

CRISIS EN EL MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN: EXPERIENCIA, RESULTADOS Y LECCIONES¹

Julio César Espinosa Rodríguez²

Docente e investigador de la Escuela de Economía,

Óscar Hernández Moreira

Economista e investigador bursátil, Popular Fondos de inversión, S.A.

“One day in 1960, having said what I had to say about portfolio theory in my 1959 book, I was sitting in my office at the RAND Corporation in Santa Monica, California, [...] when a young man presented himself at my door, introduced himself as Bill Sharpe, and said that he also was employed at RAND and was working toward a Ph.D. degree at UCLA. He was looking for a thesis topic. His professor, Fred Weston, had reminded Sharpe of my 1952 article, which they had covered in class, and suggested that he ask me for suggestions for a thesis topic. We talked about the need for models of covariance. This conversation started Sharpe out on the first of his (ultimately many) lines of research, which resulted in Sharpe (1963) [...] On that day in 1960, there was no talk about the possibility of using portfolio theory to revolutionize the theory of financial markets, as done in Sharpe (1964)”.

Harry Markowitz

Resumen

En el año 2004 se rompió el mito de que las inversiones en valores públicos no eran riesgosas, lo cual era básicamente una falacia. Por primera vez los inversionistas se vieron expuestos a la pérdida -de proporciones considerables- de parte de su dinero que tenían invertido en fondos de inversión o directamente en valores costarricenses gubernamentales. Así la frase “carteras o valores 100% públicos” utilizada por inversionistas, corredores de bolsa, asesores en inversiones, ejecutivos de cuenta, etc, la cual hacía referencia a “inversiones muy seguras” o “inversiones cero riesgo”, se fue literalmente al cajón de la basura. Las pérdidas que sufrieron los inversionistas reflejaron problemas en tres áreas. Primero, la SUGEVAL, fue negligente desde varios puntos de vista para obligar a los gestores de cartera a actuar responsablemente. Segundo, algunos de los gestores de carteras no se comportaron como “buenos padres de familia”. Y tercero, la falta de una cultura financiera. Por otro lado, a lo anterior hay que agregarle una subida del precio de los títulos de deuda soberana costarricenses, lo cual no respondía a criterios racionales y /o técnicos; y finalmente, la mala gestión por parte de la SUGEVAL y Banco Central de la crisis, resultado entre otros aspectos de la falta de experiencia en este tipo de situaciones

¹ Se desea agradecer de manera especial a los colegas Francisco Bonilla Shipley y Lisbeth Quiñones Lima, con quienes se han discutido estos temas en distintas ocasiones tanto antes, durante y después de la crisis de Fondos de inversión. Sus aportes y comentarios han contribuido a enriquecer el contenido del presente trabajo.

² Las ideas expresadas en este documento son responsabilidad de los autores y no necesariamente representan la opinión de las entidades en las que laboran.

I. Introducción

La crisis que enfrentó el mercado de valores en el 2004 fue quizás un punto de quiebra en el proceso de aprendizaje, tanto para los operadores en el mercado como para los inversionistas. La crisis hizo evidentes una serie de problemas que enfrenta actualmente el mercado de valores costarricense.

Primero, se mostró cómo la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) puede perder el control o le faltan mecanismos para regular a los administradores de carteras, así como la administración y publicidad de la información al público.

Segundo, no existe la suficiente información en el mercado en cantidad y calidad, lo cual hace que los inversionistas y asesores en general tomen decisiones sin saber realmente que hay detrás de los productos financieros ofrecidos.³

Tercero, hubo fallos importantes en algunos operadores, tanto en la transparencia para ofrecer los fondos de inversión, como para asesorar a sus clientes. Además, en algunos casos no hubo claridad respecto al tipo de producto que se vendía.

Todos los elementos anteriores, conjugado con el pánico que sufrieron los inversionistas y los operadores de carteras, llevaron a que los valores gubernamentales cayeran a niveles nunca vistos, ocasionando que se generaran pérdidas importantes a los clientes, aspecto al que no estaba familiarizado el mercado y mucho menos los inversionistas.

En los apartados siguientes se pretende dar una explicación a lo sucedido, pero no sin antes mencionar aquellos elementos teóricos necesarios para entender en que se ha fallado y hacia donde deberían dirigirse los cambios a realizarse.

2. Marco Teórico: Aspectos esenciales de un Mercado de Valores

Este apartado pretenden desarrollar una serie de conceptos y planteamientos sobre el mercado de valores, aspectos sumamente importantes para un buen desarrollo de un mercado de valores, los

³ Lo cual quedó muy claro con lo sucedido con la Corporación Fishel.

cuales serán la base para el enfoque de los apartados siguientes.

2.1. Elementos generales

El sistema financiero se puede definir como un conjunto de instituciones, que de una u otra manera, dentro de determinado marco jurídico, administran y dirigen los diferentes activos financieros (permitiendo la transferencia de activos entre ahorrantes e inversionistas), brindando servicios financieros de cualquier índole (Espinosa 1997).

Asimismo el sistema financiero se divide en dos mercados: el mercado de dinero y el mercado de capitales. Precisamente en este último está el mercado de valores. Básicamente el mercado de valores debe estar en capacidad de:

- Poner en contacto a oferentes y demandantes de activos financieros.
- Permitir el intercambio de los activos mediante la fijación de los precios.
- Facilitar información sobre las condiciones de compra y venta de activos.
- Arbitrar medidas y procedimiento que mejoren la liquidez de los activos cotizados

Ahora bien, lo anterior no se podría llevar a su plenitud si los inversionistas no tienen confianza en el funcionamiento de los mercados. Esto obliga a que se deban establecer una serie de aspectos deseables que posea el mercado de valores, que contribuyan al objetivo de lograr confiabilidad en el sistema, a saber:

- Asegurar que los mercados cumplen el fin económico de asignar eficientemente el ahorro a la inversión
- Proporcionar una adecuada protección de los intereses de los participantes.
- Contribuir a que la actividad en los mercados se desarrolle de la forma más eficiente⁴ y transparente posible.

⁴ En términos de inversiones, se dice que un mercado es eficiente cuando un inversor no le puede ganar sistemáticamente al mercado, entendiéndose por mercado el índice de referencia o benchmark del portafolio. La teoría de los mercados eficientes está basada en la teoría del camino azaroso (random-walk theory). Un camino azaroso es aquel en que los futuros pasos o direcciones no pueden preverse sobre la base de

Según lo anterior, el mercado de valores debe contar con una infraestructura para un funcionamiento eficiente, así como también la interrelación entre los participantes debe ser lo más eficiente posible para evitar distorsiones, y buscar la mayor transparencia posible, lo cual debe ser garantizado con niveles de información suficiente para que los precios reflejen situaciones reales. En este sentido, existe una institución a nivel internacional que establece los lineamientos hacia donde deberían dirigirse las regulaciones de los mercados internacionales, esta es IOSCO⁵

las acciones pasadas. Cuando el término es aplicado a los mercados de capitales, significa que los movimientos de los activos no pueden ser predichos. Por lo tanto, si se le preguntara a un defensor de la eficiencia de mercado cuál es el mejor predictor de los precios futuros de un activo, contestaría el precio de hoy. Esto también se explica porque la eficiencia está relacionada directamente con la disponibilidad de la información para los inversores. Dado que la información se ve reflejada en los precios de los activos, cuanto mejor y más amplia sea esta información, mejor va a estar reflejado en el precio de estos activos su real y justo valor. Dicho de otra manera, los precios incorporan toda la información disponible; como no se tiene el diario de mañana, el mejor predictor de precios futuros es el precio de hoy. Debe señalarse que se reconocen tres niveles de eficiencia. Primero, eficiencia débil: se dice que un mercado es eficiente desde el punto de vista débil cuando no se le puede ganar al mercado en forma sistemática contando con toda la información pasada disponible. O sea, el estudio de los precios pasados no son de utilidad para predecir precios futuros. El análisis técnico es una técnica de inversión que basa sus predicciones en el estudio del comportamiento de precios pasados. Si el mercado resultara eficiente desde el punto de vista débil, el análisis técnico no tendría razón de existir. Segundo, eficiencia semi-fuerte: se dice que un mercado es eficiente desde el punto de vista semi-fuerte cuando no se le puede ganar al mercado en forma sistemática contando con toda la información pública disponible. O sea, el análisis de los balances de la empresa, ir a conocer la fábrica, conocer los planes de expansión, entre otros, no sirven para predecir los precios futuros y ganarle sistemáticamente al mercado. El análisis fundamental es una técnica de inversión que basa sus predicciones en el estudio de la información de la empresa, la industria y la economía. Si el mercado resultara eficiente desde el punto de vista semi-fuerte, el análisis fundamental no tendría razón de existir. Y tercero, eficiencia fuerte: se dice que un mercado es eficiente desde el punto de vista fuerte cuando no se le puede ganar sistemáticamente al mercado contando con toda la información pública y "privada" disponible (en este último caso roza con el caso de "información privilegiada" que sería ilegal).

⁵ La IOSCO (International Organization of Securities Commissions) o en sus siglas en español OICV

2.2. Principios de IOSCO

IOSCO en un documento fundamental denominado: "*Objectives and Principles of Securities Regulation*" (Objetivos y Principios para la Regulación del Mercado de Valores) (2002) expone 30 principios para la regulación de los mercados de valores que se basan en los tres objetivos siguientes⁶:

- La protección de los inversionistas
- Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes
- La reducción del riesgo sistémico

Los tres objetivos son básicos para interpretar lo que sucedió en el 2004 con los Fondos de inversión, por lo cual es importante verlos con más detalle. Es importante destacar que los tres principios se complementan, pues en muchos casos el mejoramiento en uno de ellos, contribuye con los restantes. Por ejemplo, garantizar mercados justos, eficientes y transparentes simultáneamente proporciona protección al inversor y ayuda a reducir el riesgo en el sistema. Véase con detalle cada uno de los principios.⁷

2.2.1 La protección de los inversores

Los inversionistas deben estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluido el mal uso de la información privilegiada, el uso en beneficio del propio intermediario de las instrucciones del cliente ("*front running*") y los abusos en el manejo de los activos de los clientes.

Es muy claro que el mecanismo básico para garantizar la protección de los inversores es la difusión de información relevante y suficiente. Esto conlleva que puedan evaluar y sopesar entre el riesgo que asumiría y la rentabilidad que podría obtener. Un componente clave de los requisitos de difusión y publicidad de la información es la

(Organización Internacional de Comisiones de Valores) es el organismo internacional líder de los reguladores de los mercados de valores. Sus miembros actuales son organismos reguladores de 114 países cuya responsabilidad es la regulación de valores y la aplicación de sus leyes. Costa Rica es parte de los miembros.

⁶ En adelante este apartado sigue "a pie juntillas" los comentarios hechos en IOSCO 2002

⁷ Para ahondar en estos temas se puede consultar a IOSCO 2001, Alonso y Sastre (2003), Weil (2002), Wang, Liao, y Deng (2003) y Rindi (2002).

existencia de normas de contabilidad y auditoría de una calidad elevada e internacionalmente aceptable.⁸

Los operadores en el mercado que ofrecen servicios al público deben ser entidades debidamente autorizadas por las autoridades competentes; los requisitos de capital y recursos mínimos exigibles deben diseñarse para que una casa de valores pueda cumplir las exigencias de sus contrapartidas en cada momento y, si es necesario, liquidar su negocio sin generarle pérdidas a sus clientes.

