

# **Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y su influencia en el mercado de valores costarricense**

**Martha Alexandra Araujo García<sup>1</sup>**

## **Resumen**

Las sociedades administradoras de fondos de inversión se han constituido en el eje propulsor del mercado de valores costarricense. Es por ello que el artículo está enfocado a analizar los efectos que han tenido dichas sociedades sobre la economía nacional y especialmente su influencia en el mercado bursátil. Además, se hace un recuento desde su creación en 1998, y la crisis de fondos de inversión que se vivió en marzo del 2004, que dio lugar a un nuevo rumbo en la forma de administrar su cartera de inversiones. Actualmente la crisis ya ha pasado y las SAFIS, como también se las conoce, siguen manteniendo su posición preponderante en el mercado financiero nacional.

## **Descriptores**

SAFIS/ fondos de inversion/ mercado bursátil costarricense

## **Abstract**

The Administrating Societies of Investment Fund have constituted as the axis propeller of the Costa Rican stock market. It is for that this article is focused on analyzing the effects that these societies have had on the national economy and especially its influence on the market. An account is also made from its creation in 1998, and the crisis on the investment funds that was lived in March 2004 that direction given to administering its investments. Now the crisis has already happened Administrating Societies of Investment Fund, continue keeping their preponderant position on the national finance market.

## **Keywords**

Investment funds, Costa Rican finance market

---

<sup>1</sup> Economista, candidata a Master en Administración de Empresas con Énfasis en Finanzas. Correo electrónico: alexa2358@yahoo.com.ar

## **1. Introducción**

Hoy en día, el mercado financiero mundial presenta una multiplicidad de opciones de inversión, captación y colocación de recursos. Es así que, diferentes tipos de instituciones se dan a la tarea de atraer nuevos inversionistas que no solo les confíen su dinero sino que también les provean de múltiples ganancias. Una característica de éste fenómeno es la especialización con la que se posicionan dichas instituciones, dividiéndose así los grupos financieros que en décadas pasadas se dedicaban a todo tipo de transacciones y ahora esos mismos grupos se han dividido en sociedades financieras especializadas para atender y ofrecer productos específicos basados en las necesidades de los clientes.

Ese fenómeno no es ajeno a Costa Rica, ya que desde hace varios años el mercado económico nacional se dividió en mercado bursátil y mercado financiero, y, dado lo especializado de los instrumentos financieros, el mercado bursátil cuenta con más participantes pues ya no son solo los puestos de bolsa los que participan en el mercado de valores, ahora también están a las operadoras de pensiones y desde 1998 se cuenta con las sociedades administradoras de fondos de inversión, que han dado un gran dinamismo en la economía nacional.

Con todos estos cambios, el sistema financiero costarricense se ha fortalecido y diversificado, haciéndose especial énfasis en el sistema bursátil, que durante mucho tiempo estuvo en etapa lineal dado la escasez de acciones a negociarse.

## **2. Antecedentes del mercado de valores en Costa Rica**

En Costa Rica el Mercado de Valores inicia formalmente sus operaciones el 29 de septiembre de 1976, con la oficialización de la creación de la Bolsa Nacional de Valores en el gobierno de don Daniel Oduber.

Sin embargo, la idea y necesidad de que existiera un lugar en el que se pudieran realizar todo tipo de negocios bursátiles surgió muchos años antes. Es así que, a principios de la década de los setenta la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC) inició las gestiones pertinentes para la creación de la Bolsa Nacional de Valores la misma que daría origen al mercado de valores costarricense. No obstante, existía la necesidad que fuera una

institución gubernamental la que impulsara y desarrollara la naciente idea de un mercado de valores sobre todo por lo costoso de dicha operación. Es así que, la Corporación Costarricense de Desarrollo adquiere a través de venta pública por parte del Banco Central las acciones que habían sido cedidas por la CANAFIC.

Una vez establecida la entidad, inició sus negociaciones haciendo especial énfasis a operaciones cambiarias y títulos de gobierno. En este contexto, el mercado bursátil se desenvuelve en un sentido de relativa calma dado lo uniforme de sus transacciones (compra y venta de títulos estatales), esto considerando que las comisiones por dichas operaciones eran uniformes en la mayoría de los puestos de bolsa.

Es el 19 de octubre de 1990 con la promulgación de la Ley N°. 7201, Ley Reguladora del Mercado de Valores, que se da un verdadero ordenamiento jurídico del mercado bursátil del país y con ello se dinamiza e integran nuevos miembros al mismo, toda vez que con dicha Ley se crea la Comisión Nacional de Valores, lo que provee mayor seguridad a los emisores de títulos y condiciones óptimas a nuevos participantes.

La Ley es reformada el 18 de agosto de 1995, con el objetivo de adaptarse a las circunstancias y a las nuevas reformas al sistema financiero como lo eran los planes de capitalización individual destinados a fomentar el ahorro y la inversión de los sistemas de pensiones complementarias. Es por ello que en esta Ley N°. 7523, se incluye la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias y que es conocida como Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias así como las Reformas de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y del Código de Comercio.

No obstante, para 1998 se da una nueva reforma a la Ley en la que se introducen cambios sustanciales como la creación de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) en reemplazo a la Comisión Nacional de Valores. Además, para una mejor regulación se instituye el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif), que supervisará no solo el mercado financiero sino también el mercado bursátil.

