o baja concentración en algunos tipos de fondo.

A continuación, se explican y grafican los resultados por criterio analizado. Cabe resaltar que los gráficos que corresponden al resultado del Índice Herfindahl-Hirschman (IHH) muestran una línea de color rojo y verde que indican los niveles de concentración de acuerdo con su resultado: menos de 1 500 (no concentrados), entre 1 500 y 2 500 moderadamente concentrados y por encima de 2 500, altamente concentrados.

4.2.3.1. Concentración por emisor

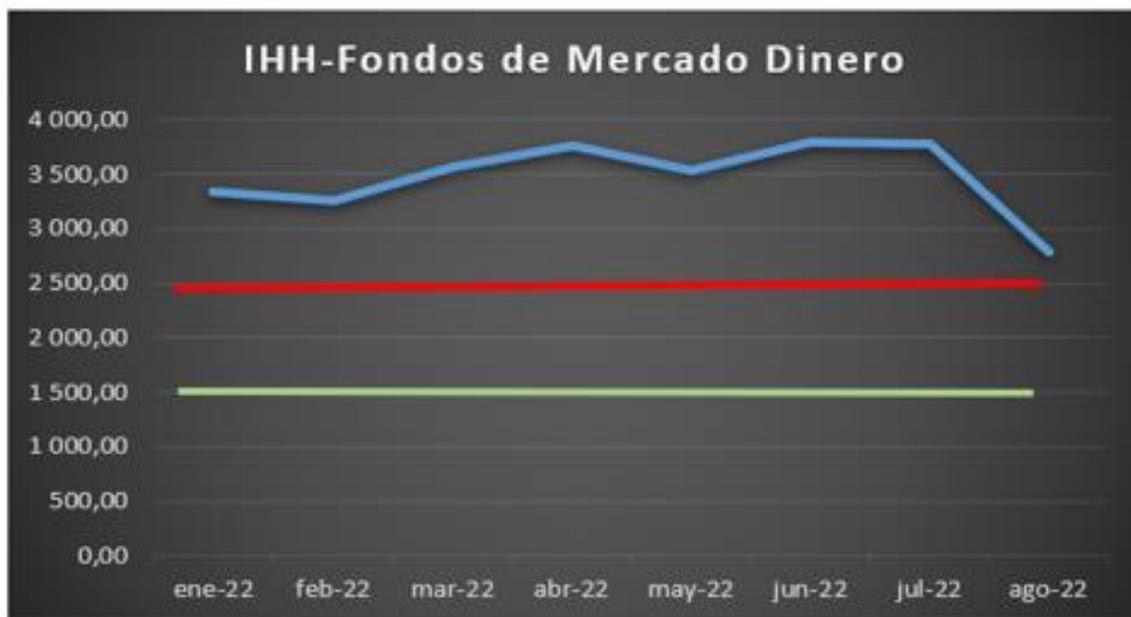
Con respecto a los fondos del mercado de dinero, los fondos de crecimiento y los de ingreso para el periodo comprendido de enero a agosto del 2022, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman indica que, en cuanto a emisores, existe una alta concentración en estos fondos; es decir, concentran sus carteras en emisores del sector público costarricense, donde predomina una alta tenencia del emisor Ministerio de Hacienda. Con respecto al sector público, se incluyen los títulos del Gobierno, Banco Central de Costa Rica, Banco de Costa Rica, Banco Nacional de Costa Rica y Banco Popular de Desarrollo Comunal.

En el punto 4.1 de esta investigación, se grafican los resultados del Índice Herfindahl-Hirschman, donde se muestra la alta concentración que se mantiene en títulos del sector público costarricense.

Con relación a los fondos accionarios, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman muestra una alta concentración en el emisor SCOTIABANK US GRW – IU, el cual pertenece al sector privado. Este tipo de fondos por su objetivo de inversión invierten en acciones, participaciones de fondos cerrados, etc.

Fondos de mercado de dinero:

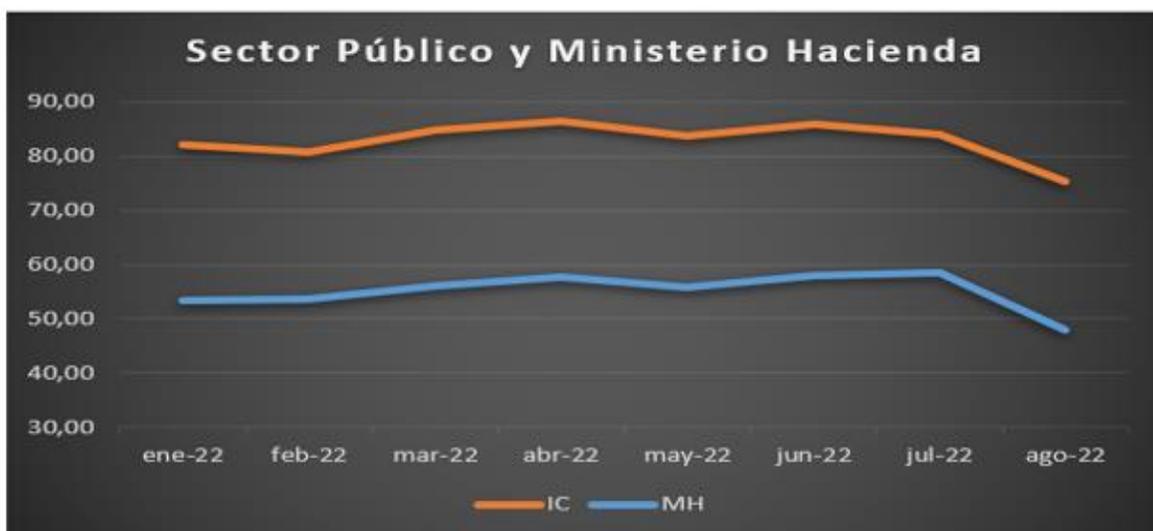
Gráfico 9. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor - Fondos de Mercado de Dinero



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 10. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores - Fondos de Mercado de Dinero

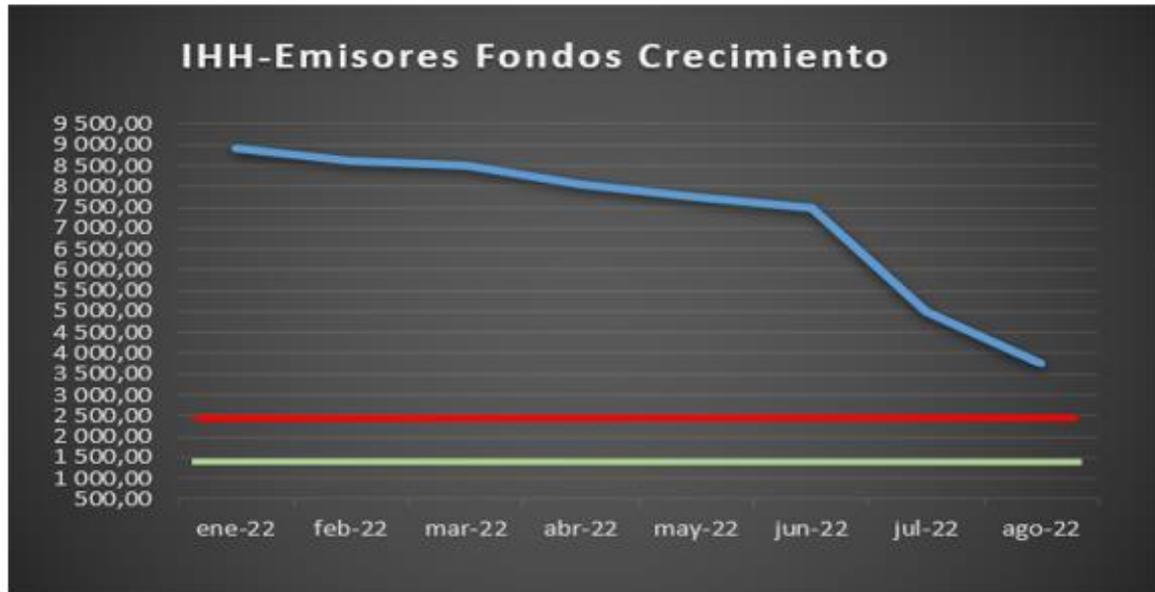


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de crecimiento:

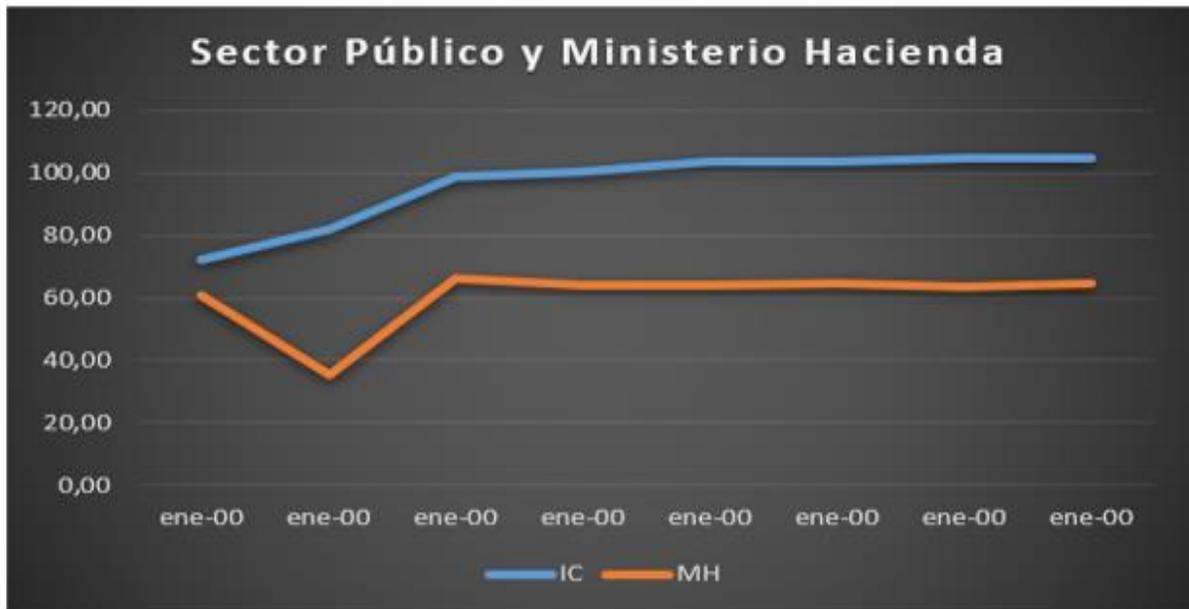
Gráfico 11. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor-Fondos de Crecimiento



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 12. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores - Fondos de Crecimiento

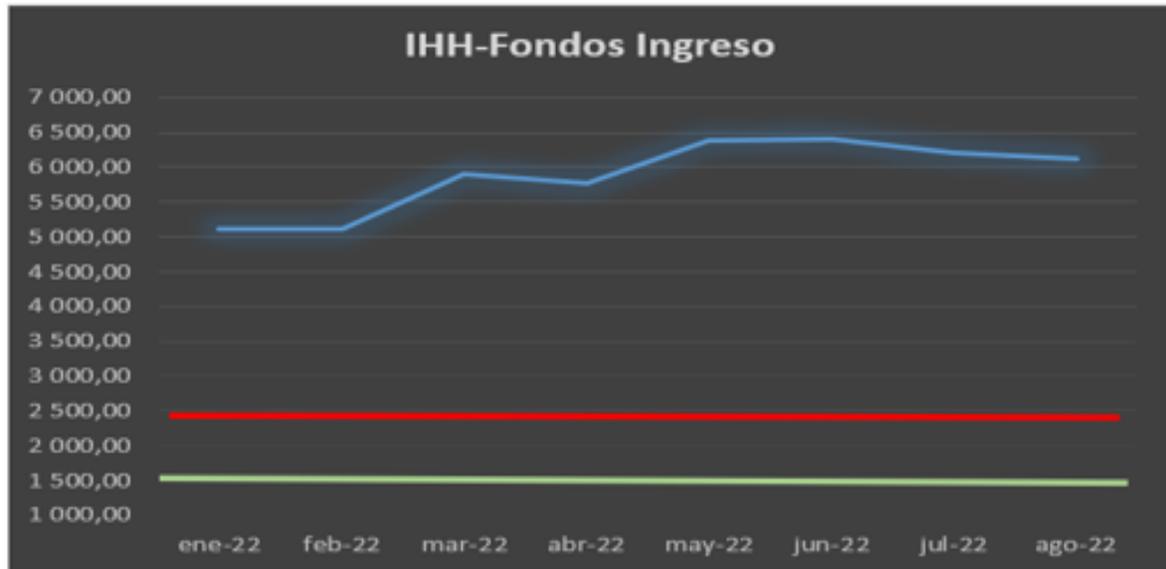


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de ingreso:

Gráfico 13. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor - Fondos de Ingreso



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 14. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores- Fondos de Ingreso

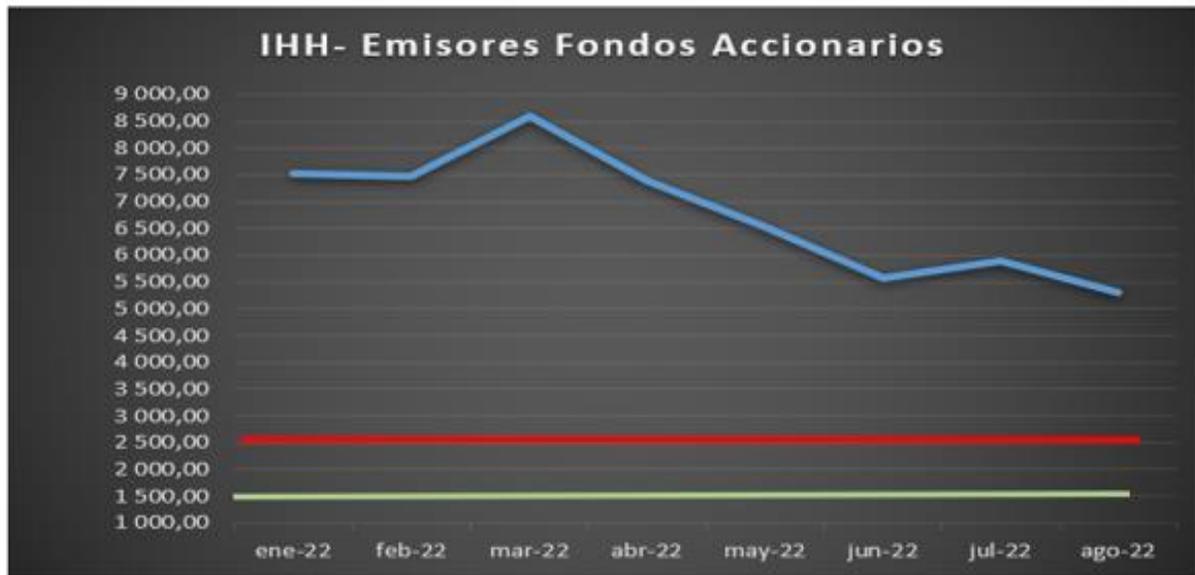


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos accionarios:

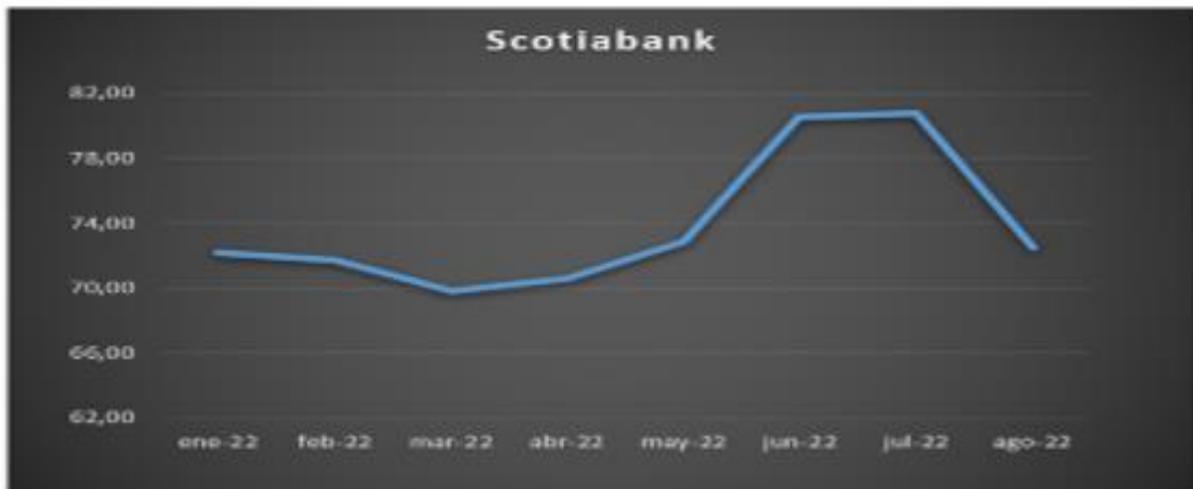
Gráfico 15. Índice Herfindahl-Hirschman por Emisor - Fondos Accionarios



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 16. Índice Herfindahl-Hirschman principales Emisores- Fondos Accionarios



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

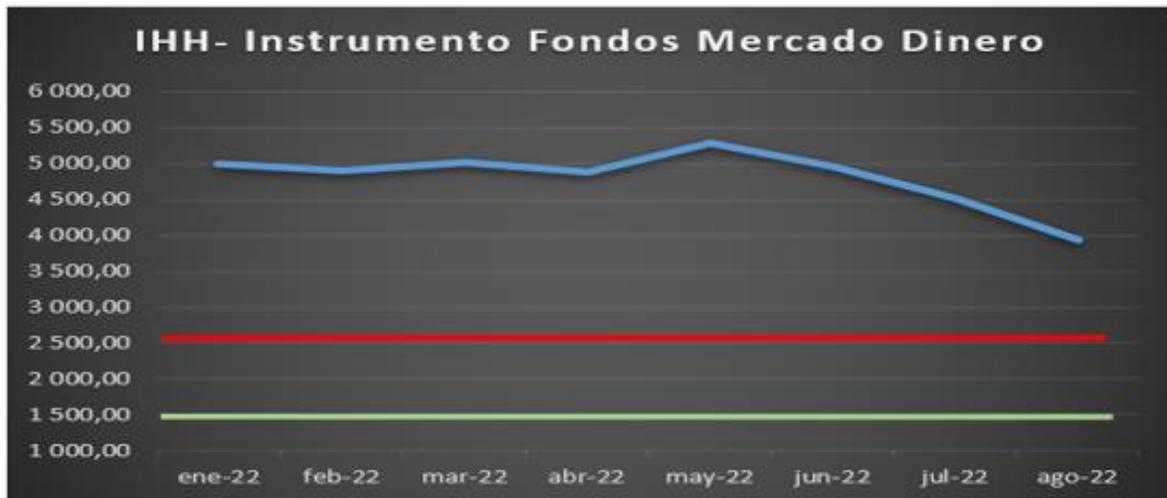
4.2.3.2. Concentración por instrumento

Con respecto a los fondos del mercado de dinero, los fondos de crecimiento y los de ingreso para el periodo comprendido de enero a agosto del 2022, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman indica que estos fondos presentan una alta concentración en títulos de renta fija. Cabe destacar que la concentración está en línea con la de emisores, es decir, las carteras de estos fondos están compuestas por instrumentos de renta fija de sector público costarricense, donde predominan los títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda.

En el caso de los fondos accionarios, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman muestra una alta concentración de la cartera, donde predominan los valores de participación de fondos cerrados.

Fondos de mercado de dinero:

Gráfico 17. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Mercado de Dinero



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 18. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Mercado de Dinero

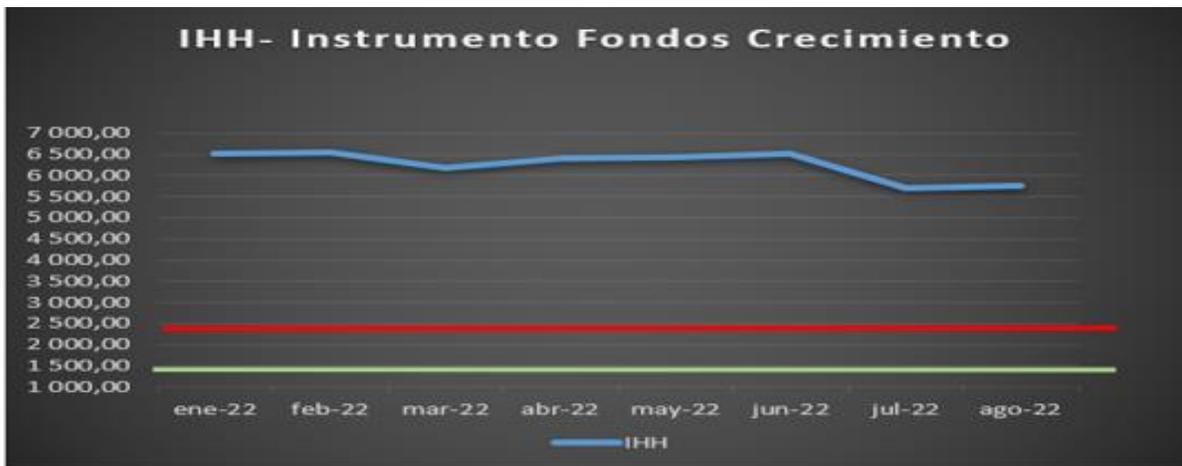


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de crecimiento:

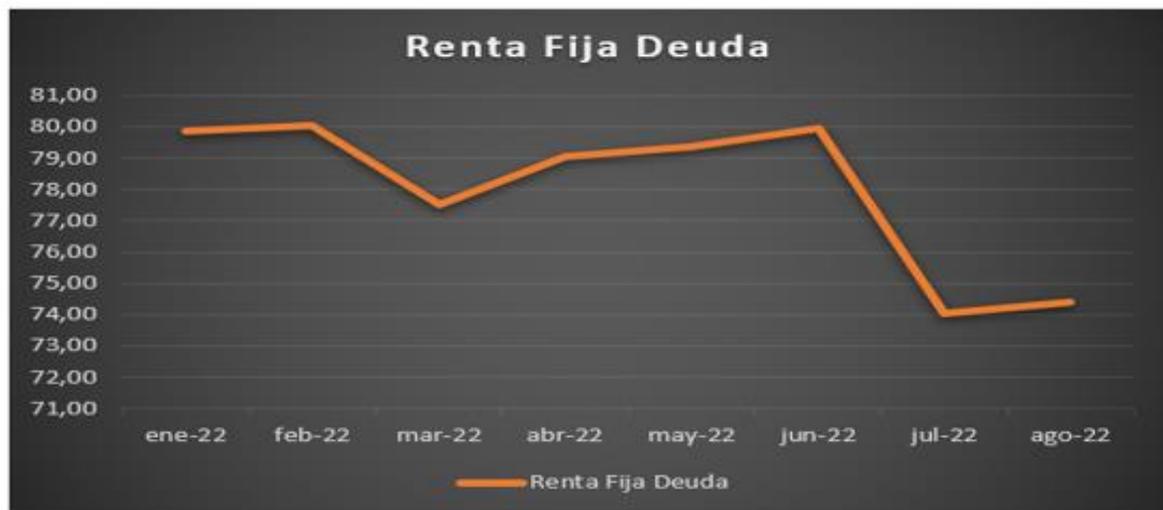
Gráfico 19. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Crecimiento



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 20. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Crecimiento

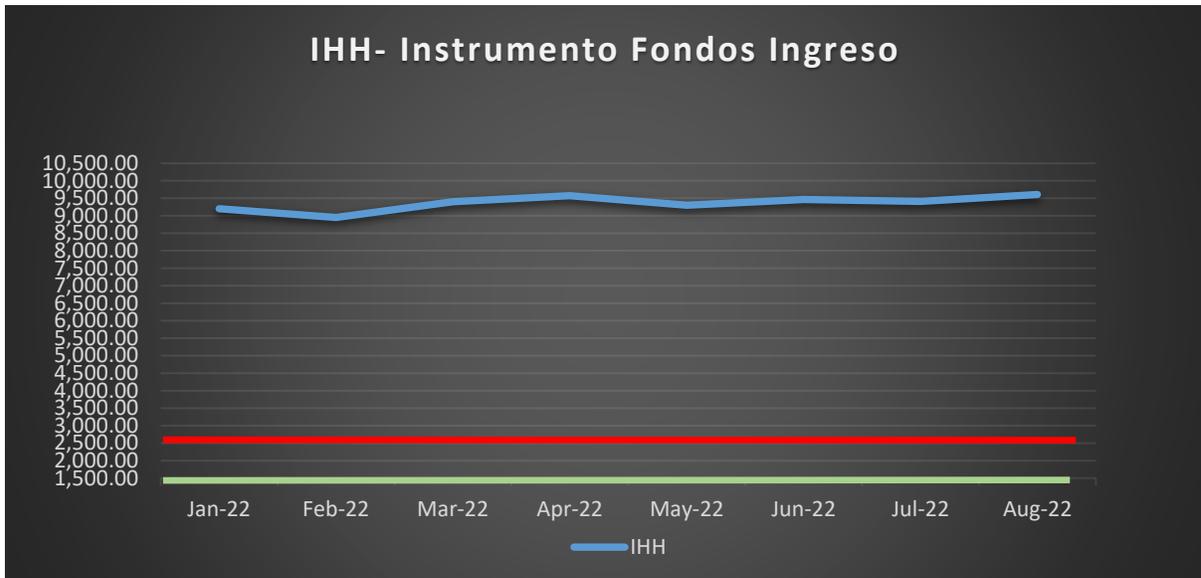


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de ingreso:

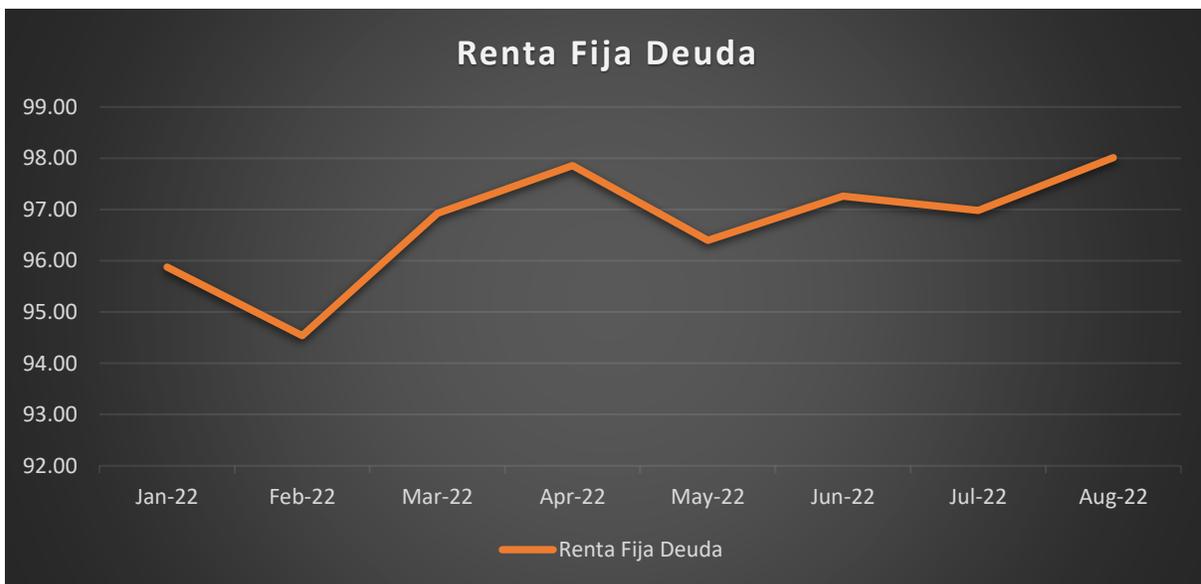
Gráfico 21. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Ingreso.



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 22. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Ingreso.

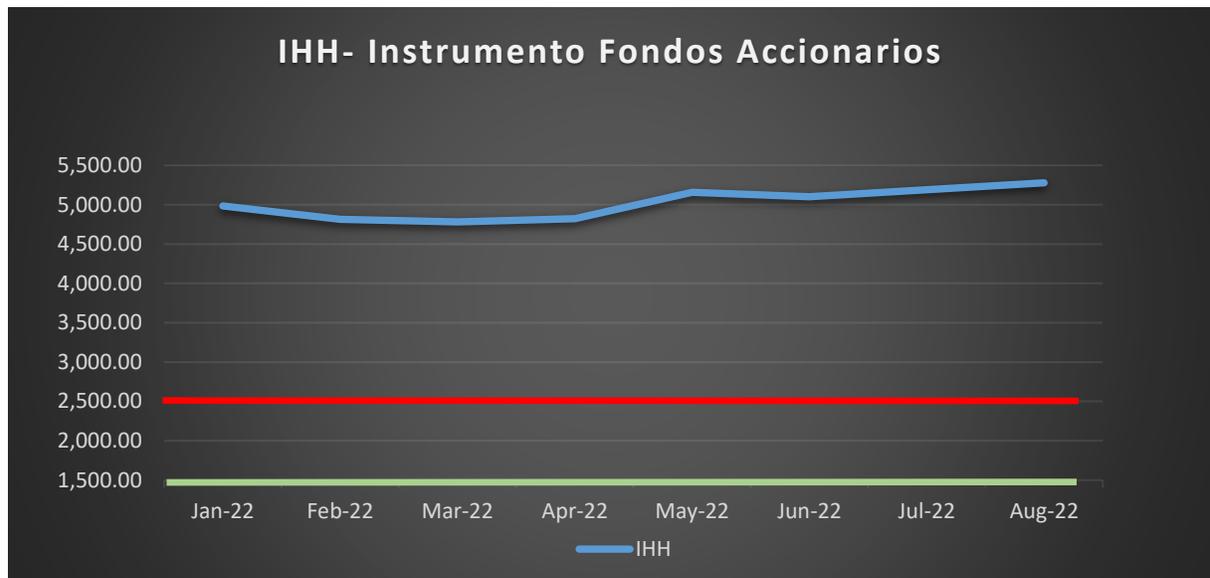


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos accionarios:

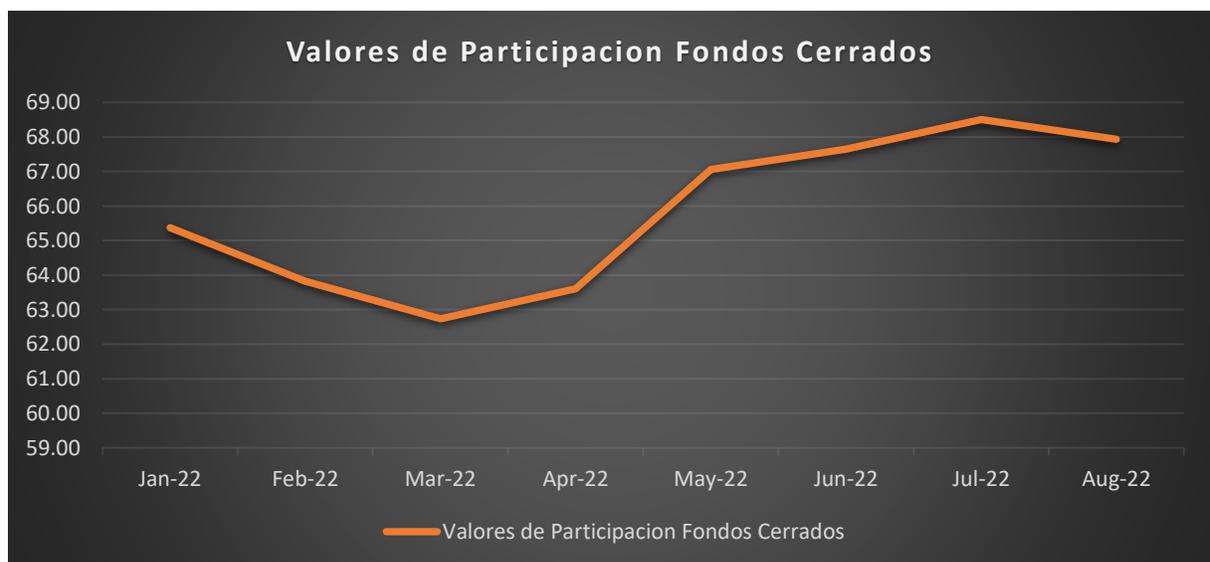
Gráfico 23. Índice Herfindahl-Hirschman por Instrumento- Fondos Accionarios



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 24. Índice Herfindahl-Hirschman principal Instrumento- Fondos Accionarios



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

4.2.3.3. Concentración por cliente

En el caso de los fondos de mercado de dinero, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman muestra una alta concentración en clientes. En este caso, los Fondos BN Superfondo colones, BN Superfondo dólares y BN Fondepósito colones administrados por BN SAFI concentran la mayor cantidad de clientes en este tipo de fondos, con más de 80 000, 11 000 y 10 000 clientes, respectivamente, de los 137 000 aproximadamente activos en toda la industria.

Como se puede observar, se da una alta concentración de clientes, y los tres fondos con mayor cantidad de cuentas abiertas pertenecen a la misma Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.

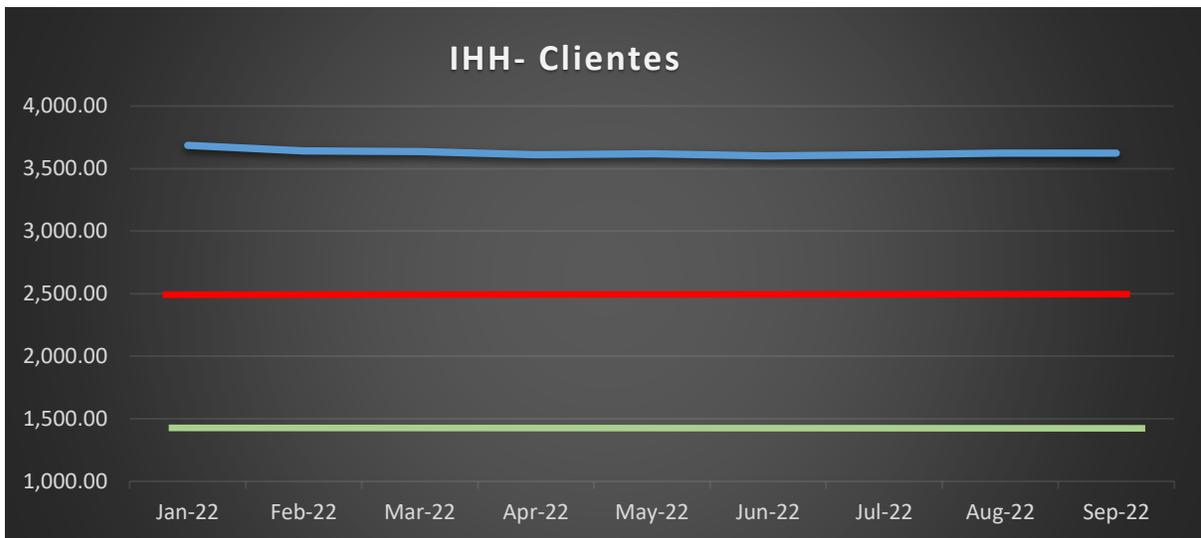
El Índice Herfindahl-Hirschman para los fondos de crecimiento muestra una moderada concentración de clientes. Por su parte, el fondo que concentra la mayor cantidad de clientes es el BN Redifondo Mensual colones administrados por BN SAFI. Es importante mencionar que, a partir de marzo del 2022, este fondo ha disminuido su cantidad de clientes, como resultado del retiro de inversionistas, por la caída en los rendimientos de este fondo. Esto por las minusvalías registradas por la valoración a precios de mercado.

En relación con los fondos de ingreso, el Índice Herfindahl-Hirschman muestra que no existe concentración de clientes, ya que los valores están por debajo de los 1 500 de HHI. Cabe destacar que el fondo que concentra la mayor cantidad de clientes es el Fondo de Inversión Productos Financieros Multifondos.

En el caso de los fondos accionarios, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman muestra una alta concentración de clientes. Existen dos fondos que concentran la mayor cantidad de clientes y son el Fondo de Inversión Scotia Exposición A Acciones Estados Unidos y Fondo Scotia Exposición A Acciones Globales. Cabe destacar que, en este tipo, solo cuatro fondos activos existen, lo que facilita la concentración.