La supervisión debe lograr la protección de los inversores fijando normas mínimas para los participantes del mercado. Los inversores deberán ser tratados por los intermediarios de una manera justa y equitativa, conforme a patrones que deberán fijarse en las normas de conducta. Debe existir un sistema amplio y completo de procedimientos de inspección, supervisión y cumplimiento. La protección del inversionista debe incluir la enérgica aplicación de la regulación.

⁸ Esto no es garantía, pues con el escándalo de Enron la firma Arthur Andersen reconocida internacionalmente no realizó los cometidos señalados. De hecho resulta hasta risible los sentimientos que generó esta situación para muchos consultores-audidores y empresas de este ramo. En los casos de fraudes como Enron, WorldCom, Xerox y Vivendi la primer pregunta obligatoria es ¿qué está fallando y qué fue lo que ocurrió?, así como, ¿dónde estaban las entidades reguladoras?, pues quedó muy claro que firmas reconocidas no son garantía de una buena, veraz y real auditoría. De tal manera, parece estar parte de la respuesta en las normas técnicas de la contabilidad, que podrían tener grietas que permiten ocultar información de una manera que pareciera ser legal. Esto evidentemente, mediante movimientos contables permitidos por las regulaciones, impactaba negativamente las decisiones de los inversionistas. Así, entidades como la SEC (Securities and Exchange Commission) de EE.UU., así como la Comunidad Europea, han venido trabajando en normas contables mucho más estrictas en lo referente a la transparencia y seguridad de la información. Esto incluiría regulaciones contables más estrictas y la prohibición de informes e informaciones de prensa donde se omitan datos relevantes que impiden reflejar la situación real de las empresas. No obstante, mucho de la respuesta de lo que sucedió está en la actuación dolosa de los que dirigían las empresas, tema que por más estricta y previsor que sea la legislación son situaciones que no podrán evitarse. Sobre estos temas Cf. Mora 2002, Stiglitz 2003. Igualmente debe tenerse presente que se debe avanzar en crear conciencia sobre management ético en las empresas.

Los inversores deberán tener acceso a un mecanismo neutral (como los tribunales u otros mecanismos para resolver conflictos) o contar con medios de resarcimiento y compensación por conductas indebidas.

2.2.2 Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes⁹

La aprobación por parte del regulador de los operadores de las bolsas así como de los sistemas y normas de negociación ayuda a asegurar un mercado justo. Asimismo, la justicia está muy ligada con la prevención de prácticas de negociación indebidas, protegiendo a los inversionistas de que no se favorezca a unos participantes frente a otros.

La regulación debe detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales de negociación. Además, debe promover prácticas en el mercado que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso de fijación de precios que sea fiable.

En un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante es puntual y generalizada, lo cual se refleja en el proceso de formación de los precios. La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real.

La información previa a la negociación está relacionada con la presentación de órdenes en firme como medio para permitir que los inversores conozcan, con algún grado de certeza, si pueden operar y a qué precios. La información posterior a la negociación está relacionada con los precios y el volumen que se han cruzado en todas las operaciones individuales realmente realizadas. En este sentido, la regulación deberá garantizar los máximos niveles de transparencia.

2.2.3 La reducción del riesgo en el sistema

Algo que se debe tener muy claro en cualquier mercado, es que los reguladores no pueden

⁹ Sobre la polémica de hasta donde debe llegar la transparencia Cf. Bloomfield y O'Hara, (1999 y 2000, Lee, 2002, Madhavan. 1999 y Mulherin 1993.

impedir la quiebra de alguno de sus participantes; de tal manera que su obligación es reducir ese riesgo. Sin embargo, cuando la quiebra sea inevitable la regulación deberá aliviar su efecto y, en particular, intentar aislar el riesgo de la institución en quiebra. Por lo anterior, los participantes del mercado deben estar sujetos a requisitos adecuados y constantes de recursos propios y otros requisitos prudenciales. Si es necesario, un intermediario debe ser capaz de liquidar su negocio sin pérdidas para sus clientes y contrapartidas o sin daños para el sistema. Por otro parte, el asumir riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no deberá sofocar innecesariamente la asunción legítima de riesgos. Más bien los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales sean suficientes para controlarlo, para absorber las pérdidas que se puedan producir y para limitar la toma excesiva de riesgos. Asimismo, deben existir disposiciones efectivas y legalmente seguras para tratar los casos de incumplimiento.

3. Evolución reciente de los Fondos de inversión

El crecimiento de los Fondos de inversión desde su aparición se ha caracterizado por varios elementos que se han venido reforzando en el tiempo. Primero, han crecido rápidamente, y se llegaron a transformar en uno de los mecanismos favoritos de los inversionistas para invertir, rebasando ampliamente a sus predecesores los CAVs y OPABs.¹⁰

Segundo, han sido instrumentos que se ha concentrado en su mayoría en el mercado de

¹⁰ Los CAVs y OPABs eran carteras mancomunadas administradas por los puestos de bolsa que funcionaron a través de una promesa a sus inversionistas de liquidez inmediata y rendimiento determinado. Los OPABs eran teóricamente individuales, pero compartían títulos entre sí y el traslado de títulos de un OPAB a otro (o a un CAV) no se daba mediante una operación de Bolsa. No obstante, a finales del año 2001 se aprobó una reforma que obligó a los Puestos de bolsa a individualizar las cuentas de los clientes que participaban de las carteras de OPAB, eliminando la posibilidad de reasignar títulos entre sus clientes sin realizar una operación de bolsa. Sin embargo, durante muchos años esos fueron los mecanismos principales de los puestos de bolsa para gestionar la liquidez de los clientes, lo cual cambió conforme se fue restringiendo su uso a través de regulaciones más estrictas y con el desarrollo de los fondos de inversión.

moneda extranjera. Y tercero, el mayor crecimiento de la figura se ha centrado en operadores públicos, quienes han llegado a dominar más del 50% del total del mercado.

Las razones para el fuerte crecimiento de los fondos de inversión se deben a varios factores: primero, la eliminación de figuras semejantes no reguladas, tal como fideicomisos y comisiones de confianza, así como las carteras de los puestos de bolsa, a saber CAVs y OPABs. Este tipo de instrumentos poseían características que no le daban transparencia al mercado y dejaba desprotegido al inversionista frente al administrador de las carteras. Segundo, la caída de las tasas de interés en los últimos años los ha transformado en un interesante medio para lograr mayores rentabilidades de los recursos. Tercero, a lo largo de estos años muchos fondos de inversión se estructuraron bajo un esquema de liquidez inmediata, pero respaldado con carteras de largo plazo, lo cual hizo muy atractivos los rendimientos y estimuló a que los inversionistas se trasladaran a esa figura.¹¹

Cuarto, la falta de un desarrollo mayor del sector financiero y el mercado de valores, así como la falta de una apertura por parte de los inversionistas para invertir en valores y figuras internacionales, en donde la aparición de nuevos e innovadores medios de captación se ha detenido, y más bien participantes en el mercado de valores se han retirado. Quinto, el crecimiento del déficit fiscal no ha dejado de ser un aspecto importante que ha contribuido a ese crecimiento, pues los fondos de inversión se han transformado en una "válvula de escape" importante de liquidez. Sexto, la falta de "cultura financiera" por parte de la mayoría de inversionistas hizo ver a los fondos de inversión como un mecanismo de inversión infalible y carente de riesgos.¹²

¹¹ Esto es un problema; y tal y como se verá más adelante, se hizo claro y evidente con la crisis. No obstante, esta fue una práctica común antes de que se implementara la valoración de las carteras a precios de mercado.

¹² Debe recordarse, sin embargo, que los fondos de inversión poseen muchas ventajas al ser mecanismos mancomunados de inversión, pues permiten al pequeño inversionista acceder al mercado y a escalas de inversión a los que no podría acceder individualmente. De tal manera se logra acceder a mecanismos de inversión más diversificados, se logra una gestión de cartera profesional, se reducen los costos y se tiene acceso a una mayor rentabilidad.

Como se puede observar en el **Cuadro 1**, los Fondos de inversión habían venido ganando participación en el mercado de manera acelerada pasando de representar tan solo un 1,35% del Producto Interno Bruto (PIB) en el año 1998, a ser

del orden del 17,27% del PIB hacia finales del 2003 (tan solo unos meses antes del “estallido” de la crisis).

Cuadro 1
Mecanismos de inversión colectiva en Costa Rica

	1998		2003	
	Monto (4)	% del PIB	Monto (4)	% del PIB
Fondos de inversión	49.119	1,35%	1.203.940	17,27%
Carteras Puesto de Bolsa (1)	160.876	4,44%	99	0,0014%
Fondos de Pensión (2)	17.526	0,48%	497.485	7,14%
Fideicomisos (3)	224.661	6,20%	3.907	0,05%
Total	452.182	12,47%	1.705.431	24,46%

Fuente: Elaboración propia con base en cifras de SUGEVAL.

(1) Incluye los saldos de las carteras de OPAB y CAV de los Puestos de Bolsa.

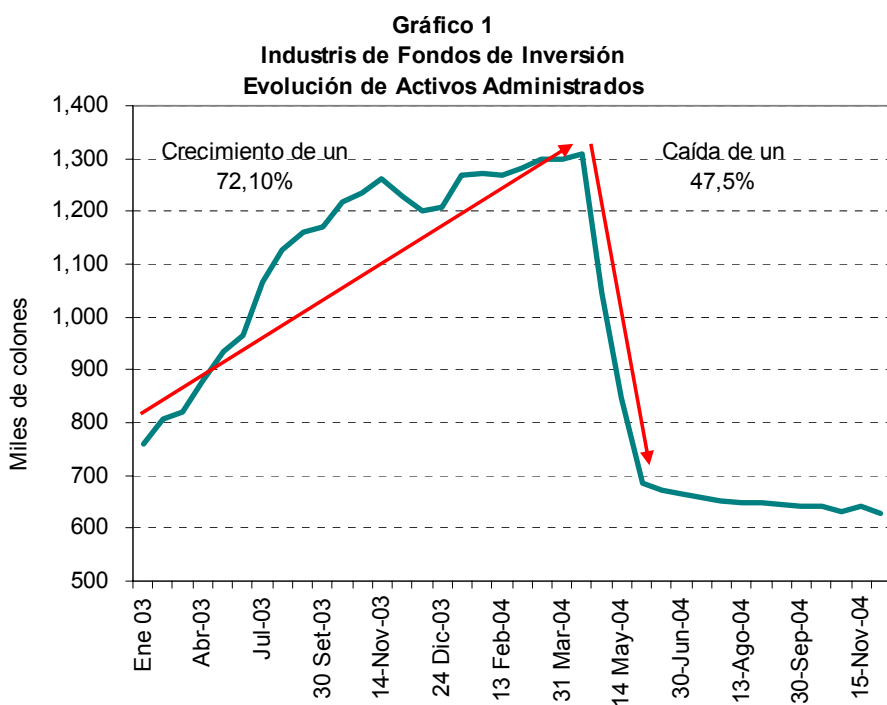
(2) Incluye los saldos del portafolio total de las operadoras en funcionamiento.

(3) Fideicomisos administrados como fondos de inversión.

(4) En millones de colones.

Esto comportamiento se refleja en el **Gráfico 1**, en cual se puede ver como evolucionó el volumen total de activos administrados por los fondos de

inversión. Entre enero de 2003 y enero de 2004; previo al inicio del período de crisis, el crecimiento de los activos fue de un 72,10%.