Otra característica de esta Ley es la creación de la Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIS), las mismas que añadieran dinamismo al mercado bursátil. Con todos estos cambios y reformas es indiscutible que el mercado de valores inicia su etapa de auge, favorecido por la variedad de productos bursátiles que se ofrecen y por la seguridad que brinda tanto al inversionista como a los emisores de títulos, esto aunado al mayor interés del sector financiero para incorporarse al mercado bursátil a través de sus

puestos de bolsa incursionando además en la administración de fondos de inversión.

### **3. Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión**

La Superintendencia General de Valores (2005) define a las sociedades administradoras de fondos de inversión como sociedades cuya función exclusiva consiste en administrar fondos de inversión y que cuentan con personas especializadas en el campo de las inversiones.

Esto concuerda con el concepto del libro Educando al Inversionista (2003) que establece que, la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, es una sociedad anónima cuyo objeto social único es la administración de fondos de inversión.

Estas sociedades también conocidas como SAFIS tienen como objeto exclusivo el prestar servicios de administración de fondos de inversión. Es decir, se fundamenta básicamente en la gestión de portafolios a terceros, en el que las SAFIS presentan una variedad de fondos de inversión. Por ende, considerando su objeto único, es conveniente definir lo que son los fondos de inversión.

En la Ley N<sup>o</sup>. 7732, se considera a los fondos de inversión como la captación mediante oferta pública de fondos, bienes o derechos para ser administrados por cuenta de los inversionistas como un fondo común, en el cual los rendimientos de cada inversionista se fijarán en función de los rendimientos colectivos, y únicamente podrá ser realizada por las sociedades administradoras de fondos de inversión.

De acuerdo con Educando al Inversionista (2003), se le llama fondo de inversión a una cartera de valores con cotización bursátil perteneciente a un conjunto de inversionistas, el mismo que se crea con el aporte patrimonial de un cierto número de inversionistas individuales para destinar dichos recursos a la inversión en activos con características preestablecidas.

Para Prisma economía (sf), un fondo de inversión es la unión de varios inversores que adquieren, en forma proporcional y conjunta, una cartera de títulos valores, técnicamente diversificada, con el fin de satisfacer sus necesidades y objetivos de inversión. Las ganancias que se generen en dichos fondos son distribuidas en forma proporcional a la participación sobre el conjunto de la cartera.

En Costa Rica, existen una diversidad de fondos de inversión entre los principales están los fondos abiertos, los fondos cerrados, los fondos financieros abiertos o cerrados, los fondos no financieros abiertos o cerrados y los megafondos de inversión. Claro está que cada SAFI tiene la potestad de diseñar el tipo de fondo que se adapte a sus perspectivas. Por ejemplo, BCR Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, una de las más posicionadas del mercado, tiene doce tipos de fondos de inversión. Estas sociedades reciben como compensación por su gestión una comisión, que de acuerdo a la ley, podrá cobrarse en función del patrimonio, de los rendimientos o de ambas variables.

Es conveniente aclarar que el hecho de invertir en un fondo de inversión no implica que dicha inversión genere obligatoriamente un dividendo, ni que los rendimientos que se dieron en el pasado sean garantía de ganancias futuras, sobre todo considerando que dichos fondos participan en negociaciones del mercado bursátil y por ende son sujetos a los riesgos que implica dicho mercado.

Para BCR Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, los principales riesgos que tienen que tener en cuenta los inversionistas son:

- *Riesgo de precio:* Es el riesgo de que disminuya el precio de los títulos y/o valores en que invierte el fondo.
- *Riesgo de tipo de cambio:* Es el riesgo de que la moneda en que están realizadas las inversiones del fondo se deprecien frente a otras monedas y por ende se pierda parte de los ahorros expresados en esas otras monedas.
- *Riesgo de solvencia del emisor:* Es el riesgo de que uno de los emisores de los títulos y/o valores en que invierte el fondo no pueda hacer frente a sus obligaciones, con lo cual habría una reducción del patrimonio del fondo y se perdería una parte de los ahorros.
- *Riesgo de liquidez:* Es el riesgo de que las inversiones en el fondo no puedan ser retiradas en el momento que se desea y que se tenga que esperar algún tiempo antes de recuperar el efectivo.
- *Riesgo de administración:* Es el riesgo verse perjudicado por culpa, dolo o negligencia de la SAFI o de alguno de sus empleados.

Sin embargo, hay que tener presente que los niveles y tipos de riesgo dependerán en gran medida del tipo de fondo de inversión así como de las transacciones que se realicen con el mismo. En todo caso, ya lo dice una muy conocida ley económica: a mayor ganancia mayor riesgo. Aun así, con el fin de disminuir eventuales peligros con la administración de los fondos, es que la Ley obliga a las SAFIS a entregar la mayor información posible a los futuros inversionistas.

Actualmente y después de los ajustes y cambios por los que han pasado las SAFIS a lo largo de estos años, las sociedades de fondos de inversión que para el 2002 eran 23 se ha reducido en número a 19. En muchos casos esto se debió a fusiones y en otros a cierres de operaciones. Sin embargo, este tipo de negocio bursátil sigue siendo muy rentable y atractivo en la economía local.

#### **4. Desarrollo y auge de los fondos de inversión**

Para Alfaro y Matarrita (1996) “un conjunto de posibles soluciones de integración del mercado de activos financieros se hallan en la generación de productos híbridos que se logren ubicar en los espacios vacíos generados por la brecha entre los mercados duales de renta fija y acciones” (p. 15). Es precisamente ante esta necesidad que aparece la figura de los fondos de inversión, que es vista como el híbrido perfecto para el mercado financiero, figura que entra en funcionamiento con la promulgación de la Ley No. 7732.