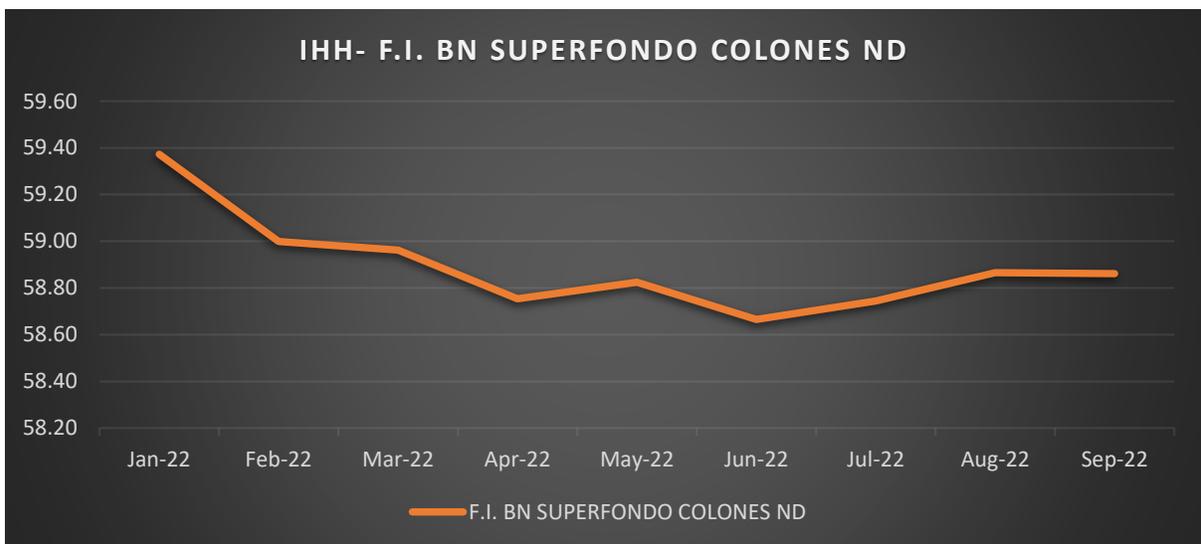
Fondos de mercado de dinero:

Gráfico 25. Índice Herfindahl-Hirschman por clientes- Fondos Mercado Dinero



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 26. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Mercado Dinero



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de crecimiento:

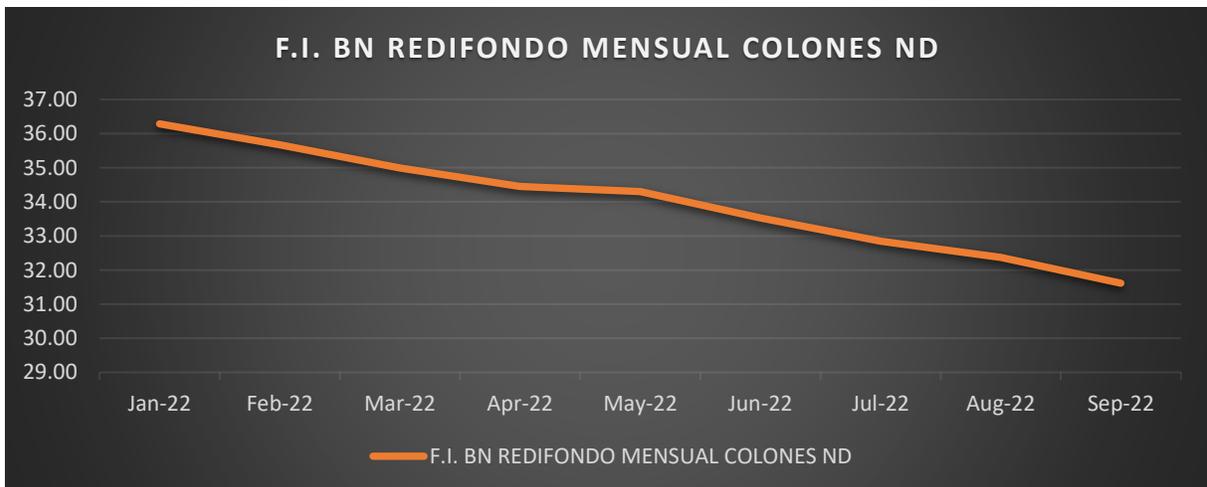
Gráfico 27. Índice Herfindahl-Hirschman por Clientes- Fondos Crecimiento



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 28. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Crecimiento

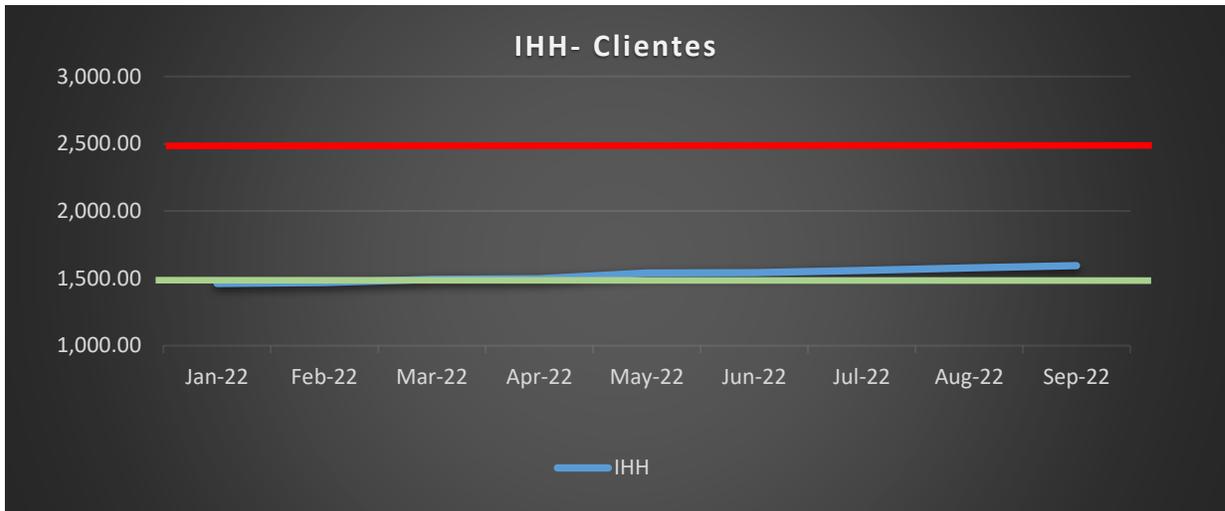


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de ingreso

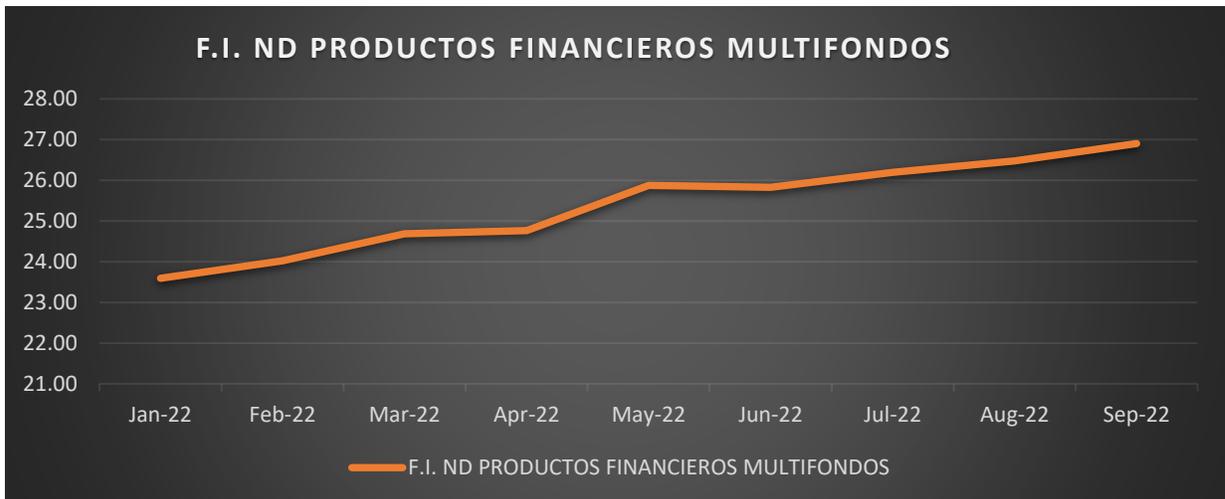
Gráfico 29. Índice Herfindahl-Hirschman por Clientes- Fondos Ingreso



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 30. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Ingreso



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos accionarios:

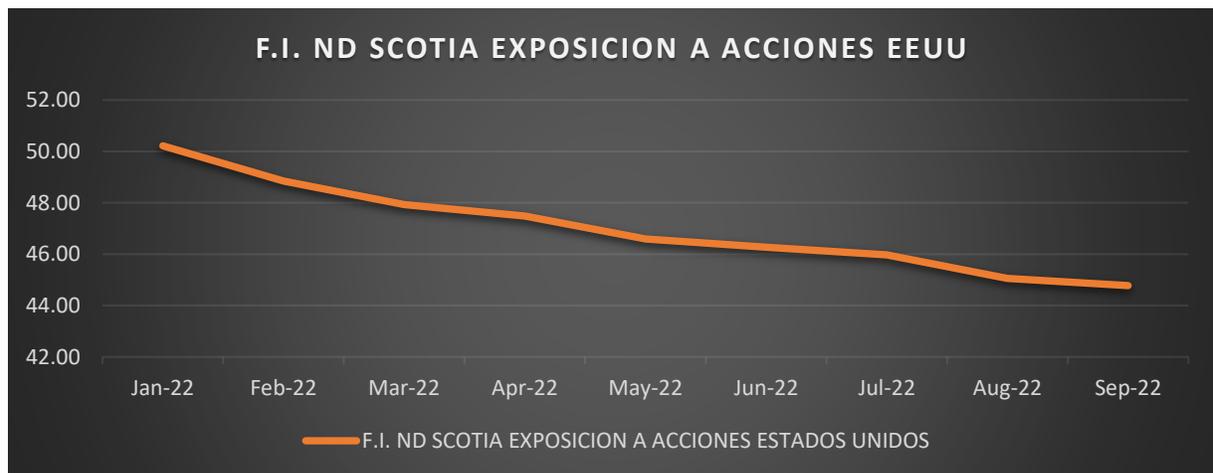
Gráfico 31. Índice Herfindahl-Hirschman por Clientes- Fondos Accionarios



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 32. Índice Herfindahl-Hirschman Fondo con más clientes- Fondos Accionario



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

4.2.3.4. Concentración por plazo

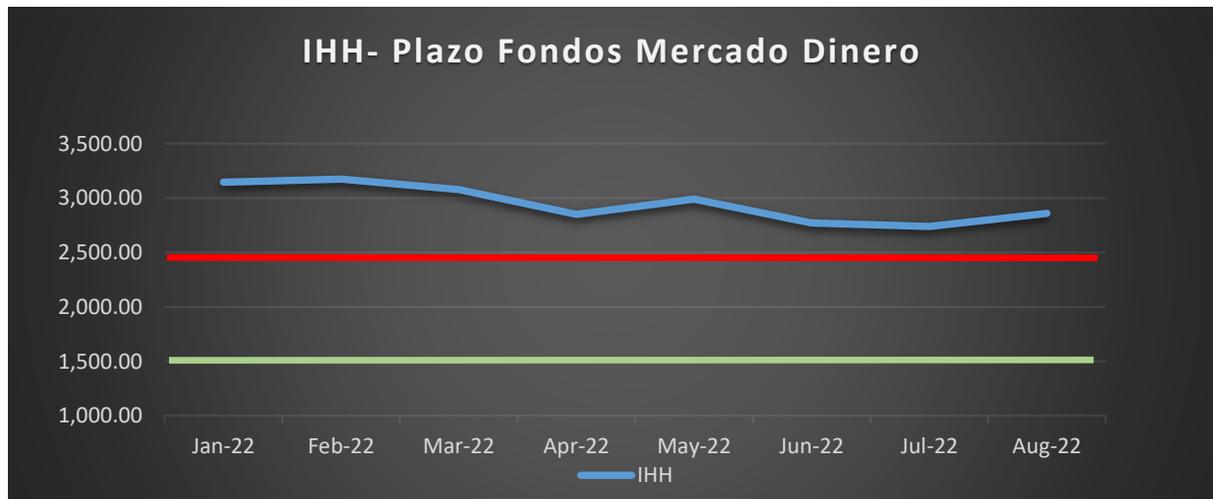
El resultado del Índice Herfindahl-Hirschman para medir la concentración por plazo de los fondos de mercado de dinero presenta una alta concentración en “Efectivo”, el cual se considera un instrumento de mucha liquidez. Este tipo de fondos se caracteriza por ser líquidos, pues su redención es en el corto plazo (t+1), por lo cual deben contar con suficiente liquidez para hacer frente a sus redenciones.

En el caso de los fondos de crecimiento, el resultado del Índice Herfindahl-Hirschman muestra una alta concentración. En línea con su horizonte de inversión, lo cual ocurre por la tenencia de títulos con vencimiento de 1 a 5 años. Por su parte, los fondos de ingreso presentan un Índice Herfindahl-Hirschman altamente concentrado, donde las carteras de este tipo de fondos concentran títulos con vencimiento de 1 a 5 años.

El resultado del Índice Herfindahl-Hirschman para los fondos accionarios muestra una alta concentración, para lo cual predominan los valores de contenido patrimonial (acciones, fondos de inversión y otros), muy en línea con el objetivo de inversión de este tipo de fondos.

