

Universidad de Costa Rica
Sistema de Estudios de Posgrado

**PROPUESTA DE NUEVAS OPCIONES DE INVERSIÓN Y
GESTIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIONES DE LA
JUNTA ADMINISTRADORA DE AHORRO Y PRÉSTAMO
DE LA UNIVERSIDAD DE COSTA RICA.**

Trabajo final de graduación aceptado por la Comisión del Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar por el grado de Magíster en Administración y Dirección de Empresas con Énfasis en Finanzas.

RANDY LÓPEZ BOGANTES

Carné 992252

Ciudad Universitaria “Rodrigo Facio”, Costa Rica

2014

Dedicatoria

Este trabajo de graduación está dedicado a mi hijo Sebastián, quien fue el principal sacrificado en todo el tiempo dedicado a la consecución de este grado académico.

Su alegría y buen espíritu fueron un baluarte en todo momento y un impulso en la consecución de mis metas, en pos de un mejor futuro para ambos.

Agradecimientos

Un especial agradecimiento a Ivannia Barrantes, tesorera de la Junta de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica; y a su Comité de Crédito brindar su tiempo y colaboración para desarrollar este proyecto en dicha entidad.

Asimismo, emito mi más sincero agradecimiento a los profesores que nos guiaron en la elaboración de este trabajo; Anabelle León, Ernesto Orlich y Jorge Arrea, por sus valiosas contribuciones para la realización de este trabajo.

Agradezco a mis profesores y compañeros de maestría, de quienes aprendí mucho y compartí muy buenos momentos en las aulas y elaboración de trabajos y proyectos a lo largo de más de dos años de compartir y aprender.

Hoja de aprobación

Este trabajo final de investigación aplicado fue aceptado por la Comisión del Programa de Estudios de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar al grado y título de Maestría Profesional en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

MBA Jorge Arrea Jiménez
Profesor Guía

MBA Ivannia Víquez Barrantes
Lectora de empresa

MBA Anabelle León Chinchilla
Lectora

Dr. Aníbal Barquero Chacón
Director Programa de Posgrado en
Administración y Dirección de
Empresas

Randy López Bogantes
Sustentante

Contenidos

Dedicatoria	ii
Agradecimientos	iii
Hoja de aprobación	iv
Índice de gráficos	viii
Índice de tablas	ix
Índice de Fórmulas	x
Resumen.....	xi
Introducción	12
CAPÍTULO I	14
1.1 Decisiones de inversión.....	14
1.2 Teorías modernas de inversión	14
1.3 Teoría del portafolio.....	15
1.4 Rendimiento y riesgo	15
1.4.1. Rendimiento esperado de una cartera	16
1.4.2. Varianza y desviación estándar de una cartera	16
1.4.3. Covarianza y correlación	17
1.4.4. Conjunto eficiente de activos.....	20
1.5 Riesgo del portafolio	21
1.5.1. Riesgos sistemáticos y no sistemáticos.....	21
1.5.2. Riesgos de las inversiones	23
1.6. El problema económico y el sistema financiero	26
1.6.1. Sistema financiero.....	28
1.6.2. Estructura del sistema financiero costarricense	31
1.7. Mercado de Valores	37
1.7.1. Participantes del mercado de valores.....	37
CAPÍTULO II	40
2.1. Reseña histórica del solidarismo en Costa Rica	40
2.2. Breve descripción histórica de la entidad	42
2.3. Descripción de la entidad.....	44
2.3.1. Misión.....	45
2.3.2. Visión.....	46