En 1999, con el fin de darle un mayor impulso a los nacientes fondos de inversión, la Conassif, estableció que algunos fidecomisos así como los instrumentos financieros administrados por las comisiones de confianza adopten la forma de fondos de inversión, lo que indudablemente benefició a dicho elemento financiero.

No obstante, este no fue el único factor que alentó el desarrollo de los fondos de inversión ya que por sí mismos presentaban características que los hacían muy atractivos a los inversionistas, toda vez que se establecían como instrumentos flexibles, sin mayores barreras de entrada o de salida de capital y con tasas de intereses superiores al promedio de mercado. De hecho, se piensa que es un instrumento ideal para la clase media que busca opciones diferentes a las tradicionales cuentas de ahorro o los certificados de depósito a plazo ya que el fondo de inversión amalgama lo mejor de estos dos instrumentos financieros.

Además, es conveniente considerar que el hecho de no tener que pagar encaje por los mismos lo convierte en un instrumento rentable e interesante tanto para inversionistas como para administradores financieros.

Para el año 2000, la SUGEVAL emitió una directriz en el sentido que los fondos de inversión deberán ahora ser valorados a precio de mercado y ya no como se valoraba antes al precio que fue comprado o al establecido al vencimiento del instrumento financiero. Por ende, como lo manifiesta Burgos (2000) "se pasará de una posición pasiva donde el fondo retiene los títulos que adquirió a un determinado precio, a una labor de compra y venta continua con el fin de revalorizar su portafolio de títulos", situación que agregó mayor dinamismo al desarrollo de los fondos de inversión. Cabe resaltar que, esta directriz entró a regir el 7 de agosto del 2002, año en los que los fondos de inversión presentan uno de sus mejores rendimientos.

Al realizar un análisis financiero del desarrollo que han tenido los fondos de inversión durante el periodo del 2000 al 2003, se observa que las SAFIS distribuyeron los activos financieros administrados en 7 tipos de fondos de inversión, tal como se demuestra en el cuadro 4.1 cabe destacar que esta clasificación se basa en el horizonte de inversión y el nivel de rentabilidad que dan dichos fondos.

Es así que para el año 2000, los fondos de inversión de crecimiento (fondos que invierten en títulos y bonos a largo plazo) representaron el 35,54% del total de activos administrados, en tanto que en los fondos de inversión de mercado de dinero y corto plazo (fondos que adquieren títulos y bonos de corto plazo y alta liquidez) se invirtió el 37.80% de las captaciones de las SAFIS. Lo que demuestra una tendencia a diversificar la cartera con el objetivo de minimizar los riesgos.

Para el año 2001, se observa un incremento de ₡.260.662 millones de colones con respecto al año anterior, del dinero administrado por las SAFIS, resultado de nuevas emisiones de bonos y títulos por parte del sector público no financiero (Ministerio de hacienda y Banco central). Además, se establece una mayor preferencia por fondos de corto plazo (48,55%) debido a la alta liquidez y mejores rendimientos que estos representaban.

El año 2002, es un periodo de afianzamiento y crecimiento de los fondos de inversión que suman en activos administrados ₡.730.685 millones de colones. Al mismo tiempo, que nace una nueva figura financiera denominada titularización hipotecaria que a finales del 2002 representaba el 0,47% del total administrado. Una característica interesante de este año es que a pesar de continuar con

las emisiones de corto plazo por parte de las autoridades monetarias, la inversión se inclina por fondos de largo plazo.

Finalmente, el año 2003 se convierte en el más sobresaliente de la historia de los fondos de inversión que se consolidan como la mejor alternativa de inversión en el mercado bursátil y financiero. Considerando que en el año 2000 administraban ₡.291.851 millones para finales del 2003 sus activos fueron ₡.1.203.940 millones de colones, lo que significó un crecimiento de más de 400% durante ese periodo.

Factores como la seguridad financiera que representaban los títulos y bonos de gobierno, la alta rentabilidad que suministraban los mismos y la publicidad hecha por las SAFIS sobre estos beneficios, hicieron de los fondos de inversión el instrumento financiero perfecto para inversionistas que no tenían mayor conocimiento de lo que era el mercado bursátil.

**Cuadro 4.1**  
Activos administrados por los fondos de inversión  
(En millones de colones)

<b>Fondos de inversión</b>	<b>Año 2000</b>	<b>Año 2001</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>
Mercado de dinero	₡. 77.068	₡. 23.978	₡. 63.687	₡. 85.631
Corto plazo	₡. 33.273	₡.244.293	₡. 33.977	₡. 88.960
Ingreso	₡. 63.430	₡.122.434	₡. 174.792	₡. 278.086
Crecimiento	₡.103.726	₡.120.967	₡. 393.874	₡. 651.085
Accionario	₡. 3.321	₡. 3.048	₡. 2.204	₡. 1.839
Inmobiliario	₡. 11.033	₡. 37.793	₡. 58.743	₡. 94.546
Titularización hipotecaria	-	-	₡. 3.408	₡. 3.793
Saldos de activos	₡.291.851	₡.552.513	₡.730.685	₡.1.203.940

Elaboración propia con datos de Sugeval

Al analizar la composición de la cartera por tipo de moneda, como se observa en el cuadro 4.2, se registra una progresiva preferencia a lo largo del periodo en estudio (año 2000 al 2003) por invertir en fondos en dólares. En el año 2000 las inversiones en colones representaban



el 56,88% del total en tanto que para el 2003 son de apenas un 25%.