Fondos de mercado de dinero:

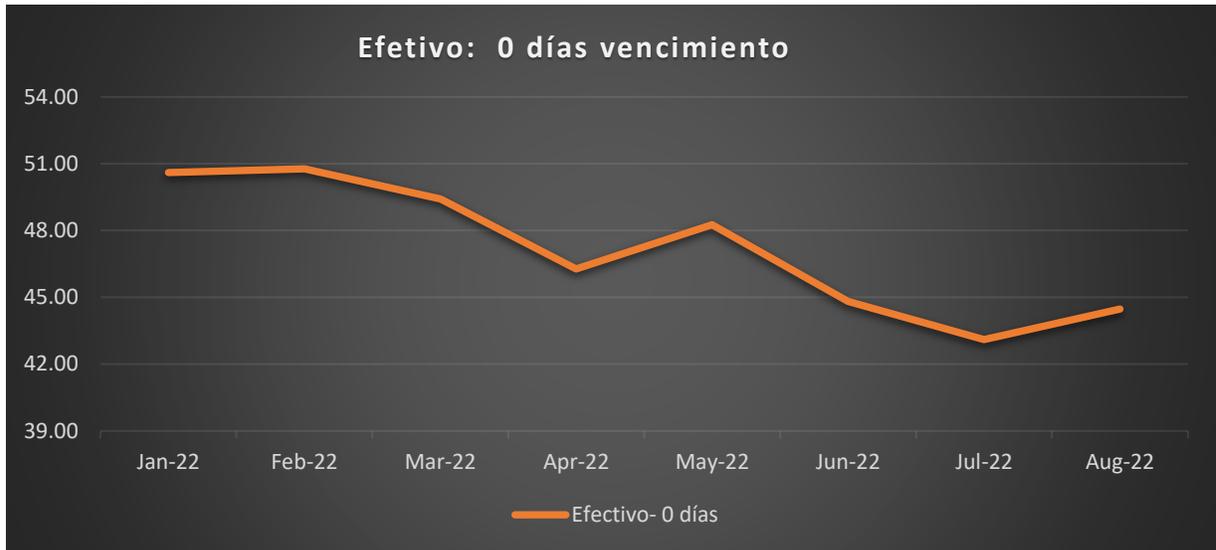
Gráfico 33. Índice Herfindahl-Hirschman por Plazo- Fondos Mercado de Dinero



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 34. Índice Herfindahl-Hirschman Plazo más concentrado-Fondos Mercado de Dinero

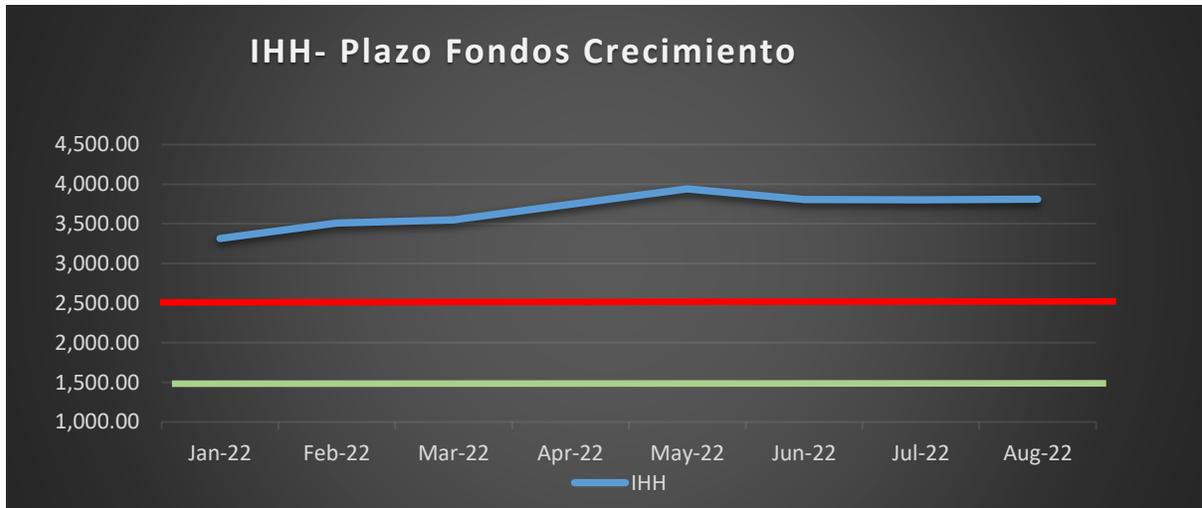


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de crecimiento:

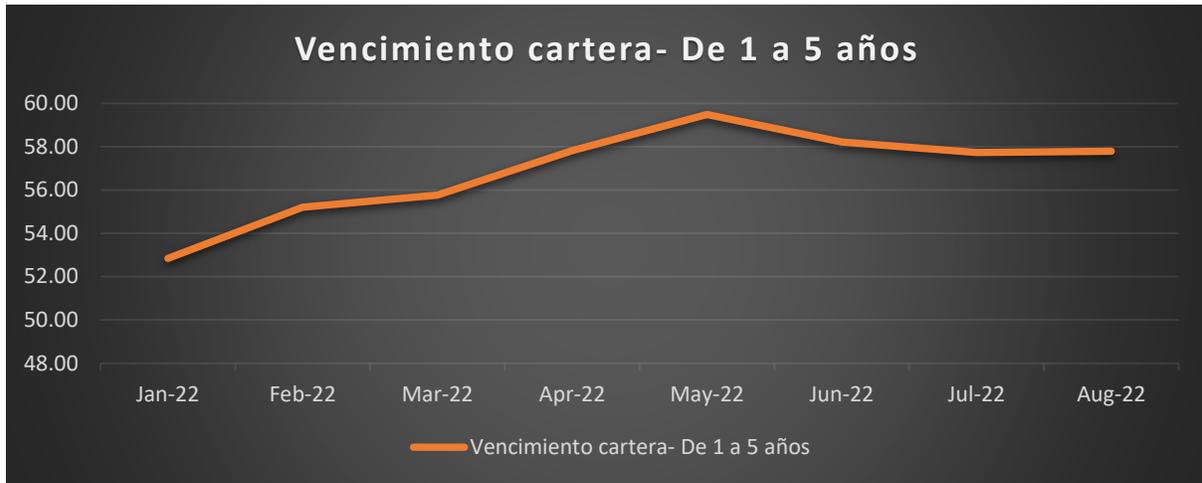
Gráfico 35. Índice Herfindahl-Hirschman por Plazo-Fondos Crecimiento



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Gráfico 36. Índice Herfindahl-Hirschman Plazo más concentrado- Fondos Crecimiento

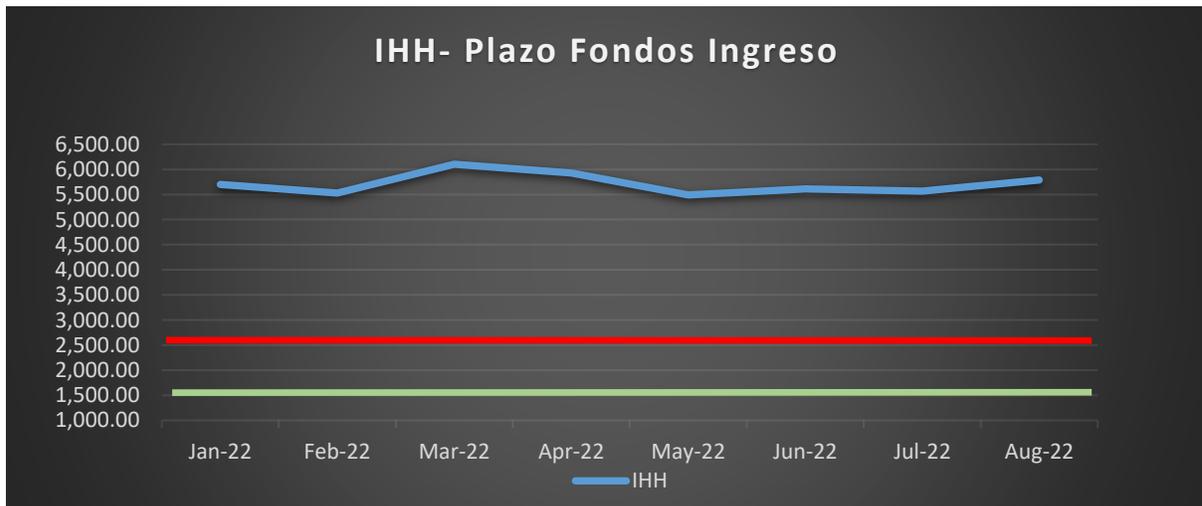


Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

Fondos de ingreso:

Gráfico 37. Índice Herfindahl-Hirschman por Plazo- Fondos Ingreso



Nota: datos al 31 de agosto de 2022.

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la SUGEVAL (2022).

4.2.4. Resultado de la entrevista aplicada a especialistas en fondos de inversión, gestión de riesgos, etc.

La entrevista fue aplicada al gerente general y al gestor de Portafolios de la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión del Banco Nacional, así como al director de Riesgos de Mercado del Banco Nacional de Costa Rica, es decir, la entrevista se dirige a cuatro funcionarios expertos en temas de Fondos de Inversión y Riesgos, de las dos entidades financieras más grandes de Costa Rica: Banco Nacional de Costa Rica y Banco de Costa Rica. Se recibe respuesta de tres de las personas consultadas.

Pregunta 1. ¿Considera importante que las entidades financieras se preparen ante el riesgo sistémico, de acuerdo con las tendencias globales en materia de riesgos?

Respuesta 1. Por supuesto que es necesario tomar en cuenta este riesgo poco diversificable en el control, cuantificación y monitoreo de riesgos. No obstante, debe tenerse el debido cuidado de que los reguladores locales “tropicalicen” estos estándares a la realidad nacional y no sean simples “copy-paste” de normativas de naciones desarrolladas, con realidades país y de mercado muy diferentes a la costarricense.

Respuesta 2. Es indispensable prepararse para anticiparse a una materialización de riesgos sistémicos. Si bien, en muchas ocasiones es imposible administrar un riesgo sistémico, es posible tomar posiciones preventivas, por ejemplo, reducir duraciones, aumentar la liquidez, entre otros.

Respuesta 3. Es muy importante que las entidades financieras incluyan la gestión de riesgos sistémicos dentro de los parámetros normales de administración de los portafolios de inversión. Este es un “riesgo silencioso” que se materializa en los peores momentos, cuando no se puede hacer nada.

Pregunta 2. ¿Es suficiente la normativa implementada por el ente regulador para gestionar el riesgo sistémico en la industria de los fondos de inversión financieros, en virtud de las crisis financieras y eventos no controlables que afectan la estabilidad financiera, de acuerdo con las sanas prácticas globales?

Respuesta 1. Me parece que no, porque, de hecho, no conozco que la SUGEVAL posea requerimientos regulatorios en cuanto al riesgo sistémico. SUGEF sí incluyó recientemente un nuevo apartado de riesgos para que los bancos cuantifiquen dicho riesgo en función de su naturaleza y calculen un requerimiento de capital por riesgo sistémico.

Respuesta 2. Considero que la normativa es casi nula en aspectos de riesgo sistémico. En el caso de los Fondos de Inversión, se hacen revelaciones generales en el apartado de riesgos y ciertamente, ante ciertos eventos, el regulador ha tomado medidas como fue con el caso de la pandemia ocasionada por el virus SARS-Cov-2.

No obstante, sobre eventos tan importantes como los incrementos “violentos” en las tasas de interés tanto locales como internacionales, el conflicto Ucrania-Rusia, propuestas de administrar mediante una caja única en el BCCR la liquidez de ciertas entidades públicas, el regulador no se ha referido, ni siquiera ha consultado a los operadores si han valorado los riesgos emergentes de esos eventos.

Respuesta 3. En mi opinión, la normativa existente es suficiente, mas no es inteligente. Me parece que es excesiva y aborda temas mal conceptualizados. Por ejemplo, la forma en que está forzando el registro de las pérdidas crediticias esperadas en activos registrados a costo amortizado en lugar de proteger el patrimonio de los inversionistas, más bien lo lesiona.

Pregunta 3. ¿Qué indicadores de alerta y gestión considera que pueden contribuir con la gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión financieros?

Respuesta 1. Eventualmente sea importante tomar en cuenta el tamaño de la SAFI en el mercado, la concentración de inversiones en emisores específicos, el tamaño del sistema (alto número de participantes o no), el nivel de interconexión entre los participantes, el nivel de dependencia de unos participantes en el sistema, con respecto a otros; así como la velocidad de contagio o repercusión de los efectos de la ocurrencia de cualquier evento.

Respuesta 2. Me parece que pueden hacerse dos cosas:

a. Puede construirse una matriz o mapa de calor con los eventos identificados, correr una encuesta entre los participantes donde se evalúe el impacto y su probabilidad de ocurrencia y con base en ello construir un mapa de calor o una matriz de riesgos.

b. Manejar una lista de parámetros macroeconómicos y otros, que se calculen con la mayor periodicidad, tales como inflación, tasa básica pasiva, tasa de política monetaria, etc. y cuando se presenten variaciones superiores a una cantidad x de desviaciones estándar, se activen mecanismos que conlleven a consultar a las participaciones cómo van a enfrentar los cambios que se están presentando, identificados mediante el cambio relativo según una metodología de este tipo o similar.