2.3.3. Productos financieros	46
2.4. Breve descripción financiera.....	48
2.4.2. Balance de Situación Financiera.....	50
CAPÍTULO III	55
3.1 Políticas y estrategias de inversión	55
3.2 Objetivos de inversión.....	57
3.3. Opciones de inversión.....	60
3.3.1. Banco Crédito Agrícola de Cartago	61
3.3.2. Banco de Costa Rica	62
3.3.3. Banco Nacional de Costa Rica	64
3.3.4. Ministerio de Hacienda	66
3.3.5. Banco Central de Costa Rica.....	67
3.3.6. Fideicomiso de Titularización UCR-BCR	69
3.4. Descripción del portafolio de inversiones.....	70
3.4.1. Composición porcentual por moneda.....	70
3.4.2. Composición porcentual por puesto de bolsa	71
3.4.3. Composición porcentual por vencimiento	72
3.4.4. Composición porcentual por título	73
3.5. Análisis de la cartera de crédito.....	75
3.5.1. Rendimientos de la cartera de crédito.....	78
3.5.2. Riesgos de la cartera de préstamos	78
3.6. Análisis de los ingresos.....	79
3.7. Distribución de excedentes.....	79
CAPÍTULO IV	81
4.1. Riesgo actual del portafolio	81
4.2. Riesgo actual del portafolio	83
4.2.1. Rendimiento en colones	83
4.2.2. Rendimiento en dólares	84
4.3. Opciones propuestas.....	84
4.3.1. Participaciones de fondos de inversión	85
CAPITULO V	95
5.1. Conclusiones	95

5.2. Recomendaciones	97
Bibliografía	99

Índice de gráficos

Gráfico 1: Conjunto eficiente de activos en un portafolio.....	21
Gráfico 2: Riesgo diversificable y no diversificable	22
Gráfico 3: Modelo de corriente circular.....	28
Gráfico 4: Sistema Financiero Costarricense	32
Gráfico 5: Organigrama JAFAP	45
Gráfico 6: Distribución porcentual de la cartera de crédito por familia, 2012	53
Gráfico 7: Composición del portafolio por moneda	71
Gráfico 8: Composición del portafolio por puesto de bolsa	72
Gráfico 9: Composición del portafolio por vencimiento.....	73
Gráfico 10: Composición del portafolio por tipo de título.....	74
Gráfico 11: Tipos de bonos	75

Índice de tablas

Tabla 1: Estado de Resultados 2010-2012	49
Tabla 2: Estado de Situación Financiera 2010-2012	51
Tabla 3: Emisiones actuales en bolsa, Banco Crédito Agrícola de Cartago.....	62
Tabla 4: Emisiones actuales en bolsa, Banco Nacional de Costa Rica.....	65
Tabla 5: Comparación de tasas de préstamos	76
Tabla 6: Antigüedad de saldos	77

Índice de Fórmulas

Fórmula 1: Rendimiento de un portafolio de inversión.....	16
Fórmula 2: Varianza de una cartera compuesta por dos activos.....	17
Fórmula 3: Covarianza de una cartera compuesta por dos activos.....	17
Fórmula 4: Correlación de una cartera compuesta por dos activos.....	18
Fórmula 5: Duración de un activo financiero.....	19
Fórmula 6: Duración modificada.....	20

Resumen

El objetivo general del proyecto es proponer alternativas adicionales de inversión más rentables que permitan a la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica una estructura óptima del portafolio de acuerdo con la normativa interna, al lograr el mejor rendimiento posible al menor riesgo incluido.

La entidad analizada, la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, es un ente financiero que capta ahorros de sus asociados y otorga, a los mismos, créditos o préstamos de acuerdo con sus necesidades, al realizar sus funciones como una asociación solidarista, por lo tanto la cartera de inversiones es un activo muy importante en su estructura financiera.

El proyecto se desarrolla bajo una investigación de tipo documental, una vez consultadas diversas fuentes bibliográficas para la preparación de los temas teóricos los cuales acompañan al análisis. Posteriormente, la descripción de la empresa y su entorno, así como un análisis detallado de la situación actual del portafolio de inversiones de la entidad.

Ante la existencia de un Reglamento o Normativa relativa a la administración de títulos valores en esta organización, al limitar la escogencia de los títulos invertidos a ciertas características, se realizó la tarea de analizar las opciones del mercado de valores nacional que cumplan con los requisitos de la normativa interna y que aumenten el rendimiento del portafolio, sin que se presente un aumento del riesgo.