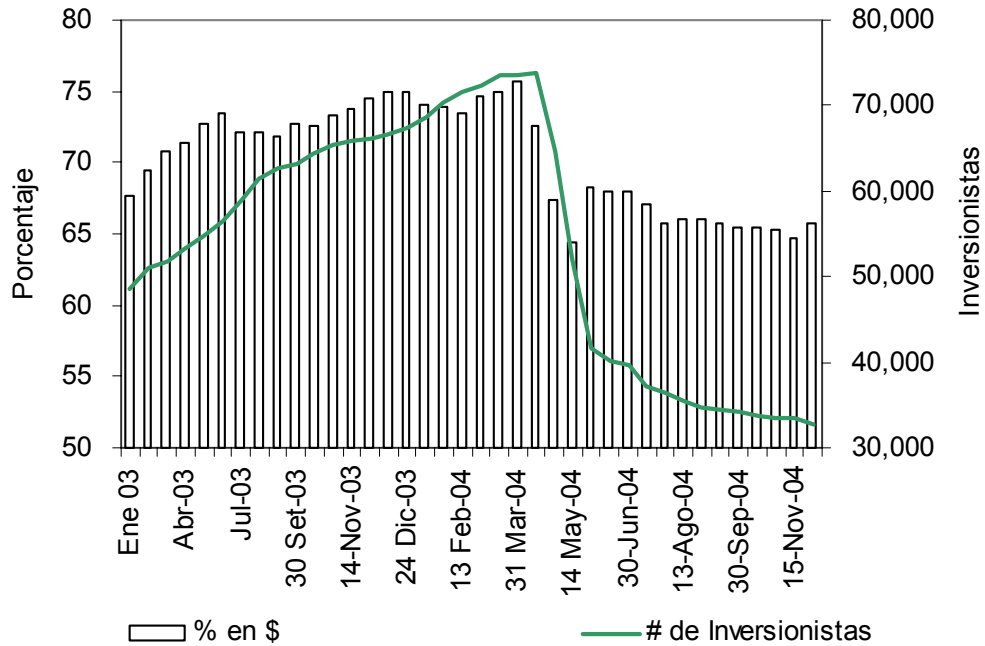
Por otro lado, resulta igualmente importante la cantidad de inversionistas que accedió a ese mercado en todos estos años. El **Gráfico 2** muestra esa impresionante evolución, así como la

tendencia de la distribución en monedas de los fondos de inversión. Claramente refleja el paulatino proceso de dolarización por el que viene atravesando la economía costarricense. De esa

manera, la concentración de los fondos de inversión en dólares llegó a ser de poco más de un 75%, tendencia que luego de la crisis no ha cambiando radicalmente, aunque sí se ha dado una reducción de unos 10 puntos porcentuales,

reacción lógica ante la situación que se suscitó. Una conclusión interesante, por tanto, es que el fuerte de la negociación de los fondos de inversión sigue siendo en dólares.

Gráfico 2
Números de Inversionistas y Porcentaje de los activos en \$



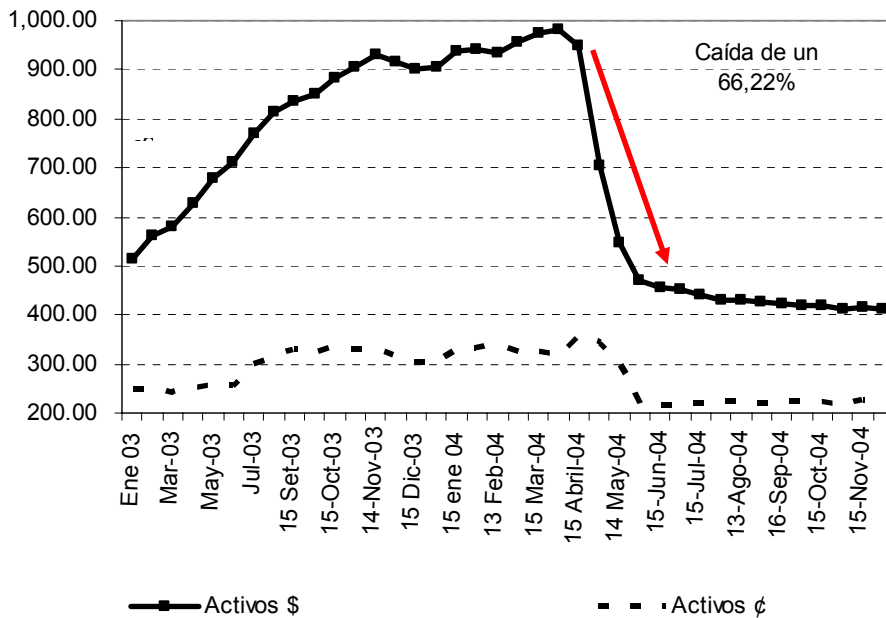
4. La crisis de los Fondos de inversión

4.1. Magnitud de la caída

Como se puede apreciar en el **Gráfico 1**, los fondos de inversión cayeron entre el 15 de marzo y el 31 de mayo alrededor de un 47,15%, a saber €612

mil millones. Sin embargo, el impacto fue en mayor medida sobre los fondos en dólares, los cuales eran los que habían crecido más en los últimos años. En el **Gráfico 3** se puede apreciar como la caída desde el punto más alto, a saber del 31 de abril al 31 de mayo, fue de poco más de un 55% del total de los activos.

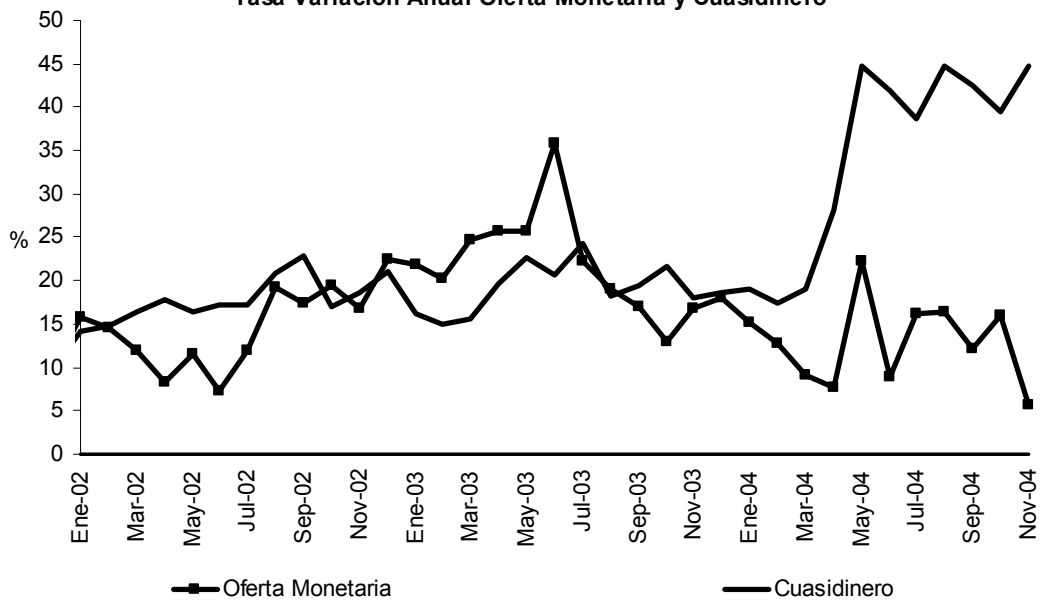
Gráfico 3
Activos Administrados



Asimismo, el número de inversionistas cayó fuertemente, pues como se puede apreciar en el **Gráfico 2** la cantidad de clientes que llegó a ser de casi 74.000 inversionistas al cierre del año 2004; cayó en poco más de un 43%. Claramente esto demostró como los clientes sintieron que el

producto no cumplía las expectativas que en inicio si cumplió, situación que los llevó a trasladarse a otros mecanismos de captación, llámese depósitos bancarios y similares. Esto se reflejó en incrementos muy grandes en el nivel del cuasidinero (véase **Gráfico 4**).

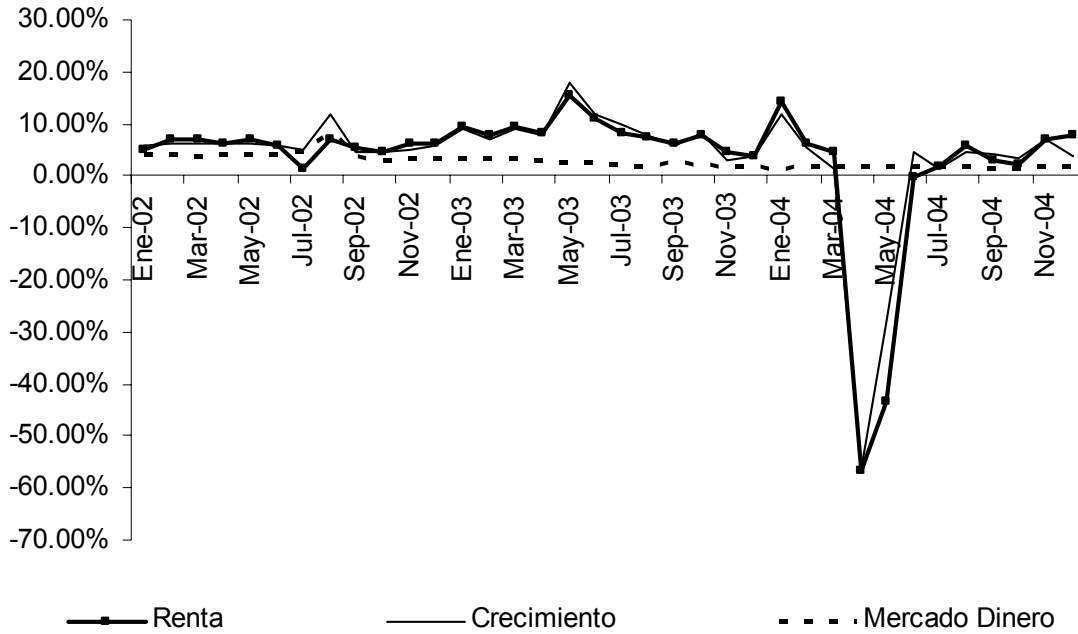
Gráfico 4
Tasa Variación Anual Oferta Monetaria y Cuasidinero



Otro ejemplo de la magnitud de la crisis se observa en el **Gráfico 5**; el cual evidencia que la fuerte caída de las rentabilidades de los distintos tipos de fondos es lo suficientemente aguda como para haber llevado a los inversionistas a correr a

retirar sus recursos de esa figura y trasladarse a instrumentos bancarios tradicionales. A la luz de todo esto, la pregunta que surge es: ¿qué sucedió en el mercado, qué produjo esa caída tan drástica en un plazo de tiempo tan pequeño?

Gráfico 5:
Fondos mercado de Dinero, Ingreso y Crecimiento en \$:
Rentabilidad promedio últimos 30 días



4.2. ¿Qué desencadenó la crisis?