Las principales causas que incentivaron dicho cambio fueron: el aumento de las captaciones en dólares por parte del sector público no financiero a través de emisiones de bonos y títulos en dólares, además, se debe considerar que la actual política cambiaria del país hace predecible el tipo de cambio futuro del colon con respecto al dólar, con lo que se incentiva la inversión hacia una moneda fuerte y segura frente a una moneda que se devalúa diariamente. Otro factor de peso fue que la tasa pasiva básica que se pagaba por las captaciones en colones no compensó el rendimiento que generaban las inversiones en dólares frente a la posibilidad de devaluación de la moneda nacional y los indicadores macroeconómicos del país. Todo ello, dio como resultado la preferencia por parte de los inversionistas en fondos de inversión en dólares en un promedio del 75% para diciembre del 2003.

Cuadro 4.2  
Fondos de inversión: inversiones por monedas  
(En porcentajes)

Fondos de inversión	Año 2000		Año 2001		Año 2002		Año 2003	
	¢.	\$	¢.	\$	¢.	\$	¢.	\$
Mercado de dinero	51,24	48,76	56,11	43,89	38,19	61,81	69	31
Corto plazo	51,69	48,31	40,11	59,89	40,11	59,89	88	12
Ingreso	77,10	22,9	59,16	40,84	42,14	57,86	21	79
Crecimiento	55,72	44,28	38,18	61,82	30,51	69,49	17	83
Accionario	78,29	21,71	75,34	22,66	70,05	29,95	53	47
Inmobiliario	-	100,0	-	100	-	100	-	100
Titularización hipotecaria	-	-	-	-	-	100	-	100
Saldos de activos	56,88	43,12	42,07	57,93	31,93	68,07	25	75

Elaboración propia con datos de Sugeval

De acuerdo a la Ley las SAFIS están autorizadas a invertir el dinero de las personas en títulos, valores y bienes que sean seguros, lo que faculta a las administradoras de fondos a escoger el tipo de bonos que estructuran su portafolio de inversiones. Sin embargo, la oferta de títulos y bonos en su mayoría provienen del sector público no

financiero es decir de emisiones del Banco Central y el Ministerio de hacienda lo que hace que las carteras se hayan estructurado en su mayoría por estos títulos (un 87% promedio durante el periodo de estudio), tal como se distingue en el cuadro 4.3.

Esta tendencia se fortaleció por la preferencia de los usuarios hacia bonos que le transmitían seguridad, sumado al hecho que el sector público era el mayor emisor de títulos y prácticamente sostenía el mercado bursátil. Es conveniente destacar, que el sector público financiero (bancos estatales) también incursionó en la emisión de bonos, por lo que junto con los bonos de gobierno acapararon el 93% de los activos financieros destinados a los fondos de inversión.

Sin embargo, estos no fueron los únicos papeles, que formaron el portafolio de los fondos de inversión, toda vez que, para inversionistas sofisticados se estructuró una cartera que adquirió bonos de economías emergentes clasificados como sector público externo, que en el 2002 experimento su mejor año con un 2,03% de total.

**Cuadro 4.3**  
Composición de las carteras de los fondos de inversión  
(En porcentajes)

	<b>Año 2000</b>	<b>Año 2001</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>
Sect. Público no financiero	84.98 %	86.37%	87.86%	88%
Sect. Público financiero	4.93%	7.06%	6.93%	5.00%
Sect. Privado no financiero	1.87%	1.58%	1.11%	1.40%
Sect. Privado Financiero	5.24%	2.25%	2.73%	3.20%
Acciones nacionales	0.81%	0.47%	0.20%	0.30%
Sect. Externo público	1.93%	2.03%	0.75%	1.90%
Sect. Externo privado	0.00%	0.06%	0.30%	0.10%
Acciones del exterior	0.25%	0.19%	0.12%	0.10%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Elaboración propia con datos de Sugeval

Un hecho destacable es que, a pesar que mercados bursátiles como Wall Street prefieran invertir en acciones de empresas, aquí en Costa Rica ese tipo de inversiones apenas alcanzó el 0,81% en el mejor de los casos, lo que demuestra una cultura bursátil que prefiere la seguridad a la rentabilidad.

Uno de los principales atractivos que orientaron los recursos hacia los fondos de inversión fueron los rendimientos que estos le generaron a los inversionistas, dividendos por encima de los que pagaban los certificados de depósito a plazo o las cuentas de ahorro en el sistema financiero nacional, tanto en colones como en dólares.

Estos instrumentos financieros se constituyeron en los preferidos por inversionista que querían invertir su dinero en documentos de alta liquidez y buena compensación. Como se establece en el cuadro 4.4, en el año 2000 los fondos accionarios (constituido por acciones de empresas nacionales) son los que presentaron un mejor rendimiento, sin embargo, a nivel global este tipo de fondo constituyó apenas un 0,81% del total de la cartera de fondos de inversión.

En concordancia con lo observado en el cuadro 4.1 los fondos de inversión de crecimiento son los que mejores rendimientos ofrecieron 15,94%, con lo que se explica la preferencia de los inversionistas al optar por dichos fondos. En tanto que para el año 2002, ocurrió todo lo contrario ya que a pesar que los fondos de inversión de corto plazo en colones generaban mayores dividendos, los inversionistas prefirieron invertir en fondos de largo plazo motivados por la valoración a mercado que empezó a regir dicho año, toda vez que esta nueva forma de valorar cotizaba los fondos de acuerdo al mercado en el que los fondos con horizontes de inversión largos se beneficiaban.