Las propuestas presentadas en este trabajo para inversión que cumplan a cabalidad con las limitaciones impuestas por los reglamentos de la entidad corresponden a participaciones de fondos de inversión inmobiliarios, los cuales presentan rendimientos anuales mayores a los títulos actuales mantenidos en cartera y sin modificar la estructura de riesgo.

Introducción

Con la elaboración de este proyecto se plantea diseñar una propuesta de nuevas opciones de inversión y de gestión en la cartera de inversiones que maneja la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, con el propósito de brindar una contribución importante en la administración de la cartera de inversiones de acuerdo con las políticas de inversión declaradas en esta entidad.

Para todas las organizaciones, especialmente las del campo financiero, la administración de su cartera de crédito constituye uno de los ejes sustantivos y prioritarios dentro de su gestión. Una efectiva estrategia de manejo de inversiones en una organización cuyo negocio principal es la captación del público de fondos por medio de diferentes modalidades de ahorro y ofrecerlos a clientes deficitarios quienes buscan una solución por medio de productos crediticios, esto se traduce en una ventaja competitiva para la institución, ya que maximiza la rentabilidad de los fondos al disminuir el costo de oportunidad de los recursos ociosos al invertirlo en opciones atractivas en el mercado financiero nacional e internacional.

La disponibilidad de estos fondos estará determinada por diversas herramientas analizadas por la tesorería de las entidades, una de estas, tal vez la principal, puede ser el presupuesto de efectivo o los flujos de caja proyectados para la institución.

El presupuesto de efectivo es una herramienta en la cual se reflejan las posibles entradas y salidas de efectivo para una empresa en un determinado periodo y su importancia radica en determinar las necesidades de efectivo o los excedentes del mismo y, de esta manera, tomar decisiones con base en estos escenarios.

Con los resultados arrojados por este documento financiero, las empresas o instituciones pueden determinar oportunamente la necesidad de algún tipo de financiamiento, determinar sus políticas comerciales en cuanto al crédito y cobro

de sus ventas y, sobretodo, en el aspecto de la cartera de inversiones, estimar sus disponibilidades de efectivo en plazo y cantidad para establecer una política de inversiones con el efectivo ocioso.

El trabajo iniciará con la contextualización de las organizaciones que operan en el ámbito de la actividad financiera, así como el desarrollo de la conceptualización teórica de administración, gestión de una cartera de inversiones y los términos teóricos aplicables al tema.

Como segundo punto, se presentará, por medio de una explicación detallada, la institución estudiada, a saber la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, en aspectos relacionados con su historia, misión, visión y valores, estructura organizacional, condición actual y el ambiente en donde se desenvuelve.

Para realizar un análisis a profundidad de la situación actual de la organización, se realizará un diagnóstico en el cual se estudiará el entorno interno que incluye el análisis de la cartera, políticas de inversión, rendimientos actuales, todo esto a través del estudio de documentos proporcionados por la tesorería de la entidad y entrevistas a los miembros de la organización, así como el estudio del ambiente externo de la empresa.

Basados en lo anterior, se postulará una propuesta que consiste en el análisis de nuevas propuestas de inversión acordes con las limitaciones establecidas por la normativa interna, con el propósito de aumentar el nivel de rentabilidad a un mismo nivel de riesgo.

Como último punto, se determinará un conjunto de conclusiones y recomendaciones aplicables a la organización, resultantes del estudio realizado en la misma a través de la realización del trabajo de campo.

CAPÍTULO I

1.1 Decisiones de inversión

Las decisiones tomadas por una empresa en el campo de las inversiones son muy importantes para lograr la máxima rentabilidad sobre los recursos de sus accionistas y asociados. Estas decisiones definen el tipo de instrumentos de inversión, el plazo, el rendimiento y la forma en la cual debe realizarse.