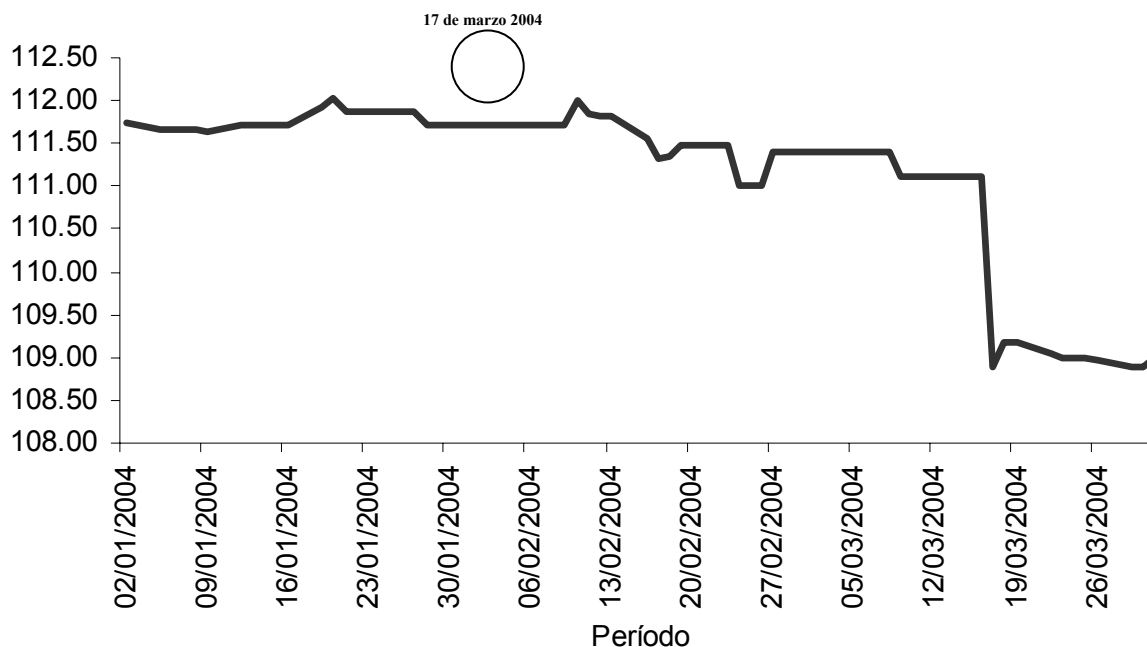
El evento que dio origen a esta crisis tuvo lugar el día 17 de marzo de 2004. En esta fecha el título denominado cd\$5 -emitido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR)- se negoció en la Bolsa Nacional de Valores a un precio menor al precio de referencia¹³, experimentando sólo en ese día una disminución en su precio de 235 puntos base al pasar de 111,60 a 109,25.

Debido a que el precio del título se ubicó por fuera de la banda de negociación previamente definida por la Bolsa Nacional de Valores (de +/- 2

desviaciones estándar del precio de referencia), fue necesario recurrir a una figura denominada llamadas a mercado, mediante la cual pueden entrar otros participantes a poner sus posturas de compra y venta al precio que ellos creen conveniente por un lapso de dos minutos; al final, el precio de cierre de las operaciones es un promedio simple de estas posturas. En el caso de las negociaciones con el cd\$5 el precio promedio de cierre fue muy bajo y eso generó a su vez una baja en otros títulos con características similares, entre ellos: el cd\$3; cd\$d3 y el cd\$b5; todos emitidos por el Banco Central de Costa Rica.

¹³ El precio de referencia es el precio de la última negociación de un título. Cuando han pasado varios días y el título no se ha negociado en Bolsa se considera el precio registrado en su última transacción como precio de referencia.

Gráfico 6:
Comportamiento del título cd\$5 del BCCR:
Ene -Mar 04



El problema consistió en que varias Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) tenían en sus carteras una cantidad importante de estos títulos, en especial del cd\$5, por lo que la caída en su precio afectó el valor del portafolio y con ello se produjo una caída en los rendimientos de los fondos administrados, especialmente en los fondos de inversión de Crecimiento e Ingreso¹⁴.

Para esas fechas BN Fondos, la SAFI del Banco Nacional, se consolidaba como la más grande del mercado en términos de activos administrados con un volumen de \$972,60 millones y un total de 32.224 inversionistas, lo que significaba un 31,83% y un 43,86% de la industria

respectivamente. Al concentrar el mayor volumen de inversiones en el título cd\$5; fue también la SAFI mayormente afectada por el ajuste a la baja en el precio de este activo.

Según datos de la SUGEVAL, hacia el 15 de marzo de 2004 BN Fondos administraba en la cartera de sus fondos de inversión de mediano y largo plazo en dólares un total de \$720,87 millones, de los cuales \$44,89 millones correspondían a inversiones en el cd\$5 del BCCR, en términos relativos esto representaba un 6,27% del portafolio de sus fondos de inversión de largo plazo en moneda extranjera y un 4,56% de la cartera total de esta Sociedad.

Asimismo, las SAFIs del BAC San José e Interfin, que para ese período ocupaban el segundo y quinto lugar del ranking respectivamente, tenían igualmente volúmenes considerables de inversiones en el título en cuestión. BAC San José SAFI tenía un monto de \$2,89 millones invertidos en el cd\$5, lo que representaba un 1,96% de la cartera de su fondo de ingreso en dólares.

¹⁴ Los fondos de inversión de crecimiento (en colones o dólares) son mecanismos de inversión de mediano y largo plazo cuyo objetivo es obtener beneficios por la capitalización continua de los intereses generados por las inversiones. Los fondos de inversión de ingreso son mecanismos en los cuales se pacta una distribución de la rentabilidad dentro de terminado periodo previamente definido (mensual, trimestral, semestral, etc.) e igualmente los hay en moneda local y moneda extranjera.

Por su parte, Interfin SAFI concentraba en sus carteras de mediano y largo plazo en dólares \$8,65 millones en ese título, es decir, un 6,33% del portafolio.

Tal y como se desprende del **Cuadro 2**; las cantidades más significativas de inversión en el título cd\$5 del Banco Central al momento de la caída en su precio, se concentró en las Sociedades Administradoras que para esa fecha se encontraban entre los primeros cinco lugares del mercado; sobresaliendo el caso de BN Fondos que superó por mucho a las demás SAFIs en cuanto a su volumen de inversiones en dicho título.

Además del deterioro de las carteras producto de la caída en los precios de los títulos mencionados, estos intermediarios debieron afrontar también una salida importante de inversionistas. En el caso

de BN Fondos, sólo un mes después del ajuste –al 15 de abril de 2004- su volumen de recursos administrados experimentó una caída de 10,14% y el número de inversionistas participantes en sus fondos se redujo en un 2,84%.

En ese momento se asumió el ajuste como una situación temporal; y se esperaba que al cabo de unos 30 días la tendencia de los precios se normalizara y los rendimientos de las carteras afectadas empezaran a mostrar una paulatina recuperación.

No obstante, pasados un poco más de un mes de haber experimentado este primer impacto, y cuando aún existía incertidumbre en torno al deterioro de los portafolios, el mercado se vería sacudido por un evento más que terminó por agudizar las consecuencias del primer "shock".

Cuadro 2
SAFIs de BN, BCR, BAC San José e Interfin:
Concentración en el título cd\$5 del BCCR al 15 de Marzo 2004

Sociedad Administradora	Cartera total*	Título cd\$5	Título cd\$5/ cartera total
BN Fondos	720.88	44.40	6.16%
Interfin, SAFI	136.72	8.65	6.33%
BAC San José, SAFI	148.07	2.89	1.96%
BCR, SAFI	391.58	1.00	1.12%

* En Fondos de inversión de Crecimiento e Ingreso
Cifras en millones de dólares

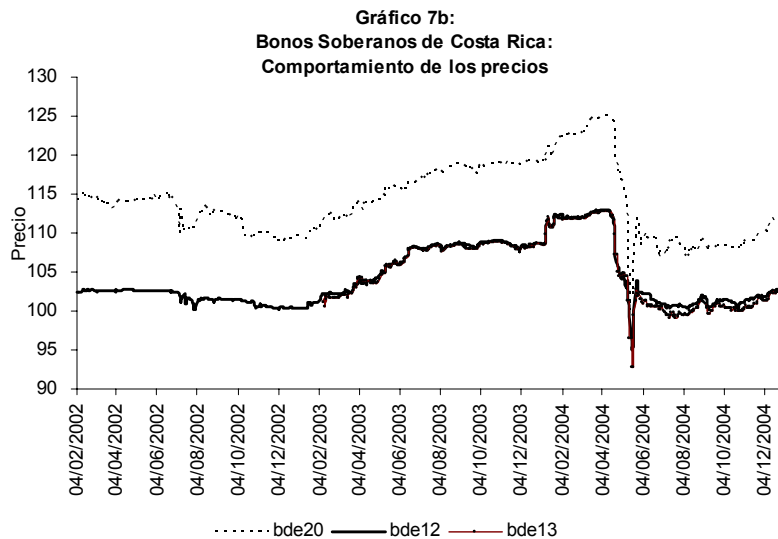
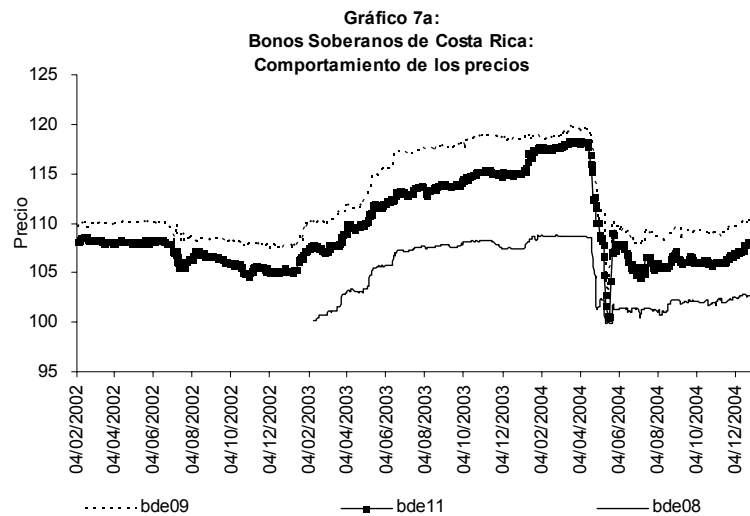
Este segundo evento tuvo lugar el 23 de abril del 2004, cuando el mercado fue víctima de un ajuste a la baja en los precios de los bonos soberanos¹⁵ de Costa Rica, generando disminuciones en los niveles de rentabilidad tanto de las SAFIs como de las Operadoras de Fondos de Pensión, las cuales contaban con títulos de este tipo respaldando sus portafolios.

4.2. Tendencia de los títulos de deuda externa costarricense

El crecimiento sostenido de los precios de los bonos de deuda externa costarricense es el

resultado de muchos elementos. Como se puede apreciar en la **Gráfico 7**; los bonos soberanos muestran una tendencia a crecer de sus precios sobretodo durante el año 2003. Por ejemplo, un bono bde20 pasó de tener un precio de poco más de 109 a mediados de diciembre del 2002, a más de 124 a mediados de abril del 2004.

¹⁵ Los bonos soberanos, también conocidos como eurobonos, son emisiones de valores efectuadas por el Gobierno de Costa Rica en los mercados internacionales con el objeto de obtener recursos para financiamiento de su déficit. Las emisiones se realizan a diferentes plazos de vencimiento (2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014 y 2020), en condiciones financieras atractivas -entiéndase tasas de rendimiento competitivas- y con garantía del Estado.



Esto empujó cada vez más a los gestores de carteras a comprar a precios muy altos, con el consecuente riesgo de corrección de esos precios y el potencial impacto en las carteras. Veamos a continuación las razones de ese comportamiento:

4.2.1. Incremento de la liquidez y manejo de la deuda del gobierno

En primera instancia se puede hablar de un incremento de la liquidez de la economía durante el 2003 que ayudó a presionar el lado de la demanda.

Algunas de las explicaciones de esa liquidez se centran en aspectos fiscales y la redención anticipada de los bonos Brady por parte del Banco

Central, acompañado de menos requerimientos por parte del gobierno por recursos, lo cual hizo que “escasear el papel”.

En el **Gráfico 4** se puede ver ese exceso de liquidez relativo que tuvo la economía en ese año. Si bien el Banco Central tuvo una activa política de reducir la liquidez, no es si no hasta el segundo semestre de ese año que lo logra.