Para el 2003, los rendimientos de los fondos en colones se mantuvieron estables para los diferentes tipos de portafolios, en promedio estuvieron en un 11%. Sin embargo, en relación al año anterior bajaron en un 3%, una de las razones de este descenso se explica en la reducción por parte del Banco Central de la tasa básica pasiva en colones a fin de desincentivar los capitales golondrinas que vinieron al país con el único fin de aprovechar las tasas de interés.

Al estudiar el rendimiento de los fondos de inversión en dólares, se aprecia que estos están muy por encima del promedio del mercado internacional, teniendo presente que para el periodo en estudio el Banco Central de Estados Unidos (FED) estableció la tasa básica pasiva en 1.5%, por lo que rendimientos de 7,56% en fondos de crecimiento en el 2000 fue muy atractivo a los ojos de los inversionistas. Esta tendencia de buenos rendimientos se mantuvo en el 2001 y 2002, en el que algunos inversionistas incluso pedían

prestado en EEUU con bajas tasas de interés y venían a economías emergentes como Costa Rica a invertir en instrumentos financieros como fondos de inversión que le rendían grandes ganancias.

En el año 2003, las tasas de rendimiento disminuyeron en relación al año anterior (la más alta en los fondos financieros fue de 3,4%) producto de especulaciones relacionadas con el hecho que la FED empezaría una política de ajuste de tasa básica pasiva, que indudablemente afectaría los rendimientos de los fondos nacionales. En este mismo año la figura de los fondos inmobiliarios fue la que mejores rendimientos generó por un orden del 32,49% como producto desarrollos urbanísticos e inmobiliarios.

**Cuadro 4.4**  
Rendimiento promedio de los fondos de inversión  
Por tipos de fondo y monedas  
(Porcentaje anualizado)

<b>Fondos de inversión</b>	<b>Año 2000</b>		<b>Año 2001</b>		<b>Año 2002</b>		<b>Año 2003</b>	
	¢.	\$	¢.	\$	¢.	\$	¢.	\$
Mercado de dinero	13.65	5.34	12.12	3.66	14.20	3.09	11.57	1.66
Corto plazo	14,03	5.34	12.20	4.66	14.58	4.63	11.44	2.84
Ingreso	15,64	6.43	13.58	6.47	9.28	6.01	10.99	3.95
Crecimiento	15,94	7.56	14.56	6.45	9.79	7.77	12.11	3.40
Accionario	31,84	8.47	-4.45	9.86	11.67	10.31	-19.8	8.88
Inmobiliario	-	-96	-	31.1	-	-52.7	-	32.49
Titularización hipotecaria	-	-	-	-	-	8.77	-	8.02

Elaboración propia con datos de Sugeval

Es notable destacar que para el periodo del 2000 al 2003 las SAFIS y sus fondos de inversión se convirtieron en las estrellas del mercado bursátil toda vez que generaban grandes dividendos a sus inversionistas, proveían de liquidez al gobierno cuando este salía a vender sus bonos, y eran las que prácticamente sostenían el mercado de valores en el país y sus puestos de bolsa, ya que en ese momento como ahora, muy pocas empresas privadas decidieron recurrir a la financiación a través de acciones u obligaciones para sostener sus operaciones, toda vez que dentro de la cultura financiera

costarricense a las empresas les gusta tener concentrado el poder, y mantener sus finanzas en la mayor discreción posible lo que no es posible si se cotiza en bolsa.

## **5. Crisis financiera de los fondos de inversión**

A finales del 2003, los activos administrados por las SAFIS eran de ₡.1.203.940 millones de colones lo que representó un excelente negocio tanto para los inversionistas como para las sociedades administradoras. No obstante, el panorama financiero mundial para el 2004 experimentó importantes cambios que indudablemente afectaron los instrumentos financieros nacionales. En febrero del 2004, la FED anunció oficialmente el cambio en su política monetaria con lo que se dio una corrección en la tasa de interés pasiva que aumentó gradualmente, lo que repercutió en la economía mundial incluyendo la costarricense. Este hecho fue el inicio de lo que sería la crisis financiera de los fondos de inversión.

El desequilibrio financiero en los fondos de inversión que se experimentó a inicios del año 2004 fue el resultado de una serie de acontecimientos que se dieron en el mercado bursátil del país.

Un mercado que bien podría decirse se desenvolvía dentro de una burbuja financiera dado que no estaba conectado ni influenciado por el mercado financiero mundial. Toda vez que a pesar de que los bonos libres de riesgo (bonos emitidos por la Reserva Federal de EEUU) se cotizaban al 1,75% (cotización no registrada en 30 años), lo que a nivel mundial creaba mucha liquidez, en el mercado local las tasas que se pagaban por los bonos de Costa Rica eran establecidas por el propio mercado interno sin considerar el riesgo país ni mucho menos lo que estaba pasando en otras economías internacionales.

Este factor resultaba muy atractivo sobre todo para los inversionistas internacionales que dadas las bajas tasas de interés pedían prestado dinero en Estados Unidos y lo invertían en los fondos de inversión locales con lo que se aseguraban grandes ganancias sin mayores complicaciones.

Uno de los problemas era que al ser el mercado muy pequeño existían solo alrededor de 20 títulos en Costa Rica que se negociaban en todo el mercado bursátil y por ende eran comprados y vendidos por las SAFIS. Esto daba lugar a se comercializaban los mismo papeles y que solo haya un intercambio de dueño de dichos títulos.