Respuesta 3. La utilización de límites a la exposición de riesgo de mercado. La gestión de carteras bajo objetivos de duración congruentes con la conducta de permanencia y horizonte de inversión que se ofrece. Sobre todo, mejorar los indicadores de concentración de inversionistas.

Pregunta 4. ¿Son suficientes los requerimientos de capital establecidos para las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, en el Reglamento de Gestión de Riesgo, para garantizar la estabilidad financiera? ¿Considera importante incluir el requerimiento de capital por riesgo sistémico?

Respuesta 1. Como mencioné en la pregunta 1 y 2, desconozco que SUGEVAL haya establecido requerimientos de capital de riesgo sistémico, donde se me hace evidente la necesidad de alineamiento regulatorio con SUGEF en este sentido y que se implemente este cálculo y monitoreos normativos.

Respuesta 2. No son suficientes los requerimientos de capital, pero es importante anotar que nunca lo serán, dado que normalmente el tamaño de la gestora es muy pequeño con relación al tamaño de los fondos administrados. Considero que la estabilidad no vendría por el lado de más capital, sino mediante la adopción de estrategias para enfrentar, hasta donde sea posible, la materialización de riesgos sistémicos.

Respuesta 3. Sí es suficiente. Los Fondos de Inversión son patrimonios separados de las Sociedades Administradoras, de manera que la prevención del riesgo sistémico se debe enforzar en la gestión de activos de las carteras.

Pregunta 5. ¿Cree que es suficiente el involucramiento del BCCR y el Ente Regulador ante eventos de crisis que afecten a los fondos de inversión financieros y, por tanto, se tomen decisiones conjuntas que contribuyan con la estabilidad financiera?

Respuesta 1. Actualmente, existe un informe que elabora el área de Estabilidad Financiera del BCCR, que intenta capturar, entre otros elementos, el tema de riesgo sistémico de diferentes industrias del sector financiero costarricense. No obstante, como mencioné, no tengo claro el involucramiento y definición de líneas claras por parte de SUGEVAL para el riesgo sistémico.

Respuesta 2. No es suficiente, de hecho, el BCCR prácticamente no se involucra y tal vez convenga que se mantenga así, y más bien sea el CONASSIF quien se involucre en forma más decidida junto con el ente regulador. En el CONASSIF participa el presidente del Banco Central, con lo cual dicho ente participa de las decisiones que ahí se tomen. Se ha notado que el BCCR ha puesto su mayor interés en los Bancos y no en los otros participantes, posiblemente por razones históricas. Ciertamente la participación del presidente del BCCR en el CONASSIF, debería favorecer que las decisiones que se tomen contribuyan a la estabilidad de todo el sistema financiero.

Respuesta 3. Considero que no es suficiente. Su involucramiento se debe enfocar en facilitar a los intermediarios el acceso a las herramientas que permiten atender las crisis. Incluso activar las facilidades como medidas preventivas en casos en que se identifica una debilidad del Sistema.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1. Conclusiones

En este capítulo, se presentan las conclusiones que resultaron de la investigación, de acuerdo con los análisis realizados en el capítulo anterior, donde se procesa información revisada y obtenida por medio de la aplicación de una entrevista a funcionarios expertos en fondos de inversión y gestión de riesgos. Cabe destacar que las conclusiones se presentan de acuerdo con los temas de análisis desarrollados en la investigación, los cuales responden a los objetivos específicos.

1. Los fondos de inversión financieros poseen características que se establecen en la normativa que los regula, como el concepto, tipos de fondos, participaciones, suscripción y reembolso de participaciones, endeudamiento, número mínimo de inversionistas, activos autorizados, entre otros. Cabe destacar que el prospecto del fondo reúne las cualidades del producto y toda la información relevante como políticas de inversión y riesgos asociados.
2. Existe normativa que regula el funcionamiento de los fondos de inversión en Costa Rica. Los reglamentos son aprobados por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). Además, los acuerdos son aprobados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y, por lo general, indican aspectos para la implementación de los reglamentos o la ley.
3. Los fondos de inversión financieros han venido ganando popularidad, lo cual evidencia su creciente participación en el mercado financiero, tanto en el saldo de activo neto como en número de inversionistas. Al 31 de agosto de 2022, en Costa Rica, los fondos financieros son administrados por 12 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI). Se administra un activo neto total de ₡ 2 181 370 774,77 (miles colones) y 158 665 cuentas abiertas.
4. Las seis sociedades administradoras que presentan la mayor participación en el activo neto total administrado en fondos financieros al 31 de agosto 2022 son: BN SAFI con un 31.17%, Popular SAFI el 19.63%, BCR SAFI el 15.63% y BAC SAFI

9.66%, las cuales concentran el 76.09% y el restante 23.91% está distribuido en las otras ocho sociedades de fondos de inversión.

5. El riesgo sistémico toma relevancia ante las crisis de las últimas décadas, lo cual confirman Singh y Surti (2021) del Fondo Monetario Internacional, donde plantean la preocupación sobre la resiliencia de los fondos de inversión ante los eventos adversos como la pandemia y su afectación en la gestión de liquidez.

De acuerdo con el criterio de los expertos consultados, es importante incluir este riesgo poco diversificable en el control, cuantificación y monitoreo de riesgos. También es indispensable prepararse para anticiparse a una materialización de riesgos sistémicos. Si bien, en muchas ocasiones es imposible administrar un riesgo sistémico, es posible tomar posiciones preventivas, por ejemplo, reducir duraciones, aumentar la liquidez, entre otros. Las entidades financieras deben considerarlo dentro de los parámetros normales de administración de los portafolios de inversión, ya que es un “riesgo silencioso” que se materializa en los peores momentos, cuando no se puede hacer nada.

6. Es importante mencionar que, luego de la crisis financiera en los Estados Unidos, el 15 de julio de 2010 el Congreso americano dio luz verde a la mayor reforma en materia financiera desde los años 30, a través de la *Ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Entre los principales puntos de esta reforma, se mencionan los siguientes: mayores requerimientos de capital para las instituciones financieras, requerimientos de liquidez más fuertes para las instituciones financieras, un mayor foco en riesgos sistémicos, regulación más fuerte de las instituciones sistémicamente importantes, “Autoridad de resolución” expandida para que los reguladores puedan controlar instituciones financieras en problemas, una consolidación modesta de las funciones regulatorias y mayor coordinación internacional.
7. En materia de riesgos, el Acuerdo SUGEVAL 11-09 brinda los lineamientos para una adecuada gestión del riesgo de la entidad. La norma citada menciona en el artículo 11 Bis, que se deben gestionar al menos los riesgos crediticio, mercado, liquidez y operativo. No obstante, para los fondos de inversión financieros, no se

cuenta con normativa suficiente para gestionar el riesgo sistémico, en virtud de las crisis financieras y eventos no controlables que han ocurrido en las últimas décadas y que pueden afectar la estabilidad financiera.

De acuerdo con el criterio de los expertos consultados, la normativa es casi nula en aspectos de riesgo sistémico. En el caso de los fondos de inversión, se hacen revelaciones generales en el apartado de riesgos y el regulador ha tomado medidas ante ciertos eventos, como fue con el caso de la pandemia. No obstante, sobre eventos tan importantes como los incrementos “violentos” en las tasas de interés tanto locales como internacionales, el conflicto Ucrania-Rusia, el regulador no se ha referido sobre propuestas como administrar mediante una caja única en el BCCR la liquidez de ciertas entidades públicas, ni siquiera ha consultado a los operadores, si han valorado los riesgos emergentes de esos eventos.

Manifiestan que, caso contrario ocurre con SUGEF, la cual sí incluyó recientemente un nuevo apartado de riesgos para que los bancos cuantifiquen el riesgo sistémico en función de su naturaleza y que se calcule un requerimiento de capital por riesgo sistémico, lo cual se incorpora en la Reforma Acuerdo SUGEF 3-06, en el artículo 68. Estas disposiciones estarán vigentes a partir del 1° de enero de 2025.

Otro aspecto que mencionan es que la normativa existente es excesiva y aborda temas mal conceptualizados. Por ejemplo, la forma en que está forzando el registro de las pérdidas crediticias esperadas en activos registrados a costo amortizado, en lugar de proteger el patrimonio de los inversionistas, más bien lo lesiona.

8. La mayoría de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión atienden la normativa que se ha establecido en materia de riesgos (liquidez, mercado, etc.), sin embargo, no cuentan con normativa interna ni indicadores de gestión para el riesgo sistémico, con lo cual, prevenir que la aparición de crisis financieras provoquen una afectación financiera con eventuales resultados negativos para los fondos de inversión y en perjuicio de los inversionistas.

9. Las investigaciones revisadas demuestran que el riesgo sistémico ha sido de especial atención para el sector bancario, no así para los fondos de inversión, a pesar del creciente aumento en activos administrados a nivel mundial.

Tomando en cuenta que la mayoría de trabajos de riesgo sistémico se enfocan en el sector bancario, varios estudios de las vulnerabilidades de los fondos de inversión se basan en adaptar estas metodologías al contexto de la industria de los fondos, según Rendón (2021).

10. Existen requerimientos de capital para SAFI establecidos en el Reglamento de Gestión de Riesgo. No obstante, surge la interrogante sobre si son suficientes para garantizar la estabilidad financiera y si se considera importante incluir el requerimiento de capital por riesgo sistémico.

De acuerdo con el criterio de los expertos, los requerimientos de capital no son suficientes, pero consideran que nunca lo serán, dado que normalmente el tamaño de la gestora es muy pequeño con relación al tamaño de los fondos administrados, por lo que la estabilidad no vendría por el lado de más capital, sino mediante la adopción de estrategias para enfrentar, hasta donde sea posible, la materialización de riesgos sistémicos. Además, la prevención del riesgo sistémico se debe enforzar en la gestión de activos de las carteras. Así mismo, se hace evidente la necesidad de un alineamiento regulatorio con SUGEF en este sentido y que se implemente este cálculo y monitoreos normativos.

11. Con respecto a las sanas prácticas, cabe destacar que la norma INTE/ISO 31000 se puede aplicar a cualquier tipo de riesgo e incluye principios para la gestión del riesgo, que incorporan aspectos como la incertidumbre, la respuesta a los cambios, los eventos externos e internos que cambian el contexto y la aparición de nuevos riesgos.

12. Se determinan las concentraciones del mercado de fondos de inversión por los criterios de emisor, instrumento, plazo y cantidad de inversionistas, utilizando el Índice Herfindahl-Hirschman, y se concluye lo siguiente:

- Existe una alta concentración por emisor e instrumento en los fondos del mercado de dinero, crecimiento e ingreso para el periodo comprendido de enero a agosto del 2022, en emisores del sector público costarricense, así como en instrumentos de renta fija, donde predomina una alta tenencia del emisor Ministerio de Hacienda. En relación con los fondos accionarios, se da una alta concentración en el emisor SCOTIABANK US GRW – IU, el cual pertenece al sector privado y en el instrumento valores de participación de fondos cerrados.
- Con respecto a la concentración por plazo, los fondos de mercado de dinero presentan una alta concentración en “Efectivo” en línea con su objetivo de inversión u su plazo de redención (t+1); por lo cual es relevante contar con niveles suficientes de liquidez. En el caso de los fondos de crecimiento e ingreso, presentan una alta concentración en títulos con vencimiento de 1 a 5 años.
- En lo que respecta a la concentración de clientes, los fondos de mercado de dinero muestran una alta concentración en clientes. En este caso, la mayor cantidad de clientes la concentran tres fondos administrados por BN SAFI. Los fondos de crecimiento muestran una moderada concentración de clientes y con respecto a los fondos de ingreso, no existe concentración de clientes, ya que los valores están por debajo de los 1 500 HHI. En el caso de los fondos accionarios, muestran una alta concentración de clientes, en los Fondo de Inversión Scotia Exposición A Acciones Estados Unidos y Fondo Scotia Exposición A Acciones Globales.

13. El ente regulador incluye, como parte de la normativa, aspectos generales para la gestión de riesgos, no obstante, no establece indicadores de alerta temprana que contribuyan con la gestión del riesgo sistémico.

Es evidente la especial atención que se le ha dado al sector bancario, lo cual queda reflejado en la normativa emitida por SUGEF como el Acuerdo SUGEF-R-

0296-2014, que establece indicadores de alerta temprana con el propósito de que las entidades supervisadas complementen la administración del riesgo de liquidez.