Respecto a los bonos Brady, el Banco Central ejerció la opción de redimirlos anticipadamente, ya que estaba buscando mejorar la gestión de sus pasivos en moneda extranjera. En este sentido, en el primer semestre del año contrató un préstamo con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) con el cual logró pagar los bonos Brady

serie A 16, por un monto de ¢57,7 mil millones (\$145,4 millones al tipo de cambio vigente en ese momento). Esto evidentemente obligó a los tenedores de esos valores a buscar otras alternativas para trasladar sus recursos. A esto hay que agregar la cancelación de \$200 millones correspondiente a la primera emisión de bonos soberanos, situación que presionó aún más a los administradores de cartera.

Por otro lado, el Gobierno tuvo menos necesidades de acceder al mercado a financiarse, ya que logró en el año reducir en alrededor de un 1% del PIB su déficit, básicamente a través de incrementos en sus ingresos pues sus gastos se redujeron en cifras ínfimas.

Asimismo, se realizaron amortizaciones de deudas en el extranjero por una suma de alrededor de \$678,6 millones, siendo los rubros más importantes la cancelación por parte del Banco Central de los bonos Brady (ya mencionada), \$50 millones al Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y \$16 millones a BICSA Panamá; cancelación de \$200 millones correspondiente a la primera emisión de bonos soberanos (ya mencionada también); \$44,7 millones y \$37,1 millones al BCIE y Banco Interamericano de Desarrollo (BID) respectivamente; mientras que el ICE amortizó \$41,7 millones al BID y \$14,9 millones al BCIE.¹⁷

Lo anterior llevó a que muchos operadores de carteras se vieran obligados a buscar medios alternos de inversión, pues Hacienda requería menos recursos y adicionalmente redimió valores en circulación.

4.2.2. Tasas de interés internacionales bajas

Las tasas de interés han tenido valores históricamente muy bajos en los últimos años. Esto ha ocasionado varios aspectos interesantes. Por un lado, los inversionistas tanto locales como extranjeros han trasladado recursos invertidos en Estados Unidos a otros valores o mecanismos de inversión distintos en el mercado local. Por otro, esto ha significado un flujo de recursos de inversionistas costarricenses que tenían inversiones en el extranjero, pero que dada la

situación mencionada decidieron trasladar esos fondos al mercado local.

La marcada y persistente disminución en las tasas de interés internacionales, así como el mejoramiento relativo en el perfil de riesgo de los bonos soberanos de Latinoamérica durante el 2003, derivó en una significativa apreciación de dichos títulos, incluidos por supuesto los bonos de deuda externa costarricense.

Pero los bonos soberanos nacionales no solamente experimentaron una apreciación sino que posteriormente dieron claras señales de estar sobrevalorados, es decir, sus precios eran mayores a los que deberían tener dadas las condiciones del mercado en que emiten y su rendimiento era menor al que debían pagar.

El argumento que explica esta sobrevaloración se encuentra en la relación riesgo-rendimiento de dichos títulos; esto es así porque los rendimientos de los bonos soberanos nacionales eran menores a los que pagaban títulos de países como Panamá y El Salvador que tienen un nivel de riesgo país similar o inferior al de Costa Rica; lo que significa que sus precios eran más altos de lo debido.

Los bonos del Tesoro Norteamericano a 10 años rondó los 400 puntos base entre agosto de 2003 y marzo de 2004 (su precio aumentó de 99 a 103 durante ese período); mientras que un bono soberano nacional con vencimiento en el 2013 obtuvo una ganancia media del orden de los 1000 puntos base entre marzo de 2003 y abril de 2004 (su precio se incrementó de 102,25 a 112 en ese lapso). Esto quiere decir que la sobrevaloración de los bonos soberanos costarricense pudo ubicarse entre los 500 y 600 puntos base aproximadamente.

Como podemos deducir de los aspectos citados anteriormente, elementos de índole interno y externo se confabularon para que las carteras de los fondos de inversión y Operadoras de Pensiones se beneficiaran de las favorables condiciones de inversión en valores del Gobierno y el BCCR, principalmente los denominados en dólares; a tal grado que al finalizar el año 2003 los portafolios de los Fondos de inversión concentraban un 95% de sus inversiones en títulos de estos emisores. Sin embargo, no previeron ni midieron los alcances del ajuste que estaba por venir.

¹⁶ Y a finales del 2003 colocó Certificados de Depósito a Plazo en dólares en el mercado interno para redimir los bonos Brady serie B, operación que fue concretada hasta el 8 de enero del 2004.

¹⁷ Banco Central, Informe Económico: Primer semestre 2004, Julio 2004.

Aquí resulta pertinente mencionar que la eventualidad de este ajuste había sido advertida con anterioridad por el propio Adolfo Rodríguez, Superintendente General de Valores de turno, quien hacia finales de 2003 admitía la sobrevaloración de los títulos nacionales en poder de los Fondos de inversión y los riesgos latentes asociados a una *reversión de las tasas externas y la concentración de los fondos*: “...Vendrá un ajuste que producirá pérdidas a los fondos, que no deben asustar, pues quienes invierten en ese tipo de fondos saben que el efecto se recuperará en el tiempo”.¹⁸

Efectivamente, durante el primer trimestre de 2004 la economía estadounidense evidenció una significativa recuperación, incluso más rápida de lo que se había previsto, de tal manera que la Reserva Federal anunció la posibilidad de realizar ajustes al alza en los tipos de interés de corto plazo con el objetivo de evitar presiones inflacionarias.

Los participantes del mercado, que actúan con la percepción de señales, reaccionaron de manera casi inmediata a la noticia y empezaron a ajustar los precios; y en pocos días los bonos del Tesoro estadounidense empezaron a cotizarse a la baja (por ejemplo, los bonos del Tesoro a 10 años aumentaron su rendimiento de 3,78% a 4,55% al cabo de unos días). Este incremento en rendimientos tiene como consecuencia una disminución de precios de dichos bonos.

En el caso de los bonos latinoamericanos, el aumento de la tasa de referencia de los Estados Unidos, obliga a incrementar los rendimientos de sus títulos para mantener un diferencial de tasas de interés similar. Nuevamente, este incremento de rendimientos lleva asociado una disminución de los precios de los bonos de deuda externa de la región.

Así, al ser considerados los más seguros del mundo, los bonos del Tesoro se convierten en referencia para los demás instrumentos del mercado, incluyendo los títulos soberanos de Latinoamérica, de manera que estos también empezaron a corregir sus precios.¹⁹

¹⁸ Ver semanario El Financiero correspondiente al período 3-9 de Noviembre del 2003.

¹⁹ Los precios de los títulos de renta fija, como es el caso de la mayoría de los títulos de deuda externa, guardan una relación inversa a las oscilaciones en las tasas de interés del mercado. Se puede afirmar que la relación entre los precios y las tasas de interés de estos

Fue entonces cuando el fenómeno contagió a los bonos soberanos costarricenses, haciéndose palpable el día 23 de abril de 2004 siguiendo la tendencia del precio de los bonos del Tesoro estadounidense que desde mediados del mes de marzo de 2004 empezaron a mostrar un marcado descenso.

Para finales del mes de abril de 2004 la industria de fondos de inversión administraba un total de activos del orden de los \$2.430 millones, de los cuales un total de \$ 1.251 millones correspondían a inversiones en bonos soberanos nacionales.

En términos relativos lo anterior significa que, al momento en que los títulos de deuda externa empezaron a experimentar una caída en su precio producto del ajuste en las tasas de interés internacionales de referencia, un 51,49% del portafolio de los fondos de inversión de mediano y largo plazo en moneda extranjera del mercado estaban concentrados en dichos instrumentos.

Dada la metodología de valoración a precios de mercado aplicable a las carteras mancomunadas, la caída en el precio de estos títulos se reflejó en una disminución del rendimiento observado por los inversionistas.²⁰

Para hacerse una idea del impacto que la corrección en los precios de los bonos soberanos provocó sobre las carteras de los fondos de inversión, conviene dar un vistazo al **Cuadro 3**; el cual nos ofrece información sobre la concentración de las inversiones en títulos de deuda externa de las Sociedades de Fondos de inversión que al cierre de abril de 2004 se ubicaban entre las cinco más grandes del mercado en términos de activos administrados.

títulos es como los extremos de una balanza: cuando disminuyen las tasas de interés los precios suben y cuando aumentan las tasas los precios disminuyen.

²⁰ No obstante, el impacto que ajustes de este tipo causan sobre las carteras de fondos de pensión suele ser comparativamente menor en virtud de que el efecto se diluye en el tiempo por ser fondos con un horizonte de inversión mucho mayor.

Cuadro 3
Cinco SAFI's más grandes del mercado al 30 de abril de 2004:
Concentración del portafolio en bonos soberanos**

Bono	BN SAFI	BCR SAFI	San José SAFI	Banex SAFI	Interfín SAFI
Bde08	54.15	13.78	7.01	2.50	1.47
Bde09	22.81	16.19	7.16	2.67	0.43
Bde11	1.24	16.66	5.75	1.25	0.96
Bde12	0.29	12.61	6.05	0.39	1.19
Bde13	0.10	7.44	5.64	1.86	1.18
Bde14			0.87	0.04	
Bde20			1.49		
Total	78.59	66.68	33.97	8.72	5.23

* Cifras en millones de dólares

** Se refiere al portafolio de los fondos de crecimiento e ingreso en dólares

Fuente: Elaboración propia con base en cifras de SUGIVAL

Una vez más se puede constatar que la SAFI del Banco Nacional fue la más afectada por el período de crisis que enfrentó la industria de Fondos de inversión, pues para este segundo "shock" también concentraba el mayor volumen de los títulos que cayeron de precio, en este caso, un monto de \$78,59 millones distribuidos entre cinco títulos soberanos cuyo plazo de vencimiento máximo era hasta el 2013.

Tal y como puede desprenderse del cuadro adjunto, el mayor volumen de inversiones de las carteras de fondos de crecimiento e ingreso en dólares era acaparado por los instrumentos de deuda con vencimiento al 2008 y al 2009 (bde08 y bde09 respectivamente). En el caso particular de BN Fondos, del total de inversiones en títulos soberanos al momento del ajuste de precios, un 81,62% formaba parte del portafolio de su Fondo de Inversión de Crecimiento BN Superfondo dólares, que en términos absolutos representaba \$64,14 millones.

A BN Fondos le siguió muy de cerca BCR SAFI con un total \$66,68 millones invertidos en los títulos en cuestión, de los cuales un 81,13% se concentraron en sus fondos BCR Crecimiento y BCR Trimestral (\$31,78 y \$22,31 millones respectivamente). Un poco más alejados de los dos anteriores se ubicaron las SAFIs de BAC San José, Banex e Interfín que distribuyeron sus inversiones en bonos de deuda externa entre sus Fondos de Crecimiento e Ingreso.

Como resultado de esta corrección de precios, los Fondos de inversión generaron pérdidas a valor de mercado que los llevó a presentar rendimientos negativos en sus portafolios (ver **Gráfico 5**).

Aunque esta es una situación que ha ocurrido muchas veces en los mercados de valores desarrollados, y seguirá sucediendo pues los ajustes son connaturales al mercado; la escasa cultura bursátil del inversionista costarricense le impide tolerar la existencia de rendimientos negativos en sus carteras aunque sea de manera transitoria, de forma que ante la primera amenaza de pérdidas entraron en pánico colectivo y se lanzaron masivamente al mercado a retirar sus recursos invertidos.