Sin embargo, el factor que desencadenó la crisis de marzo del 2004, se debió a un error en la cotización de un título por parte de una de las administradoras de fondos, que lo negociaron muy por debajo de su valor de mercado, esto provocó que las demás negociaciones de títulos en ese periodo tuvieran similares características en lo referente a su cotización y venta, situación que generó inquietud entre los administradores de los fondos porque los rendimientos de los títulos se vinieron abajo, y con ello la incertidumbre y alarma alcanzó a los inversionistas que prefirieron retirar su dinero de los fondos, presionando aun más los precios hacia abajo. Por causa de los masivos retiros todas las personas que habían invertido su dinero en los fondos de inversión y que a causa de la situación retiraron su dinero sufrieron pérdidas, ya que como lo expresan Bravo y Tizón (1997) "solo se pierde dinero en Bolsa cuando se vende. Mientras se mantienen las acciones, las pérdidas o minusvalías de los valores sólo están sobre el papel".

Cabe destacar que la crisis llegó a tal punto que como lo expresa Quesada (2006) "a febrero del 2004, las sociedades de fondos administraban activos por ₡.1.282 millones de colones de un total de 72.357 inversionistas. Tres meses luego del crack, pasaron a administrar ₡.635.800 millones de 39.573 inversionistas".

La crisis financiera tuvo su mayor desplome en el primer semestre del 2004 en el que la mayoría de inversionistas liquidaron su participación de los fondos de inversión y los colocaron en instrumentos tradicionales del sistema financiero local. Como se analiza en el cuadro 5.1, para finales del 2004 los fondos de inversión registraban activos administrados por ₡.642.604 millones de colones lo que supuso una reducción del 53,37% en relación al año anterior. Los fondos de crecimiento a largo plazo fueron los que mayores salidas registraron, toda vez que al darse incrementos progresivos en la tasas de interés de la FED afectó los horizontes de inversión a largo plazo, por lo que varios inversionistas optaron por fondos de corto plazo o de mercado de dinero debido a que estos fondos eran muy líquidos en relación a los de largo plazo.

Es interesante observar, como los fondos inmobiliarios se favorecieron de este desequilibrio financiero, ya que fueron los únicos que registraron un crecimiento importante con relación a años anteriores. Puesto que este tipo de inversiones se enfoca en desarrollos inmobiliarios y no financieros, además en la mayoría de los casos supone un ingreso constante por concepto de alquileres de los inmuebles administrados y no están sujetos a la volatilidad de las tasas del mercado bursátil.

Cuadro 5.1  
Activos administrados por los fondos de inversión  
(En millones de colones)

<b>Fondos de inversión</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>
Mercado de dinero	¢. 85.631	¢.172.338
Corto plazo	¢. 88.960	¢.104.828
Ingreso	¢. 278.086	¢.102.018
Crecimiento	¢. 651.085	¢.127.388
Accionario	¢. 1.839	¢. 1.262
Inmobiliario	¢. 94.546	¢.130.630
Titularización hipotecaria	¢. 3.793	¢. 4.140
Saldos de activos	¢.1.203.940	¢.642.604

Fuente: Sugeval

A pesar de la crisis, se mantuvo la preferencia de invertir en fondos de inversión en dólares tal como se establece en el cuadro 5.2, pues la devaluación aun hizo que fuera atractivo este tipo de fondos. Sin embargo, estas inversiones decrecieron en un 8% con respecto al 2003.

Es conveniente destacar que, desde el punto de vista de finanzas públicas es preocupante de mantener tan elevada concentración de inversiones en moneda extranjera, porque provoca que el mercado financiero local sea muy susceptible a fluctuaciones del mercado internacional y que las decisiones de organismos internacionales presionen los indicadores macroeconómicos del país.

A nivel macroeconómico esta situación hace que la política monetaria y fiscal que dicta el Banco Central de Costa Rica no tenga la efectividad que buscan alcanzar las autoridades monetarias, toda vez que se puede manejar la economía nacional con instrumentos financieros como la tasa básica pasiva aplicada a los colones pero cuando se trata de una economía altamente dolarizada la situación cambia completamente a tal punto que las políticas económicas pierden el alcance deseado.

Cuadro 5.2  
Fondos de inversión: inversiones por monedas  
(En porcentajes)

Fondos de inversión	Año 2003		Año 2004	
	¢.	\$	¢.	\$
Mercado de dinero	69	31	34	66
Corto plazo	88	12	77	23
Ingreso	21	79	41	59
Crecimiento	17	83	23	77
Accionario	53	47	31	69
Inmobiliario	-	100	-	100
Titularización hipotecaria	-	100	-	100
Saldos de activos	25	75	33	67

Elaboración propia con datos de Sugeval

Si bien es cierto, fueron factores financieros los que originaron la crisis, no hay que olvidar que también se incurrieron en muchos errores por parte de las SAFIS. Primero, fue la falta de información adecuada para los potenciales inversionistas, ya que muchos de estos desconocían que si bien los fondos les podrían generar buenas ganancias también era posible que se incurriera en pérdidas y que esta situación era normal dentro del mercado bursátil. De hecho, una de las mayores fallas de las SAFIS fue no haber contado con personal debidamente capacitado para que a la hora de captar los recursos, le explicara al inversionista en que consistían los fondos de inversión y cuáles eran los pro y contras de invertir en este tipo de instrumentos. En lugar de ello los bancos que eran los que realizaban la captación asumían que las personas conocían dicha información y lo colocaron como un producto más.

No se puede desconocer que el haber utilizado a la figura de los fondos de inversión como forma de apalancamiento, también incidió en la crisis financiera del 2004, ya que lo que muchos inversionistas hacían era pedir prestado a bajas tasas de interés en el sistema financiero sobre todo en dólares y con ese dinero invertían en los fondos, lo que daba como resultado que de los rendimientos se pagarán los intereses y el resto era ganancia para el capitalista. Lo malo de esta figura es que creaba una liquidez ficticia en el mercado y con ello inflaba los precios de los bonos. Sin embargo, a la hora de enfrentar la crisis este tipo de inversionista fue el más afectado porque no solo perdió su inversión sino que también estaba endeudado.