14. No existe un involucramiento del BCCR y el ente regulador ante eventos de crisis que afecten a los fondos de inversión financieros y, por tanto, se tomen decisiones conjuntas que contribuyan con la estabilidad financiera. Los expertos consultados opinan que actualmente existe un informe que elabora el área de Estabilidad Financiera del BCCR, que intenta capturar, entre otros elementos, el tema de riesgo sistémico de diferentes industrias del sector financiero costarricense. No obstante, no se tiene claro el involucramiento y definición de líneas claras por parte de SUGEVAL para el riesgo sistémico.

El involucramiento no es suficiente. Se ha notado que el BCCR ha puesto su mayor interés en los Bancos y no en los otros participantes, posiblemente por razones históricas. Ciertamente la participación del presidente del BCCR en el CONASSIF debería favorecer que las decisiones que se tomen contribuyan a la estabilidad de todo el sistema financiero.

5. 2. Recomendaciones

1. Se recomienda que, en virtud de las crisis financieras y eventos no controlables como la pandemia o el conflicto Rusia-Ucrania que han ocurrido en las últimas décadas y que afectan la estabilidad financiera, el regulador incluya normativa relacionada con la gestión del riesgo sistémico aplicable a toda la Industria de los fondos de inversión en Costa Rica, para lo cual son relevantes aspectos como los siguientes:

- El regulador analice propuestas como la de administrar mediante una caja única en el BCCR, la liquidez de ciertas entidades públicas, para lo cual, según los expertos consultados, ni siquiera ha consultado a los operadores si han valorado los riesgos emergentes de esos eventos, considerando eventos tan importantes como los incrementos “violentos” en las tasas de interés tanto locales como internacionales producto del conflicto Ucrania-Rusia.

- Es importante que el regulador realice el alineamiento regulatorio con SUGEF y que se analice la normativa que se ha establecido para la gestión del riesgo sistémico en el Sector Bancario Costarricense, en línea con los acuerdos emitidos por el Comité de Basilea para responder a las crisis de las últimas décadas y que pueda adaptarse a la industria de los fondos de inversión.
 - Considerando el tiempo que conlleva que el CONASSIF y la SUGEVAL revisen, aprueben y emitan normativa en materia de riesgo sistémico para los fondos de inversión, se recomienda que las sociedades administradoras de fondos de inversión implementen normativa e indicadores internos de gestión de riesgo sistémico, como mecanismo de prevención de la materialización de este riesgo.
 - Es importante incluir este riesgo poco diversificable en el control, cuantificación y monitoreo de riesgos y procurar que los reguladores locales “tropicalicen” estos estándares a la realidad nacional y no sean simples “copy-paste” de normativas de naciones desarrolladas, con realidades país y de mercado muy diferentes a la costarricense.
 - Considerar los principales puntos de la mayor reforma en materia financiera desde los años 30 a través de la ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, firmada por el presidente Obama el 19 de julio de 2010, luego de la crisis financiera en los Estados Unidos.
 - Es importante revisar la normativa existente, ya que es excesiva y aborda temas mal conceptualizados. Por ejemplo, la forma en que está forzando el registro de las pérdidas crediticias esperadas en activos registrados a costo amortizado que, en lugar de proteger el patrimonio de los inversionistas, más bien lo lesiona.
2. Como parte de la normativa que se implemente, se recomienda que se considere lo establecido en las sanas prácticas como la Norma INTE/ISO 31000. Gestión del riesgo. Principios y directrices, sobre incorporar aspectos como la incertidumbre, la respuesta a los cambios en relación con los eventos externos e internos, que

pueden ocasionar que el contexto y los conocimientos cambien y que surjan nuevos riesgos.

3. Sobre los requerimientos de capital para SAFI establecidos en el Reglamento de Gestión de Riesgo, se recomienda que sean revisados por el regulador con el propósito de determinar si son suficientes para garantizar la estabilidad financiera y si es necesario incluir un requerimiento de capital por riesgo sistémico. En este sentido, es importante que se considere el tamaño de la gestora con relación al tamaño de los fondos administrados, la cual siempre va a ser más pequeña e implementar estrategias para enfrentar, hasta donde sea posible, la materialización de riesgos sistémicos.
4. Se recomienda establecer indicadores de alerta temprana que puedan contribuir con la gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión financieros y considerar elementos como los siguientes:
 - Cálculo de las concentraciones utilizando diversos criterios como emisor, instrumento, plazo, clientes, entre otros.
 - Considerar aspectos como tamaño de la SAFI en el mercado, la concentración de inversiones en emisores específicos, el tamaño del sistema (alto número de participantes o no), el nivel de interconexión entre los participantes, el nivel de dependencia de unos participantes con respecto a otros; así como la velocidad de contagio o repercusión de los efectos de la ocurrencia de cualquier evento.
 - Además, aplicar una encuesta entre los participantes de la industria de fondos de inversión, donde se evalúe el impacto y la probabilidad de ocurrencia del riesgo sistémico y con base en los resultados implementar mecanismos de alerta temprana.
 - Incluir parámetros macroeconómicos, tales como inflación, tasa básica pasiva, tasa de política monetaria, etc., que permitan monitorear variaciones superiores a una cantidad de desviaciones estándar definida. En este sentido, es relevante que se activen mecanismos que conlleven a consultar a los participantes de la industria, cómo van a enfrentar los cambios que se

presentan, identificados mediante el cambio relativo según una metodología de este tipo o similar.

5. Se recomienda que el CONASSIF tenga un mayor involucramiento en forma más decidida junto con el ente regulador, considerando como una oportunidad el hecho de que el presidente del Banco Central forma parte del CONASSIF; con lo cual esta entidad participe de las decisiones que ahí se tomen y que, ciertamente, la participación del presidente del BCCR en el CONASSIF favorezca que las decisiones que se tomen contribuyan a la estabilidad de todo el sistema financiero, ya que es evidente que el BCCR ha puesto su mayor interés en los Bancos y no en los otros participantes, posiblemente por razones históricas.

CAPÍTULO VI. PROPUESTA

Como resultado de la investigación y con el propósito de cumplir con el objetivo específico 4 de esta investigación, se incorpora en este capítulo la propuesta de mejora al problema investigado, la cual surge de las conclusiones determinadas en el estudio, con base en las técnicas aplicadas para la recolección de datos:

- Análisis de sanas prácticas
- Análisis de la normativa sobre fondos de inversión
- Cálculo de concentraciones de las carteras de fondos de inversión
- Aplicación de una entrevista a especialistas en fondos de inversión y gestión de riesgos.

En línea con lo anterior, se consideran las conclusiones y recomendaciones del estudio, referentes al tratamiento actual del riesgo sistémico en la industria de los fondos de inversión financieros en Costa Rica.

La propuesta plantea estrategias y acciones de mejora en relación con la gestión del riesgo sistémico por medio de la implementación de indicadores de alerta temprana y su diseño se direcciona de acuerdo con las cinco recomendaciones contenidas en el trabajo final de graduación, relacionadas con los temas analizados.

6.1. Estrategias para el fortalecimiento de la normativa aplicable a fondos inversión financieros.

- El CONASSIF, en coordinación con SUGEVAL, realicen el alineamiento regulatorio con SUGEVAL en materia de riesgo sistémico, aprovechando lo implementado para el sector bancario y llevarlo a la industria de los fondos de inversión. Es relevante que los reguladores locales “tropicalicen” estos estándares a la realidad nacional y no sean simples “copy-paste” de normativas de naciones desarrolladas, con realidades país y de mercado muy diferentes a la costarricense.
- En línea con las sanas prácticas como la Norma INTE/ISO 31000, como parte de la gestión del riesgo sistémico, la normativa debe incorporar factores como la incertidumbre, la respuesta a los cambios en relación con los eventos externos e

internos, que pueden ocasionar que el contexto y los conocimientos cambien y que surjan nuevos riesgos. Además, que la gestión de este riesgo atienda los parámetros normales de administración de los portafolios de inversión.

- Es relevante un mayor liderazgo del regulador en la adopción de mecanismos de apoyo público, como el análisis de propuestas para la gestión del riesgo sistémico, por ejemplo, la administración de la liquidez de ciertas entidades públicas mediante una caja única en el BCCR. Esto debido a los eventos tan importantes como los incrementos “violentos” en las tasas de interés tanto locales como internacionales y las repercusiones económicas-financieras del conflicto Ucrania-Rusia.
- Mayor involucramiento del CONASSIF con el ente regulador, y que la participación del presidente del BCCR en el CONASSIF sea una oportunidad que favorezca que las decisiones que se tomen contribuyan a la estabilidad de todo el sistema financiero, ya que es evidente que el BCCR ha puesto su mayor interés en los Bancos y no en los otros participantes, posiblemente por razones históricas. Su involucramiento se debe enfocar en facilitar a los intermediarios el acceso a las herramientas que permiten atender las crisis. Incluso activar las facilidades como medidas preventivas en casos en que se identifique una debilidad del Sistema.
- Sobre los requerimientos de capital para SAFI establecidos en el Reglamento de Gestión de Riesgo, el regulador debe revisarlo con el propósito de determinar si son suficientes para garantizar la estabilidad financiera y si es necesario incluir un requerimiento de capital por riesgo sistémico o si es de mayor valor la implementación de estrategias para enfrentar, hasta donde sea posible, la materialización de riesgos sistémicos.

6.2. Indicadores de alerta temprana

Entre los indicadores de alerta temprana que se proponen para contribuir con la gestión del riesgo sistémico para los fondos de inversión financieros, están los siguientes:

- Cálculo de concentraciones utilizando diversos criterios ajustados a las particularidades de la Industria de fondos de inversión, como emisor, instrumento, plazo, clientes, participaciones significativas.
- Valorar la posibilidad de adecuar lo dispuesto en la Nota Técnica emitida por el BCCR (2021) sobre la metodología para la identificación de entidades financieras de mayor importancia sistémica, a la industria de los fondos de inversión.

En este sentido, considerar lo que indica BCCR (2021), para la identificación de entidades de importancia sistémica sobre las siguientes dimensiones: 1) tamaño, 2) interconexión, 3) complejidad y 4) grado de sustitución. De forma que, para la construcción del indicador, se utiliza una ponderación del 25% para cada una de estas áreas. A su vez, cada dimensión se compone de indicadores (componentes), los cuales dentro de cada una tienen el mismo peso o ponderación.

Esta normativa fue recientemente incorporada por SUGEF en un nuevo apartado de riesgos, en la Reforma Acuerdo SUGEF 3-06. Reglamento sobre la suficiencia patrimonial, lo cual estará vigente a partir del 1° de enero de 2025. Lo anterior es considerado como uno de los indicadores de alerta temprana, según el criterio de los especialistas consultados.

- Establecer indicadores de vulnerabilidad macroeconómica como los siguientes:
 - Inflación
 - Curva de rendimiento soberana
 - Tasa básica pasiva
 - Tasa política monetaria
 - Tasas internacionales
 - Tipo cambio
 - Déficit fiscal
 - Deuda interna
 - Deuda externa

- Establecer indicadores de vulnerabilidad financiera como los siguientes:
 - Indicadores de liquidez.
 - Flujo de Caja diario como mecanismo auxiliar para el Indicador de Liquidez.
 - Indicador de Rentabilidad.
 - Retiro de participaciones / Activo Neto.
 - Monitoreo de precios de títulos ante presiones de salida de liquidez.
 - Optimización de portafolios para mitigar Riesgo Liquidez (posturas compra con vencimientos más cortos y montos más pequeños)

Para lo cual, se debe definir una periodicidad de cálculo y seguimiento a límites establecidos o variaciones que superen una “determinada” cantidad de desviaciones estándar.

- Aplicar una encuesta entre los participantes de la industria de fondos de inversión, donde se evalúe el impacto y la probabilidad de ocurrencia del riesgo sistémico y con base en los resultados, implementar mecanismos de alerta temprana.

- La utilización de límites a la exposición de riesgo de mercado. La gestión de carteras bajo objetivos de duración congruentes con la conducta de permanencia y horizonte de inversión que se ofrece. Sobre todo, mejorar los indicadores de concentración de inversionistas.