Este comportamiento contribuyó a agravar aún más la crisis, ya que para poder hacerle frente a los retiros masivos del público las SAFIs debieron deshacerse lo más rápido posible de los títulos que eran la fuente del problema; presionando con ello el ajuste de los precios aún más hacia la baja, resultando en un efecto bola de nieve que generó rendimiento más negativos y nuevas pérdidas²¹.

4.2.3. Preferencias de los inversionistas

Un tema que es difícil de "administrar" por parte de los gestores de cartera, es la preferencia de los clientes por inversiones en papeles públicos. Esto significa que aunque puedan existir otros valores distintos y con menos riesgo que los bonos

²¹ Es importante destacar que ante un panorama como este las pérdidas generadas son menores para quienes invierten en instrumentos de inversión colectiva como los fondos de inversión que para aquellos inversionistas que compran los títulos directamente en Bolsa. Esto se debe a la diversificación de las carteras que conforman las SAFIs, lo cual permite que los bonos que pierden valor se compensen con los que suben de precio. No obstante, esto es más claro en plazos de tiempo largo, y no en situaciones de muy corto plazo.

soberanos costarricenses, los clientes siguen demandando por costumbre y desconocimiento ese tipo de valores.²²

Esta situación resulta hasta risible, porque la crisis demostró que la mayoría de los clientes no sabían que podían perder recursos al invertir en títulos costarricenses, aunque estos sean transados sólo localmente. Esto significa varios aspectos:

Primero, que los clientes no sabían que los bonos soberanos de Costa Rica poseen una calificación de riesgo que los califica como bonos especulativos²³, lo cual los hace sumamente volátiles.

Segundo, que los clientes aunque comprenden valores públicos, estos valores se cotizan en el mercado local y sus precios oscilan. De tal manera, que si uno de estos títulos se compra a un determinado precio y se venden luego a un precio menor, existe una pérdida que el cliente (o clientes en el caso de un fondo de inversión) deberá asumir.

Tercero, muchas empresas e instituciones establecen expresamente que no se puede invertir más que en valores públicos.

De tal manera, a pesar del riesgo de concentración que conlleva invertir solamente en valores costarricenses, muchos inversionistas siguen pensando que los bonos del Estado poseen una alta seguridad y hasta riesgo nulo, lo cual es erróneo.

4.2.4. Poca oferta de valores en dólares

Poca oferta de títulos valores en el mercado se vuelve problemático si como se vio en el **Gráfico 2** existe una fuerte concentración en dólares. La situación se ve agravada aún más ante un panorama en el cual emisores del mercado más bien se retiran. A esto contribuyó los cambios en la estructura de deuda de del Ministerio de Hacienda, pues incrementó su endeudamiento externo y redujo la deuda interna, y consecuentemente, la oferta local de valores a corto plazo (tanto en colones como en dólares).

²² En el caso de las instituciones públicas, estas en su mayoría se encuentran obligadas a invertir en valores públicos.

²³ Las empresas calificadoras Moody's y Standard & Poor's otorgan a bonos soberanos costarricense una calificación de Ba1 y BB respectivamente, lo que los lleva a ubicarse en la escala de títulos con grado especulativo.

4.2.5 Los sistemas de negociación de la bolsa
Los sistemas de negociación de la Bolsa Nacional de Valores respondían a la negociación de volúmenes relativamente bajos, si se comprara con los volúmenes que se transaron durante la crisis, lo cual llevó a que el precio se distorsionara aún más, cayendo por niveles inferiores a los que debieron ubicarse.

5. Aspectos cualitativos de la crisis

Existen una serie de elementos cualitativos por medio de los cuales se puede explicar en gran medida lo que ocasionó la crisis, así como el proceso de la misma, y clarifican por qué hubo actuaciones que parecieron irracionales, pero que a la luz de ciertas situaciones, fueron decisiones racionales dada la información a la que se tenía acceso en aquel momento.

5.1. Estructura de los productos

Es de esperar que los clientes se dirijan a invertir en productos financieros que respondan a su perfil de riesgo. Así, conforme mayor riesgo esté dispuesto a asumir un cliente así debería ser el producto en el que debería ubicarse. Consecuentemente, cuanto mayor sea el nivel de riesgo, su expectativa de rentabilidad futura será mayor respecto a productos similares pero de menor riesgo.

No obstante, en el mercado de fondos de inversión esto no siempre ha sido así, pues se han desarrollado productos que compiten entre si y aparentan ser similares y no lo son.

Este es el caso, por ejemplo, de los fondos de mercado de dinero y los fondos de largo plazo pero con liquidación a corto plazo y sin comisión de salida. Por reglamentación los fondos de mercado de dinero no pueden invertir en valores con vencimientos mayores a un año, lo cual evidentemente incide en la rentabilidad de ese tipo de producto. En cambio, un fondo de largo plazo puede invertir su cartera a cualquier plazo, aunque esto implica un riesgo mucho mayor pues sus valores son más sensibles a los cambios en las tasas de interés, consecuentemente, la rentabilidad es mayor pero la volatilidad lo es también.

No obstante, el tema de riesgo no ha sido expresado de una manera clara, y de ese modo ambos fondos se ven como similares, cuando en realidad no lo son, pues uno es de bajo riesgo y el

otro no. Así, el cliente termina tomando una decisión basado únicamente en la rentabilidad que da un fondo respecto al otro, y considerando que ambos se pueden liquidar en un mismo período de tiempo $(t+1)$ ²⁴. La decisión se da de esa manera por la falta de información, y en el peor de los casos porque no se hace expreso el riesgo por parte del gestor.

Igualmente sucede con los fondos de inversión inmobiliarios (aquellos que en lugar de comprar títulos se dedican a invertir en bienes inmuebles). Los clientes asocian un bajo riesgo a que "detrás" de las participaciones hay inmuebles que "respaldan" sus aportes. Sin embargo, realmente el cliente no conoce los riesgos que asume. Veamos algunos aspectos:

Primero, el inversionista no hace diferenciación entre administradoras de fondos de inversión, y en el peor de los casos, no le interesa esto, pues considera que el "respaldo" de su inversión es cada uno de los inmuebles del fondo. Sin embargo, no todas las administradoras de fondos son iguales, y unas serán mejores que otras.

Segundo, no todos los inmuebles son iguales. No es lo mismo tener concentrado el fondo en pocos inmuebles, o concentrarse en supermercados, o en oficinas, o locales en centros comerciales. Debería existir todo un análisis de riesgos sobre la cartera de inmuebles que posee el fondo, y en los casos de concentración en uno o pocos inmuebles o actividades, el cliente debería tener un nivel de rentabilidad mayor por el riesgo adicional que está asumiendo.

Tercero, en muchos casos las SAFIs no poseen una empresa administradora de los inmuebles, por lo cual los mismos funcionarios de la SAFI se encargan de ese tipo de funciones. Esto es muy arriesgado pues siempre se requiere de cierto tipo de conocimientos y "know how" para administrar los inmuebles. De hecho en legislaciones de otros países es exigido que exista una empresa que administre los inmuebles, la cual debe ser independiente del grupo financiero que administra el fondo.

Cuarto, un tema que otras legislaciones exigen y que no es obligatorio en la costarricense es el tema de realizar reservas para imprevistos.

²⁴ La metodología $(t+1)$ significa que el inversionista recibe su liquidación un día después de haberla solicitado.

Actualmente quizá solamente uno de los Fondos Inmobiliarios existentes las realiza. Pero, ¿cuál es el impacto que tiene esto? Simplemente que en situaciones imprevistas no se tendría que tomar dinero directamente del flujo de alquileres, y con esto no se afectaría la rentabilidad periódica del fondo.

Quinto, no existe información sistematizada de la evolución de los precios de la tierra, entonces cómo saber o conocer cómo se comporta el precio de los inmuebles adquiridos o por adquirir de un fondo inmobiliario; cómo saber si las ganancias por plusvalías o pérdidas por minusvalías son ciertas, y cómo se comportarán en el tiempo. Ese es un tema muy árido, y el cual también es muy nuevo en el país.

Finalmente, ¿tiene el inversionista información clara sobre la situación de los inmuebles de los fondos inmobiliarios?. Por ejemplo, no existe información en la SUGEVAL que permita saber si los seguros de los inmuebles se encuentran al día. De tal manera, se están adquiriendo participaciones en fondos inmobiliarios y el cliente no sabe si estos se encuentran asegurados contra incendios y terremotos.

Como se puede ver, en primer lugar existe un aspecto de falta de preocupación por parte del inversionista por conocer las características de los productos y por analizar si se adecuan a su perfil. Por otro lado, esto se ve reforzado con la falta de información que no proporciona la SUGEVAL, y en determinados momentos no le da seguimiento a aspectos importantes como es el caso de los seguros de los inmuebles que forman parte de los fondos inmobiliarios, lo que a final de cuentas puede desembocar en situaciones como las acontecidas entre marzo y mayo de 2004.

5.2. Acceso a la información y regulaciones

Siempre han existido cuestionamientos sobre si existe la suficiente información que requiere el mercado para la toma de decisiones correctas por parte de los inversionistas. En el momento de la crisis la SUGEVAL tomó una serie de medidas relativas con dar más acceso a información al mercado. Estas medidas se pueden enumerar en las siguientes (CONASSIF 2005):

- Asignación de personal para la atención de consultas y denuncias de inversionistas.
- Habilitación de una nueva sección en el sitio WEB de la Superintendencia con información

sobre fondos de inversión para apoyar al inversionista durante el ajuste.

- Publicación en la prensa escrita de varias cuñas con el fin de informar al público sobre la situación de los Fondos de inversión.
- Atención a la prensa: se sostuvo un promedio de 18 entrevistas semanales con la prensa y funcionarios de la institución se dedicaron a preparar cuadros especiales para apoyar el trabajo de los periodistas.

Asimismo respecto al comportamiento de los operadores se tomaron las siguientes decisiones luego de hacer investigaciones (CONASSIF 2005):

- Apertura de procedimientos administrativos por un conjunto de presuntas faltas cometidas por algunos intermediarios
- Mejoramiento en la guía para la elaboración de prospectos.
- Introducción de un grupo de reformas a la propuesta de “Reglamento sobre Intermediación de Valores” y a la Ley Reguladora del Mercado de Valores.
- Establecimiento de estándares mínimos que deben tener los sitios WEB de los fondos de inversión.
- Apercibimiento a algunas SAFIs por difundir información imprecisa o incorrecta, por tener concentraciones en valores superiores al 45% y por superar los límites de endeudamiento.
- Llamados de atención a SAFI's que no actualizaron oportunamente las páginas WEB.

No obstante, la primera inquietud que surge de todo lo anterior es que si no estaba la SUGEVAL obligada a realizar la mayoría de los puntos enumerado anteriormente previo a la crisis. Asimismo, por qué debía esperarse a que se presentara una situación como la que se dio para implementar esas medidas. Realmente parece que la respuesta se dirige en el sentido de que la SUGEVAL actuó con negligencia, ya que poseía información de las concentraciones de los fondos, así como de las características del producto que se ofrecía, a saber, recursos a la vista con rentabilidad de largo plazo, lo cual combinado con una situación de crecimiento continuo de los precios de los bonos de deuda externa, dejaba entrever que la situación que se dio podía producirse en cualquier momento.²⁵ De tal

²⁵ Muchos operadores tenían claro que el precio de los bonos debían caer, la pregunta era cuándo. De hecho,

manera, eran situaciones muy conocidas y que no se consideraron al momento de tomar decisiones de supervisión y regulación.