Todo esto, sumado a la decisión de la Reserva Federal de subir las tasas de interés hizo que los bonos de Costa Rica, de los que se componía en su mayoría el portafolio de las administradoras de fondos, se cotizaran a menores precios que en años anteriores y con ello, se vieran afectadas las ganancias de las SAFIS así como de los inversionistas, con las consecuencias ya anotadas.

El análisis realizado a los rendimientos que presentaron los fondos de inversión para finales del 2004, tal como lo indica el cuadro 5.3, muestra que se dio una reducción en los rendimientos de los fondos de inversión de mercado de dinero y corto plazo en dólares. Es oportuno destacar que a mediados del 2004 las tasas de rendimiento de estos fondos llegaron a los niveles más bajos producto de la corrida de inversiones, pero para diciembre del mismo año las tasas se recuperaron ligeramente.

En tanto que para los fondos en colones con el objetivo de incentivar el ahorro en esta moneda el sector público no financiero mantuvo las tasas relativamente estables con relación al año anterior.

Cuadro 5.3

Rendimiento promedio de fondos de inversión  
Por tipos de fondo y monedas  
(Promedio anualizado)

Fondos de inversión	Año 2003		Año 2004	
	¢.	\$	¢.	\$
Mercado de dinero	11.57%	1.66%	11.68%	1.75%
Corto plazo	11.44%	2.84%	11.58%	1.32%
Ingreso	10.99%	3.95%	12.82%	7.21%
Crecimiento	12.11%	3.40%	12.62%	4.92%
Accionario	-19.86%	8.88%	6.16%	10.04%
Inmobiliario	-	32.49%	-	29.16%
Titularización hipotecaria	-	8.02%	-	7.52%

Fuente: Sugeval

Lo rescatable de la crisis, por de decirlo de alguna manera, es que a pesar de las pérdidas, las personas mantuvieron su confianza en el sistema bancario nacional ya que si bien es cierto retiraron su dinero

de los fondos, este dinero fue depositado en su mayoría en cuentas de ahorro, cuentas corrientes, certificados de depósito entre otras, lo que evitó una iliquidez del sistema, debido a que muchas SAFIS tuvieron que acudir a sus bancos para hacer frente al masivo retiro de los fondos.

En fin, lo sucedido en marzo del 2004 fue una señal de los cambios que necesitaban realizarse en el sistema bursátil local. También, fue una forma de enseñar a las administradoras de fondos que es necesario ver más allá de las fronteras nacionales a fin de entender que las acciones que se tomen en economías internacionales pueden afectar a economía local.

## **6. Participación actual en el mercado de inversiones**

Si bien es cierto dos años después de la crisis de los fondos de inversión las SAFIS han podido recuperarse de su impacto, Quesada (2006) sostiene que "la industria administra ¢.740.150 con 31.327 inversionistas, que en relación con febrero del 2005, significa un aumento del 11% y una caída del 20,5%, respectivamente", lo que expresa que esta recuperación aun no llega a los niveles del 2003.

Sin embargo, actualmente en el mercado de inversiones se observa una tendencia a preferir fondos que de cierta manera impliquen mayor seguridad, protección y estabilidad. Es por ello que, los fondos cerrados (aquellos cuyo patrimonio es fijo, las participaciones colocadas entre el público no son redimibles directamente por el fondo, sino por el mercado secundario) están teniendo auge entre los inversionistas.

Para Alexander Lagos, economista y corredor de Cathay Valores, las perspectivas sobre el futuro de los fondos de inversión son muy positivas toda vez que la cartera financiera se recuperó sustancialmente tras la crisis, aunque se han dado cambios en la preferencia de fondos ya que como él explicaba ahora la tendencia es invertir en títulos de corto plazo, fondos cerrados e inmobiliarios, buscando la diversificación de las carteras en tanto que los títulos a largo plazo ha dejado de ser atractivos a los ojos de los inversionistas. Concuera con lo dicho por Burgos (2006) "el consejo básico es la diversificación, y en la coyuntura actual, la otra recomendación básica es estructurar portafolios -carteras de inversión- con duraciones cortas debido al posible incremento en tasas de interés".

La moneda que sigue dominando los fondos de inversión son los dólares, porque representan un rendimiento asegurado por la devaluación. No obstante, los precios de los títulos en colones están poniéndose cada vez más atractivos, por los intereses que rinden, a lo que hay que sumarle la posibilidad de una apreciación de capital siguiendo las expectativas generadas por la anunciada política monetaria del Banco Central de Costa Rica.

Hoy por hoy, en el mercado bursátil local se tranzan entre 20 a 25 bonos estatales por operación bursátil, esto considerando que de los eurobonos costarricenses el 70% se tranzan en los puestos de bolsa locales. Además, 8 empresas cotizan en bolsa, sin embargo con el objetivo de diversificar la cartera y con ello reducir riesgos, las administradoras de fondos están buscando diseñar su portafolio de tal manera que éste incluya opciones en mercados internacionales como bonos de otras economías emergentes, que tengan buena calificación por parte de las calificadoras de riesgos y que además sean muy líquidos, entre los bonos que están siendo considerados están los de Brasil, Perú, México y Colombia.