BIBLIOGRAFÍA

- Aguirre, J.C. (2012). *Indicadores del Riesgo Sistémico en el sector bancario chileno* [Trabajo de grado, Universidad de Chile, Chile]. Repositorio institucional. <https://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/111825/Tesis%20Juan%20Cristobal%20Aguirre.pdf>
- Asamblea Legislativa de Costa Rica. (1995). *Ley 7558: Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*. Sistema Costarricense de Información Jurídica. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=40928
- Asamblea Legislativa de Costa Rica. (1997). *Ley 7732: Ley Reguladora del Mercado de Valores*. Sistema Costarricense de Información Jurídica. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/normas/nrm_texto_completo.aspx?nValor1=1&nValor2=29302
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (2021). *Nota Técnica: Metodología para la identificación de entidades financieras de mayor importancia sistémica*. SUGEF. https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_vigente/Metodologia%20identificacion%20entidades%20IF%20de%20importancia%20sistemica_enero%202021_VF.pdf
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (2022). *Informe de Política Monetaria-Julio 2022*. https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/IPM_julio_2022.pdf
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (s.f.). Estructura Orgánica. Recuperado el 10 de noviembre de 2022 de <https://www.bccr.fi.cr/transparencia-institucional/informaci%C3%B3n-institucional/estructura-org%C3%A1nica>
- Bravo, M. (2015). *Fondos de Inversión: evolución histórica y situación actual* [Trabajo de grado, Universidad de Coruña, España]. CORE. <https://core.ac.uk/download/pdf/61913863.pdf>

- Caballero, C. (2005). *Las crisis financieras del último cuarto del siglo XX*. Centro de Investigación económica y Social. <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/900>
- Chacón, V. (2015). Historia de Fondos de Inversión en Costa Rica: Los Primeros Años. Cámara de Fondos de Inversión. <https://www.fondoscostarica.com/wp-content/uploads/2015/07/Opinion.pdf>
- Clemata, F. y Bartet, M. (2010). *BASILEA II. Revisión de principios y propuesta de indicadores de liquidez. Aplicaciones al Sistema Financiero Local*. Banco Central de Uruguay. <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Jornadas%20de%20Economa/iees03j3361010.pdf>
- Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). (2006). *REGLAMENTO SOBRE LA SUFICIENCIA PATRIMONIAL DE ENTIDADES FINANCIERAS [Acuerdo SUGEF 3-06]*. SUPEN. [https://www.sugef.fi.cr/ver/normativa/normativa_vigente/SUGEF%203-06%20\(v61%2014%20de%20setiembre%20de%202022\).pdf#.Y3AtcHZBxPY](https://www.sugef.fi.cr/ver/normativa/normativa_vigente/SUGEF%203-06%20(v61%2014%20de%20setiembre%20de%202022).pdf#.Y3AtcHZBxPY)
- Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). (2009). *ACUERDO SUGEVAL 11-09 REGLAMENTO DE GESTIÓN DE RIESGOS*. Sistema Costarricense de Información Jurídica. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=64959&nValor3=130952¶m2=1&strTipM=TC&IResultado=3&strSim=simp
- Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). (2008). *Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión [Acuerdo SUGEVAL 08-09]*. Sistema Costarricense de Información Jurídica. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=64702&nValor3=88080&strTipM=TC

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). (2013). *Reglamento sobre la Administración del Riesgo de Liquidez [Acuerdo SUGEF-17-13]*. Sistema Costarricense de Información Jurídica. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=75542&nValor3=113891&strTipM=TC

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). (2020). *Reglamento del régimen de concentraciones del Sistema Financiero [Acuerdo SUGEF 41-21]*. Sistema Costarricense de Información Jurídica. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/Normas/nrm_texto_completo.aspx?param1=NRTC&nValor1=1&nValor2=93223&nValor3=123667¶m2=1&strTipM=TC&IResultado=3&strSim=simp

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). (2021). *REGLAMENTO SOBRE VALORACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS [ACUERDO CONASSIF 10-21]*. SUGEF. [https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_vigente/CONASSIF%2010-21%20\(v01%2029%20de%20abril%20de%202022\).pdf](https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_vigente/CONASSIF%2010-21%20(v01%2029%20de%20abril%20de%202022).pdf)

Contraloría General de la República de Costa Rica (CGR). (2022). *Conclusiones sobre los Presupuestos Públicos aprobados para 2022. [DFOE-FIP-MTR-00006-2022]*. https://cgrfiles.cgr.go.cr/publico/docs_cgr/2022/SIGYD_D/SIGYD_D_2022003608.pdf

Comité de Supervisión de Basilea. (2013). *Basilea III: Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez*. BIS. https://www.bis.org/publ/bcbs238_es.pdf

Deghi, A., Natalucci, F. y Qureshi, M. (18 de abril de 2022). *Las tenencias de deuda pública de los bancos de los mercados emergentes plantean riesgos para la estabilidad financiera*. Fondo Monetario Internacional. Recuperado el 10 de noviembre de 2022 de <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2022/04/18/blog041822-gfsr-ch2-emerging-market-banks-government-debt-holdings-pose-financial-stability-risks>

Departamento de Justicia de Estados Unidos. (2010). *Pautas de Fusión Horizontal*. https://www-justice-gov.translate.google.com/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=es&_x_tr_hl=es-419&_x_tr_pto=sc#5c

Dabovich, K.T. (2015). *Riesgo sistémico en el sector financiero. Análisis mediante regresiones de series de tiempo y de corte transversal* [Tesis de grado, Universidad de Chile, Chile]. Repositorio institucional. <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/133495>

Díaz, A. (2012). Poder de mercado. *Revista Ciencia Económica*, 1(1), 25-48. <http://www.economia.unam.mx/cienciaeco/pdfs/num1/02ANAYA.pdf>

Durán, O. (2014). El Riesgo Sistémico. En *XX Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas*. DAP Consulting. <http://www.dapconsulting.com.ar/descargas/textos/El-Riesgo-Sistemico.pdf>

Eggers, F. (2016). *Elementos de Micro y Macroeconomía* (1a ed.). Maipue,

Escuela Europea de Excelencia. (27 de setiembre de 2021). *Riesgo sistémico: cómo medir e identificar riesgos no convencionales*. Recuperado el 10 de noviembre de 2022 de <https://www.escuelaeuropeaexcelencia.com/2021/09/riesgo-sistemico-como-medir-e-identificar-riesgos-no-convencionales/>

- Florini, A. y Sharma, S. (2020). *Tener en cuenta los Riesgos Sistémicos. El siglo XXI estará marcado por fuertes perturbaciones, con graves riesgos para la sociedad*. IMF. <https://www.imf.org/es/Publications/fandd/issues/2020/06/reckoning-with-systemic-hazards-florini>
- Gitman, L. y Joehnk, M. (2009). *Fundamentos de Inversiones* (10a ed.). Pearson Educación.
- Hernández, R., Fernández, C. y Baptista, M. (2014). *Metodología de la investigación* (6ª ed.). McGraw Hill / Interamericana Editores, S.A. de C.V.
- INTECO. (2011). *INTE/ISO 31000:2011. Gestión del riesgo. Principios y directrices*. <https://www.inteco.org/shop/inte-iso-31000-2011-gestion-del-riesgo-principios-y-directrices-1302#attr=>
- Munevar, D. (2012). *La Deuda Externa: conceptos y realidades históricas*. Universidad Nacional Autónoma de México. https://conceptos.sociales.unam.mx/conceptos_final/498trabajo.pdf
- Mora, D y Ugalde, A. (2017). *Propuesta de Modelo de aplicaciones prácticas de la curva de rendimiento soberana para la toma de decisiones de inversión financiera* [Tesis de grado, Tecnológico de Costa Rica, Costa Rica]. Repositorio institucional <https://repositoriotec.tec.ac.cr/handle/2238/7294>
- Pineda, L. (2011). La crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional. *Revista Aequitas*, 1, 129-214. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3819462.pdf>
- Rendón, A. (2021). Indicador de alerta temprana para la detección de vulnerabilidades de los fondos de inversión colectiva. *ODEON-Observatorio de Economía y Operaciones Numéricas*, (19). <https://orcid.org/0000-0002-3986-977X>

- Rosales, M. (2011). *Indicadores de alerta temprana para determinar la vulnerabilidad del Sistema Bancario Guatemalteco ante una crisis financiera* [Tesis de grado, Universidad De San Carlos De Guatemala, Guatemala]. Repositorio institucional http://biblioteca.usac.edu.gt/tesis/03/03_3885.pdf
- Singh, R. y Surti, J. (17 de setiembre de 2021). *Para salvaguardar la estabilidad financiera mundial hay que aumentar la resiliencia de los fondos de inversión*. Fondo Monetario Internacional. Recuperado el 10 de noviembre de 2022 de <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16155>
- Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF). (2014). *Resolución SUGEF-R-0296-2014: LINEAMIENTOS GENERALES DEL REGLAMENTO SOBRE LA ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO DE LIQUIDEZ*. [https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_consulta/historico_normativa_consulta/normativa_vigente/SUGEF%2017-13%20\(v6%20diciembre%202018\).pdf](https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_consulta/historico_normativa_consulta/normativa_vigente/SUGEF%2017-13%20(v6%20diciembre%202018).pdf)
- Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). (2022). *Boletín sobre fondos de inversión*. Recuperado el 10 de noviembre de 2022 de <https://aplicaciones.sugeval.fi.cr/InformesEstadisticas/BoletinFondosInversion>
- Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). (s.f.). *Renovar fondos de inversión*. https://www.sugeval.fi.cr/Informacion-inversionistas/Folletos/renovar_Fondos%20de%20Inversi%C3%B3n.pdf
- Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). (s.f.b). *¿En qué invertir?* Recuperado el 10 de noviembre de 2022 de <https://www.sugeval.fi.cr/Informacion-inversionistas/%C2%BFen-qu%C3%A9-invertir>
- Zúñiga, L. (2015). *Eficiencia de los fondos de inversión en el mercado mexicano* [Tesis Doctoral, Universidad de Cantabria, España]. Repositorio institucional. <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/7428/Tesis%20LGZF.pdf?sequence=1>

Anexo. Entrevista dirigida a personal de Gestión de Riesgos, Fondos de Inversión

Introducción:

La aplicación del presente instrumento tiene el propósito de recoger la opinión brindada por funcionarios especialistas en áreas como Gestión de Portafolios, Riesgos, Fondos de Inversión relacionados directamente con la investigación, dado que su formación y experiencia es determinante para aportar valor a la investigación.

La información recabada será tratada en forma confidencial, y las opiniones brindadas se incluyen de forma general en la investigación. Se agradece la participación en la entrevista.

Instrucciones:

El estudiante le formulará una serie de preguntas abiertas relacionadas con la Gestión del Riesgo Sistémico que pueden afectar los Fondos de Inversión Financieros, considerando las repercusiones ocasionadas por las crisis financieras de las últimas décadas como la crisis subprime, la pandemia, los contenedores, el conflicto bélico Rusia-Ucrania, entre otros eventos.

El propósito es obtener información que contribuya a los resultados del Trabajo Final de Graduación (TFG) para optar por el grado de Maestría Profesional en Administración de Negocios con énfasis en Finanzas de la Universidad Latina de Costa Rica.

El tema del TFG es “Análisis de sanas prácticas para la Gestión del Riesgo Sistémico de los Fondos de Inversión Financieros en Costa Rica. Y Propuesta de indicadores de alerta que contribuyan con la Gestión del Riesgo Sistémico para los Fondos de Inversión Financieros”.

En virtud de lo anterior, le agradezco su colaboración, cuyos resultados se utilizarán con fines académicos.

I Parte: Aspectos generales

Fecha: _____ Hora: _____ Lugar: _____

Nombre del entrevistador (estudiante): Lilliana Mena Mena

Nombre del entrevistado: _____

Sector: _____

Correo electrónico: _____

Formación académica: _____

Años de experiencia laboral: _____

II Parte: Entrevista

Los temas que se abordarán en la entrevista que se aplicará a funcionarios de áreas de Gestión de Portafolios, Gestión de Riesgos, están relacionados con el tema de Riesgo Sistémico para los Fondos de Inversión Financieros

1. ¿Considera importante que las entidades financieras se preparen ante el Riesgo Sistémico, de acuerdo con las tendencias globales en materia de riesgos?
2. ¿Es suficiente la normativa implementada por el Ente Regulador para gestionar el Riesgo Sistémico en la industria de los fondos de inversión financieros, en virtud de las crisis financieras y eventos no controlables que afectan la estabilidad financiera, de acuerdo con las sanas prácticas globales?
3. ¿Qué indicadores de alerta y gestión considera que pueden contribuir con la gestión del Riesgo Sistémico para los Fondos de Inversión Financieros?
4. ¿Son suficientes los requerimientos de capital establecidos para las Sociedades Administradoras de fondos de inversión, en el Reglamento de Gestión de Riesgo, para garantizar la estabilidad financiera? ¿Considera importante incluir el Requerimiento de capital por Riesgo Sistémico?
5. ¿Cree que es suficiente el involucramiento del BCCR y el Ente Regulador ante eventos de crisis que afecten a los Fondos de Inversión Financieros y, por tanto, se tomen decisiones conjuntas que contribuyan con la estabilidad financiera?

La presente entrevista se realizó completó el día _____ de _____ del 2022.

Firma del entrevistado: _____

Firma del entrevistador: _____
Lilliana Mena Mena (estudiante)