5.3. Comercialización de los fondos de inversión

Los fondos de inversión se transformaron rápidamente en un mecanismo atractivo para los inversionistas para la inversión de sus recursos excedentes. Desde un inicio las carteras de los fondos lograron ofrecer rentabilidades lo suficientemente altas como para atraer a los ahorrantes de instrumentos bancarios tradicionales. Lo interesante de esa rentabilidad es que en gran medida respondía a carteras activas de largo plazo, lo cual ha sido desconocido para la mayoría de los inversionistas, y por tanto, los clientes han desconocido los riesgos que ello implicaba.

De esa manera, los inversionistas empezaron a invertir en la nueva figura, amparados en carteras que se denominaban como 100% públicas, lo cual era “garantía” para los inversionistas de un riesgo muy bajo, y quizás nulo pues los valores tenían la garantía del Estado. Por otra parte, en el caso de los SAFIs de las entidades bancarias públicas en gran medida se sintieron respaldadas como mecanismo de comercialización de la garantía que poseía el Banco, lo cual hizo que los inversionistas creyeran erróneamente que las inversiones en fondos de inversión tenían esa garantía.

Igualmente, los inversionistas en fondos de SAFIs privadas bancarias, pensaron erróneamente que existía cierta garantía de los bancos dueños de esa Sociedad.²⁶

De tal manera, en el caso de los grupos bancarios los fondos de inversión se asocian rápidamente a una cartera de productos bancarios y se confundió como un producto más de los bancos. Se dejó de lado que cuando el inversionista hacía inversiones en fondos de inversión lo hacía por decisión y riesgo propios, en donde ante una situación de

este era un tema obligatorio de conversar con los clientes cuando deseaban invertir en ese tipo de bonos, manifestándoseles que los precios eran elevados si se comparaban por ejemplo con bonos de otros países con características similares.

²⁶ En algunos casos pareciera que ciertas entidades privadas compensaron a los clientes más importantes del grupo ante las pérdidas que sufrieron de sus inversiones en fondos de inversión.

pérdidas el cliente no sabía o no tenía claro que esas pérdidas serían asumidas por él mismo.

No obstante, muchas SAFIs y ejecutivos de ventas de estos operadores igualmente indujeron a error a los inversionistas; y no le suministraron la información suficiente a la hora de que vendían el producto. Esta situación fue más complicada en el caso de los bancos que poseían una red muy grande de oficinas en todo el país, lo que les permitió la colocación masiva del producto. En estos casos esa situación de traslape entre productos mancomunados y productos bancarios fue peor, siendo agravada con la falta de capacitación de los operadores de plataforma de las ventanillas o plataformas bancarias.

5.4. Actuación de los administradores de carteras

El objetivo central de la administración de carteras es la implementación de un portafolio. Para lograr esto, un administrador de portafolio debe tomar en cuenta el tipo de activos que va a incluir en su cartera y el perfil de riesgo del inversionista.

En este segundo elemento mencionado es sumamente importante medir el nivel de tolerancia al riesgo del cliente, y de acuerdo a sus necesidades se construye una cartera acorde con sus preferencias.

En este punto fue donde algunos gestores de cartera cometieron errores, o se desvinculó el área de mercadeo y ventas con el área de gestión de carteras, ya que las carteras de algunos fondos de inversión no respondían al riesgo de los clientes. Es decir, los clientes no conocían el riesgo que estaban asumiendo.

Por otro lado, se presentaron casos en los cuales los mismos gestores de cartera no tenían experiencia, de tal manera, conforme el mercado se movía al alza no se ponía a prueba los conocimientos del gestor, pero una vez que el mercado revirtió su tendencia se manifestaron las debilidades, no solamente del recurso humano, sino también la falta de la utilización de medios para el análisis técnico. En algunos casos había gestores de cartera que no tenían este tipo de medios.

Así, hubieron claros ejemplos de que no se dio un monitoreo del portafolio de inversiones, y mucho menos se dio una administración activa para cumplir el objetivo de inversión entre riesgo y

rentabilidad, lo cual se vio agravado con la inexistencia de mecanismos de cobertura para cubrir los riesgos de liquidez y mercado.

5.5. Los inversionistas

Uno de los principales problemas que se presentó fue que los inversionistas asociaron que carteras con un 100% de valores públicos era sinónimo de riesgo prácticamente nulo, aspecto que con la crisis quedó demostrado que era una falacia.

De tal manera, los clientes evaluaban la eficiencia de los portafolios exclusivamente por el nivel de rentabilidad que generaban. Esto era muy claro de ver (aún actualmente) en la publicidad que realizan los fondos, en donde el buen desempeño de la SAFI se asocia a la rentabilidad, y no se hace mención alguna al riesgo asumido para llegar a ella, entre otros aspectos.

Esta situación se vio agravada con la venta masiva de fondos de inversión en donde muchos de los vendedores no tenían suficientes conocimientos sobre el tema, de forma que no se convertían en capacitadores de sus inversionistas. Así, no hubo una relación más activa de los operadores con sus clientes, transformándose en verdaderos asesores financieros.

6. Balance final de la crisis

Hacia finales de mayo de 2004 la industria de fondos de inversión comenzó a mostrar señales palpables de que por fin había salido de la peor parte de la crisis; y de que poco a poco iniciaba un proceso paulatino de recuperación. La lección fue muy dura y sus secuelas se pueden resumir de la siguiente manera:

- Una disminución del 47,15% en los activos administrados por la industria entre el 15 de marzo y el 31 de mayo de 2004, al pasar de ¢ 1.299.709 millones a ¢ 686.881 millones. Los activos denominados en colones disminuyeron un 32,79%; en términos absolutos ¢106.432 millones, mientras que los activos en dólares cayeron un 51,92% (¢506.125 millones).
- Al inicio del período de crisis el número de inversionistas del mercado era de 73.469; para el 31 mayo esa cifra se había reducido un 43,36% llegando a 41.615.
- Se manifiesta una recomposición de las carteras de los fondos de inversión por

objetivo. Antes de la crisis un 78,22% de los activos se concentraban en fondos de inversión de mediano y largo plazo, hacia finales de mayo las carteras de corto plazo aumentaron su participación dentro de la industria al pasar de un 14% a un 34%.

- Considerando que la mitad de los grupos financieros privados tiene como subsidiarias una SAFI, la crisis les produjo una sensible reducción en el margen financiero, que obligó a que se incrementaran los niveles de liquidez de los bancos, al tiempo que disminuyeron los rendimientos sobre inversiones de corto plazo que esas entidades tenían en esos fondos.

El efecto contagio predecible en este tipo de ajustes en las tasas de interés del mercado no se hizo esperar. Las variaciones en las tasas de interés en dólares provocó también variaciones en las tasas de interés en colones, por lo que algunos fondos de inversión denominados en colones sufrieron un deterioro en sus portafolios aunque en menor cuantía que las carteras denominadas en moneda extranjera.

Por otro lado, entre marzo y mayo de 2004 se retiraron \$ 250 millones de los Fondos Voluntarios administrados por las Operadoras de Pensiones.²⁷

Se produjeron reducciones reales en el tamaño del patrimonio de algunos inversionistas y un seguro deterioro de la percepción de la figura de fondos de inversión como una alternativa eficiente para el manejo de los ahorros.

En el ámbito macroeconómico también se hicieron sentir los efectos de la crisis de los fondos de inversión. La disminución en los activos administrados por las SAFIs, que en su mayoría fueron por retiros ya que las pérdidas de capital fueron en promedio del 3% de las carteras, derivaron en un incremento importante de los principales agregados monetarios durante los meses de mayo y junio, llevando a incrementos significativos en la liquidez de la economía tanto en colones como en dólares (por ejemplo, los depósitos en cuenta corriente en colones aumentaron a una tasa de 60% a lo largo del trimestre abril-junio).

²⁷ No obstante, se debe tener muy claro que aún deben introducirse cambios en el área de pensiones, pues la operadoras no deberían administrar recursos de corto plazo, sino únicamente fondos para pensionarse.

Las entidades bancarias captaron un monto total de \$1.416 millones provenientes de los retiros de los fondos de inversión, de los cuales alrededor de un 78% se utilizó para inversiones en títulos valores, un 14% en nuevas colocaciones crediticias y aproximadamente un 8% en depósitos en el Banco Central. En definitiva, lo que ocurrió fue que los recursos que estaban depositados en las SAFIs rotaron dentro del sistema financiero para volver a caer en manos del mismo Gobierno y Banco Central; esto fue algo muy positivo ya que al quedar invertidos dentro del país, los fondos retirados no ocasionaron desbalances en las reservas monetarias internacionales, las cuales mantuvieron niveles estables cercanos a los \$1.700 millones durante el período de crisis.

7. Etapa por venir

7. Etapa por venir

Un principio básico en cualquier mercado de valores se refiere a la autorregulación, entendida como situaciones en que alguna entidad o participantes en el mercado de valores ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados (IOSCO 2001)²⁸ Esta es combinada con las regulaciones establecidas por la SUGEVAL.

No obstante, durante la crisis se demostró la necesidad de reforzar la regulación y supervisión en las áreas autorreguladas. Tal es el caso en las regulaciones que evitaran la manipulación de precios, o al menos, que generaran operaciones dudosas²⁹; en los patrones de conducta, así como en los esquemas de negociación de la Bolsa Nacional de Valores. Por otro lado, se deben hacer cambios en aspectos como: establecimiento de medidas para enfrentar crisis futuras; fortalecer los sistemas de supervisión para poder controlar más eficientemente los conflictos de interés; mejorar la transparencia del mercado a través de un mejor suministro de información; buscar mecanismos para mejorar la educación financiera; y fortalecer las potestades de supervisión y regulación de la

²⁸ CONASSIF dice “En nuestro caso la autorregulación se circunscribe a la definición de reglas de conducta de los intermediarios y a la organización, regulación y supervisión de los mercados secundarios” (2005).

²⁹ Dudosas en el sentido de que buscarán manipular el mercado y consecuentemente los precios.

SUGEVAL para implementar sanciones a los operadores. Asimismo deberán establecerse sanciones a la misma SUGEVAL así como plazos de cumplimiento para los trámites, pues no es posible que se susciten situaciones en la que tanto inversionistas como participantes en el mercado se encuentren indefensos antes decisiones y actuaciones del ente regulador.

7.1. Capacitación de los vendedores de fondos de inversión

Un aspecto muy importante para que cualquier producto financiero (o real) se pueda vender, es que el vendedor conozca muy bien lo que vende. Precisamente muchos vendedores de fondos no conocían el producto, y en el peor de los casos, tenían información errónea e incompleta sobre el producto.

Esto fue más grave en los casos en que el banco del grupo colocaba participaciones de los fondos de inversión, ya que en la mayoría de los casos los plataformistas de los bancos no conocían realmente el producto.

Esto va a requerir requisitos más estrictos para quienes se dediquen a vender participaciones de fondos de inversión, lo cual se encamina a la obligación de poseer un credencial para poder dar asesoría en fondos de inversión.³⁰ Básicamente, los vendedores deben tener la capacidad de identificar las necesidades de los inversionistas de acuerdo al perfil de riesgo de cada uno de ellos, y por tanto debe conocer claramente cada uno de los fondos de inversión que comercializan, los riesgos que implican, y todos los temas conexos de gestión de cartera que hay detrás de la administración de los recursos.

De tal manera, quien no posea esta credencial no podrían vender este tipo de producto, y si lo hiciera debería estar sujeto a una sanción.

7.2. Conflicto de intereses y operaciones relacionadas

Durante la crisis se dieron casos en donde inversionistas del mismo grupo de interés retiraron sus recursos invertidos en fondos de inversión primero que otros clientes. Evidentemente en esto

³⁰ La Cámara Nacional de Sociedades de Fondos de Inversión (CNSFI) viene trabajando en ese tema desde hace algunos meses.

se presentó un conflicto de interés y en algunos casos manejo de información privilegiada.