En tanto que a lo interno de su administración las SAFIS también han hecho cambios positivos, toda vez que a raíz de la crisis se capacitó adecuadamente al personal que atiende y capta los recursos para ser invertidos en los fondos. De hecho, es un requisito primordial e indispensable para trabajar en este puesto el estar certificado por la SUGEVAL. Adicionalmente, se hace un estudio del perfil del potencial inversionista para que ofrecerle el tipo de fondo que mejor se adapte a sus necesidades y además han incluido en el staff de las administradoras de fondos a economistas y analistas de riesgo para que monitoreen y analicen las mejores opciones de inversión tanto en el mercado internacional como local. Todo ello demuestra que, las sociedades administradoras de fondos de inversión, están caminando hacia la apertura y búsqueda de un mercado bursátil más allá de las fronteras de Costa Rica.

De aquí a cinco años, según lo dicho por Lagos (2006), el mercado de valores costarricense será más ágil, abierto a opciones internacionales y menos concentrado en títulos y bonos nacionales, siempre claro está que se incentive y promueva una cultura bursátil y financiera entre la sociedad, trabajo que en gran medida le corresponde liderar a las sociedades administradoras de fondos de inversión.

## 7. Conclusiones

Desde su incursión en la economía nacional las sociedades administradoras de fondos de inversión han tenido el apoyo e impulso por parte de las autoridades monetarias, toda vez que en sus inicios su desarrollo se debe a directrices dadas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

Con base en esto, los fondos de inversión se han convertido en el producto bursátil preferido por los inversionistas, lo que da un incentivo a la Bolsa Nacional de Valores que había estado pasando por un proceso de estancamiento dado lo lineal de las transacciones que realizaban en los puestos de bolsa con pocas empresas emisoras.

Al estudiar el periodo de auge de los fondos de inversión del año 2000 al 2003, se observa que estos fondos crecieron de forma continua hasta alcanzar su punto más alto en el 2003, con un crecimiento de más de 400% con respecto al primer año de estudio. Durante esta etapa se manifiesta una marcada preferencia por invertir en dólares, al punto que del total de activos administrados por las sociedades administradoras de fondos de inversión el 75% estaba invertido en dólares.

La diversificación en el horizonte de inversión fue otra de las características de este periodo. Se colocaron inversiones a corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, la diversificación esta ausente al momento de analizar la composición de cartera por tipo de emisores ya que se establece una marcada preferencia y concentración por los fondos que estén constituidos por títulos y bonos del sector publico costarricense. Uno de los hechos que más peso tuvo a la hora de invertir en fondos de inversión fueron los rendimientos, que fluctuaron entre 13% en colones y un 4,5% en dólares durante el periodo de estudio, rendimiento que a la postre se vio afectado por la crisis del 2004.

Después de la crisis de los fondos de inversión que se dio en marzo del 2004, muchas son las lecciones que aprendieron. Afortunadamente para el sistema financiero esas lecciones no tuvieron un costo económico demasiado elevado, ya que si bien es cierto aún los fondos de inversión no están a niveles de años anteriores el mercado bursátil está en franca recuperación y lo más importante el sistema financiero mantiene la confianza por parte de los inversionistas y población en general.

Es por ello que, las sociedades administradoras de fondos de inversión, han tenido que evolucionar y aprender que lo más

importante es educar al inversionista para que en momentos de crisis no se deje llevar por impulsos, y hacia dentro una lección aprendida es la importancia de diversificar sus carteras y asesorar correctamente.

Sin embargo, es necesario reconocer que ocho años después de que las sociedades administradoras de fondos de inversión fueron creadas a través de la Ley No. 7732 estas se han afianzado y se han constituido en una parte muy importante de la economía nacional y que a pesar de los errores en los que pudo incurrir, su aporte es importante e imprescindible para el crecimiento financiero local.

## 8. Bibliografía

Alfaro, O. y Matarrita, R. (1996). *Implicaciones del análisis de media-varianza para el mercado de valores costarricense*. San José. Universidad de Costa Rica.

Araujo, A. (2006, 27 de junio). Entrevista realizada a Alexander Lagos Sánchez, economista y corredor del puesto de bolsa del grupo financiero Cathay.

Bravo, P. y Tizón, A. (1997, 9 de noviembre). Los fondos capean la crisis bursátil. *Su Dinero*. Recuperado el 25 de junio del 2006, de <http://www.el-mundo.es/sudinero/noticias>.

Burgos, N. (2000, 1 de octubre). Prevén cambios en cultura de inversión. *El Financiero*. Recuperado el 17 de junio del 2006, de <http://www.capitalfinanciero.com>.

Burgos, N. (2005, 14 de febrero). Diversificar no concentrar. *El Financiero*. Recuperado el 21 de junio del 2006, de <http://www.capitalfinanciero.com>.

Delgado, E. (2002, 1 de septiembre). Pérdidas mínimas por valoración. *El Financiero*. Recuperado el 17 de junio del 2006, de <http://www.capitalfinanciero.com>.

Popular valores (2003). *Educando al Inversionista*. San José. Popular Valores.

Méndez, P. (2000). Fondos de inversión, cambios a la vista. *Actualidad Económica*. Noviembre. Recuperado el 22 de junio del 2006, de <http://www.actualidad.co.cr>

Quesada, W. (2006, 20 de marzo). Fondos de inversión se levantan y exploran nuevos caminos. *El Financiero*. Recuperado el 18 de junio del 2006, de <http://www.capitalfinanciero.com>.

Superintendencia General de Valores. (2006). Ley Reguladora del Mercado de Valores. Recuperado el 17 de junio del 2006, de <http://www.sugeval.fi.cr>