El proceso de inversión tiene como fundamento la conformación de un portafolio, referido al conjunto de activos en los cuales invierte un inversionista, es decir tienen más de una acción, bono o cualquier otro activo financiero, para lo cual es importante identificar su alcance en términos de los objetivos, plazos, rendimientos esperados y riesgo. Para obtener estas premisas se deben analizar ciertos factores como por ejemplo la duración de los rendimientos esperados, el riesgo asociado con los flujos de efectivo y el precio de los instrumentos financieros en los mercados de valores.

También es importante analizar las diferentes variables macroeconómicas que pueden afectar la estabilidad de los títulos valores y los mercados de valores, tales como la inflación, política monetaria y fiscal del gobierno, nivel de empleo o desempleo plenos en una economía, crecimiento de la economía, tipos de cambio, entre otras.

1.2 Teorías modernas de inversión

En el campo de la administración de inversiones financieras, se conocen principalmente dos teorías relacionadas con esta materia. Una de ellas es la Teoría del Portafolio, propuesta por Harry Markowitz en 1952 y la otra, la teoría de valoración de activos de capital propuesta por William Sharpe entre 1964 y 1966, definido como un modelo que sirve para calcular el precio de un activo o una cartera de inversiones. Sin embargo, este último modelo implica la utilización

mayoritariamente de inversiones en acciones dentro del portafolio, por lo tanto, para efectos de este trabajo final de graduación, se enfocará en la Teoría del Portafolio, ya que de acuerdo con la reglamentación existente en la entidad, el portafolio de inversión está compuesto por títulos valores emitidos por el Estado o sus instituciones con garantía solidaria del mismo.

1.3 Teoría del portafolio

Según Zamora (2005), la teoría del portafolio supone que los inversionistas quieren maximizar el rendimiento de la inversión al mismo tiempo que desean minimizar el riesgo en lo posible.

Este modelo supone el comportamiento racional de los inversionistas a la hora de comprar y vender títulos valores, esto explica la búsqueda por parte de los inversionistas de la máxima rentabilidad al menor riesgo posible.

Un punto importante para aplicar la teoría es la diversificación de la cartera de inversiones, de esta forma se disminuye el efecto en la cartera de la reducción de precio de los títulos valores que la componen, lo ideal, invertir en diferentes títulos valores y plazos al disminuir la fluctuación en la rentabilidad total de la cartera y, por ende, el riesgo.

1.4 Rendimiento y riesgo

De acuerdo con Ross, Westerfield y Jaffe (2012) el rendimiento esperado es el rendimiento que un individuo espera que gane una inversión durante un periodo. En este caso, tratándose de una expectativa, el rendimiento real puede ser mayor o menor.

El punto ideal es obtener un portafolio con un alto rendimiento esperado y una desviación estándar baja del rendimiento, siendo esta un indicador estadístico el cual mide la dispersión alrededor del valor esperado, por lo tanto de acuerdo con Ross, Westerfield y Jaffe (2012), es importante tomar en cuenta lo siguiente:

- La relación entre el rendimiento esperado de valores individuales y el rendimiento esperado de un portafolio formado de estos valores.
- La relación entre las desviaciones estándar de valores individuales, la correlación entre estos valores y la desviación estándar de un portafolio compuesto por estos valores.

1.4.1. Rendimiento esperado de una cartera

El rendimiento esperado de una cartera es el promedio ponderado de los rendimientos esperados de cada uno de los activos individuales que la componen, sin embargo es importante aclarar que este rendimiento está basado en supuestos y en el comportamiento histórico, por lo tanto existe la posibilidad de no alcanzar el rendimiento esperado. Su cálculo se realiza con la siguiente fórmula:

Fórmula 1: Rendimiento de un portafolio de inversión

$$R_p: \sum W_i k_i$$

Dónde:

W_i = Participación del activo i dentro de la cartera de inversión

k_i = Rendimiento del activo i.

1.4.2. Varianza y desviación estándar de una cartera

De acuerdo con Montero (2004), para medir el riesgo de una cartera es necesario utilizar medidas estadísticas como la varianza y la desviación estándar las cuales miden la variabilidad de cada uno de los instrumentos que conforman el portafolio.