Por ejemplo, los inversionistas individuales de la SAFI no tenían acceso a la información de la estructura de la cartera de los fondos, o la concentración de la cartera pasiva, o las participaciones de las empresas del grupo dentro del total, entre otros aspectos. Esto generó asimetría en la información entre los mismos participantes dentro del fondo, afectando la toma de decisiones en el momento de invertir y más gravemente durante la crisis.

Por otra parte, hubo casos en que por ejemplo la SAFI le prometía al cliente la liquidación de los recursos que tenía invertidos en un fondo de inversión, siempre y cuando trasladara su dinero hacia una inversión en el banco. Además, en otros muchos casos no se cumplieron las regulaciones existentes al realizar esos retiros.³¹ Por otro lado, hubo situaciones en que se recibieron traslados de valores del fondo a cambio de los recursos que tenían invertidos en los fondos de inversión. Si bien muchas de estas operaciones se realizaron para proteger a los inversionistas, también hubo operaciones que buscaban proteger a la SAFI.

De tal manera, muchas de estas transacciones no fueron transparentes, y pudieron haber generado potenciales manipulaciones de precios entre empresas del mismo grupo.

De acuerdo a lo anterior, los cambios en las regulaciones deberían ir en el siguiente sentido:

- Establecerse sanciones fuertes en caso de que la SAFI incumpla las regulaciones y todos los parámetros establecidos en el Prospecto, así como otras normativas que busquen evitar el favorecimiento de un inversionistas respecto otro.
- Hacer de carácter público y de información obligatoria para los clientes las participaciones en fondos de inversión de empresas del mismo grupo
- Obligar a las SAFIs a expresar claramente la diferencia de invertir a través de ellas o través de cualquier otra empresa del grupo. Debe quedar muy claro para los inversionistas que no existe ningún respaldo por parte de ninguna

³¹ No se cumplieron los horarios y periodos de liquidación, se le compensaron las pérdidas a determinados clientes y no se cobraron las comisiones de salida establecidas.

entidad del grupo sobre las inversiones que realice en fondos de inversión. En este sentido, se deben establecer sanciones fuertes para aquellas entidades que induzcan a error a los inversionistas haciéndolos creer lo contrario. Asimismo, la SUGEVAL debería realizar una campaña publicitaria en este sentido.

- Debe ser obligatoria la publicidad en el caso de que en una operación bursátil que se le realice a un cliente la contraparte sea una entidad del grupo del puesto de bolsa. De igual forma, en el caso de que estas operaciones se le realicen a la SAFI del grupo, los clientes deberían saber que la contraparte de operaciones del fondo de inversión en que invierte son realizadas por una empresa del grupo.
- Deberían establecerse límites sobre los precios a los que se pueden realizar operaciones de una empresa del grupo a través de su puesto de bolsa.

Aunque se podría pensar en prohibir las operaciones entre el mismo grupo, esto no es conveniente, sobretodo por lo pequeño del mercado y lo poco profundo. Sin embargo, deben estar acompañadas de la mayor publicidad posible, y en caso de incumplirse deben establecerse fuertes sanciones.

7.3. Inversionistas institucionales

En este aspecto se deben realizar cambios relativos a la participación de los grandes inversionistas en los fondos de inversión, ya que su entrada y salida de recursos le puede imprimir volatilidad adicional a un fondo³², lo cual se ve agravado cuando esta información no es de acceso expedito para los otros cliente individuales y de menor cuantía en el fondo.

El movimiento de este tipo de clientes debería ser de conocimiento público,³³ para que los demás inversionistas estén bien informados.

³² Algunas SAFIs poseen mecanismos informales para controlar este tipo de clientes, en donde verbalmente le comunican a los clientes “grandes” que si le reciben los recursos, y en caso de recibirlos se establecen plazos o periodos para liquidar los fondos. Esto lo hacen para no afectar la rentabilidad del fondo, y por consiguiente afectar a los otros inversionistas.

³³ Esto no implica dar el nombre del cliente, pues lo impide el principio de secreto bursátil, sino dar a los clientes la referencia de los clientes institucionales que existen en cantidad y volumen manejado por cada uno.

7.4. Control y manejo de riesgos

Muchos operadores no tienen claro el tema de gestión de riesgos y en muchos casos las personas encargadas de tomar decisiones no han tenido capacitación en este tema. Son varios los cambios que deberían incluirse:

- Debe avanzarse en el uso de técnicas para analizar no solamente los riesgos de las carteras administradas, sino también del riesgo operativo. En este sentido se deberían solicitar requisitos básicos para los encargados de las carteras y verificarse periódicamente que estos se cumplen.
- La crisis demostró que los Comités de Inversiones en las SAFIs (y de riesgo en las Operadoras de Pensiones) no han funcionado de la mejor manera. En muchos casos se transformaron en foros de discusión de temas muy generales, y en algunas ocasiones muy teóricos. Estos deben transformarse en instancias realmente técnicas y de análisis, con lo cual retroalimenten a las administración y a los gestores de los portafolios. Asimismo, se debe exigir más responsabilidades a estos grupos colegiados, siempre y cuando las decisiones o recomendaciones no tengan fundamentos que las justifiquen.
- A partir de los resultados, algunas SAFIs han establecido Comités de Riesgo. Puede ser importante que se avance hacia esta dirección en todas las SAFIs, pero con una vinculación en la medición de los riesgos de todo el grupo y empresas relacionadas.

Por último, es importante que estas instancias dedicadas al riesgo dediquen tiempo a capacitar el personal y la fuerza de ventas, como medio de transmitir temas relativos al riesgo en la inversión de fondos. Igualmente importante es la implementación de “documentos adicionales” que busquen evaluar el nivel de riesgo que están dispuesto a asumir los clientes, como medio de guía para el mismo inversionista, y como mecanismo de cobertura para la SAFI en caso de que el cliente desee asumir riesgos mayores a los de su perfil.

En este sentido el cliente estaría obligado a reconocer mediante un cuestionario su nivel de riesgo, y en caso de invertir en instrumentos distintos a ese resultado, liberar de responsabilidad al operador de bolsa (SAFI o puesto de bolsa)

7.5. Educación del inversionista y transparencia de los operadores

En esta área se produjeron serias deficiencias en la actuación de las SAFIs, y la misma SUGEVAL reforzó esa situación. Los cambios deberían encaminarse a:

- Como ya se dijo deben establecerse mecanismos por medio de los cuales se mida el riesgo de los clientes, que quede por escrito en el expediente de los clientes. Esto es algo que cubriría a los operadores pero igualmente debe ser exigido por la SUGEVAL. Esto busca evitar que clientes de bajo riesgo inviertan en fondos de inversión de riesgo más elevados y más volátiles.
- Por un lado se requiere de una gran ética por parte de los operadores, la existencia de un credencial para la colocación de fondos de inversión, y la existencia de sanciones muy fuertes en caso de incumplir esos lineamientos.
- Es importante la capacitación continua de los vendedores de fondos de inversión, para lo cual deberían de existir programas anuales de actualización.
- Deben establecerse procedimientos estrictos para comprobar que el cliente recibió toda la información necesaria para conocer el producto que se le vende, con todo lo que ello implica: riesgos, procedimientos, comisiones, horarios de liquidación, etc.
- Establecer reglamentaciones estrictas respecto a la entrega de información, así como respecto a los mecanismos de envío de la misma. Además temas como el manejo y actualización de las páginas WEB son elementos importantísimos, pues durante la crisis hubo operadores que simplemente no actualizaron los rendimientos diariamente en la WEB. Para situaciones como estas deberían existir sanciones, pues es un mecanismo que le quita totalmente la transparencia al mercado.
- Debe ser obligatorio dar públicamente información de la carteras tal como duración, VAR, desviación estándar de los rendimientos, el índice Sharpe y plazo promedio de

permanencia de inversionistas, entre otras que se puedan dar adicionalmente.

- Finalmente, es importante que la SAGEVAL y otros entes reguladores apoyen lo anterior mediante compañías informativas, y cursos libres, lo cual podrían realizarlo a través de convenios con universidades.

7.6. Rediseño de productos

Es importante dejar claro que rediseño de producto no significa eliminar productos de riesgos relativamente altos, sino más bien de obligar a los operadores a dar toda la información posible y establecer productos para cada perfil de cliente. Al final de cuentas debe ser el cliente quien decide si asume o no el riesgo, pero ante todo, debe estar bien informado. Cualquier regulación encaminada a obstruir iniciativas de alto riesgo no permitiría el desarrollo del mercado de valores costarricense. De tal manera, la SUGEVAL debe encaminarse a proveer la mayor información posible al mercado y exigir a los operadores que la entreguen.

7.7. Apertura del mercado de inversiones

La crisis del 2004 demostró qué tan importante es la diversificación de las carteras. En este sentido se debe incentivar la apertura a productos más sofisticados y donde se incluyen valores extranjeros, incluidos mecanismos de cobertura. Lo importante será la cantidad de información que se le debe dar a los clientes para cumplir el requisito de transparencia.

7.8. Información Pública

A lo largo del presente documento se ha enfatizado la importancia de la información. La SUGEVAL debe enfatizar los próximos cambios regulatorios y de supervisión hacia el establecimiento de un mayor flujo de información, tanto por parte de los operadores en el mercado como por parte de la misma SUGEVAL.

Bibliografía

- Alonso Alonso, Enrique y Sastre Corchado, Galo Juan (2003), Transparencia y principio de mejor ejecución, Dirección de Estudios, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografías nº 2, Madrid.
- Banco Central, Informe Económico: Primer semestre 2004, Julio 2004.
- Bloomfield R. and M. O'Hara (1999) Market transparency: who wins and who loses?, Review of Financial Studies 12.
- Bloomfield R. and M. O'Hara (2000) Can transparent market survive?, Journal of Financial Economics 55.
- CONASSIF, informe sobre el ajuste de las carteras colectivas en el segundo trimestre del 2004, enero del 2005
- IOSCO (2001). "Transparency and Market Fragmentation, Report of the Technical Committee of IOSCO".
- IOSCO (2002). "Objectives and principles of securities regulation".
- LEE, Ruben (2002). "Capital Markets that Benefit Investors. A survey of the evidence on fragmentation, internalization and market transparency". Published by Oxford Finance Group. Septiembre.
- Madhavan A., D. Porter and D. Weaver (1999) Should securities markets be transparent?,
- Markowitz, H (1952), Portfolio Selection, Journal of Finance 7, no. 1, March: 77-91.
- Markowitz, H (1959), Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Mora Morales, Ricardo (2002), Las preguntas que plantea el caso Enron, Revista Contaduría y Administración, No. 207 Octubre-Diciembre, México
- Mulherin J.H. (1993) Market transparency: pros, cons and property rights, Continental Bank, Journal of Applied Corporate Finance 51.
- Rindi, Barbara (2002), Transparency, Liquidity and Price Formation, Bocconi University, Department of Economics, Via Sarfatti 25, Milan, Italy.
- Semanario El Financiero correspondiente al período 3-9 de Noviembre de 2003.
- Sharpe, William (1963), A Simplified Model for Portfolio Analysis, *Management Science*, January, pp. 277-293.
- Sharpe, William (1964), Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, September, pp. 425-442.
- Stiglitz, J.E. (2003). Los felices 90. Taurus, Pensamiento, Colombia.
- Weil, David (2002), The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation, Boston University School of Management/John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- Wang, Yihui, Liao, Li y Deng, Xiaotie, (2003) The Effect of Investor Protection on Information Asymmetry in a Stock Market, City University of Hong Kong.
-