La varianza de una cartera formada por dos títulos, A y B en este caso, se calcula de la siguiente manera:

Fórmula 2: Varianza de una cartera compuesta por dos activos

$$\text{Var (cartera)} = X_A^2 \sigma_A^2 + 2X_A X_B \sigma_{AB} + X_B^2 \sigma_B^2$$

Dónde:

σ_A^2 es la varianza del título a

σ_B^2 es la varianza del título b

σ_{AB} es la covarianza entre los títulos a y b.

La desviación estándar, que es la dispersión alrededor del valor esperado, se calcula con la raíz cuadrada de la varianza, con estas dos medidas se obtiene la variabilidad de cada uno de los activos dentro de un portafolio. Ahora bien para medir la relación entre el rendimiento de un título valor y el rendimiento de otro, es necesario utilizar otras herramientas como por ejemplo la covarianza y la correlación.

1.4.3. Covarianza y correlación

Para medir la relación entre el rendimiento de un activo y el rendimiento de otro, es necesario utilizar otras medidas estadísticas, a saber la covarianza y la correlación. La fórmula para el cálculo de la covarianza es la siguiente:

Fórmula 3: Covarianza de una cartera compuesta por dos activos

$$\text{Covarianza (A,B)} = \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B$$

Dónde:

ρ_{AB} = es la correlación entre los títulos

$\sigma_A \sigma_B$ = son las desviaciones estándares de los títulos

Por lo tanto, la covarianza entre dos títulos equivale a la correlación entre los títulos multiplicados por la desviación estándar de cada uno de ellos.

De acuerdo con Gitman (2008), la correlación es una medida estadística que muestra la relación entre una serie de números, si las dos series se mueven en la misma dirección están correlacionadas positivamente; en cambio si se mueven en direcciones opuestas están correlacionadas negativamente.

El grado de correlación se mide por el coeficiente de correlación el cual varía de +1 para series perfectamente correlacionadas positivas y -1 para series correlacionadas perfectamente negativas.

Para obtener este valor es necesario aplicar la siguiente fórmula:

Fórmula 4: Correlación de una cartera compuesta por dos activos

$$\text{Correlación (A,B)} = \frac{\text{Cov (A,B)}}{\sigma_A \sigma_B}$$

Dónde:

Cov (A, B) = es la covarianza de los activos A y B

$\sigma_A \sigma_B$ = es la desviación estándar de los activos A y B.

No obstante, también es necesario medir la sensibilidad del precio del activo con el riesgo del tipo de interés y el plazo promedio del activo financiero, para lo anterior, se puede calcular la duración, término definido por Frederick Macaulay en 1938 y que consiste en la media ponderada de los distintos vencimientos de los flujos de caja, ponderados por el valor actual de cada uno de esos flujos. La fórmula para el cálculo es la siguiente:

Fórmula 5: Duración de un activo financiero

$$d = \frac{\sum VA_i \times \left(\frac{pv_i}{360} \right)}{VA_t}$$

Dónde:

VA_i: valor actual del flujo *i*

VA_t: precio actual del activo

pv_i: plazo por vencer en días del flujo *i*

También es importante calcular la duración modificada, ya que este indicador permite conocer la exposición conjunta con el riesgo de tipos de interés de una cartera y la estimación de los efectos de los cambios en los tipos de interés sobre la rentabilidad efectiva final de una cartera de renta fija durante un periodo dado, es decir cómo los cambios en el rendimiento influyen en el precio del instrumento.

Entre mayor sea el valor de la duración modificada, mayor la exposición al riesgo de pérdida de valor de la cartera del fondo. Este indicador refleja la variación porcentual del precio del instrumento ocasionado por la variación de la rentabilidad del mercado y se obtiene aplicando la siguiente fórmula para cada activo del portafolio:

Fórmula 6: Duración modificada

$$\text{Duración modificada: } \frac{\textit{Duración}}{(1+\textit{Rend})}$$

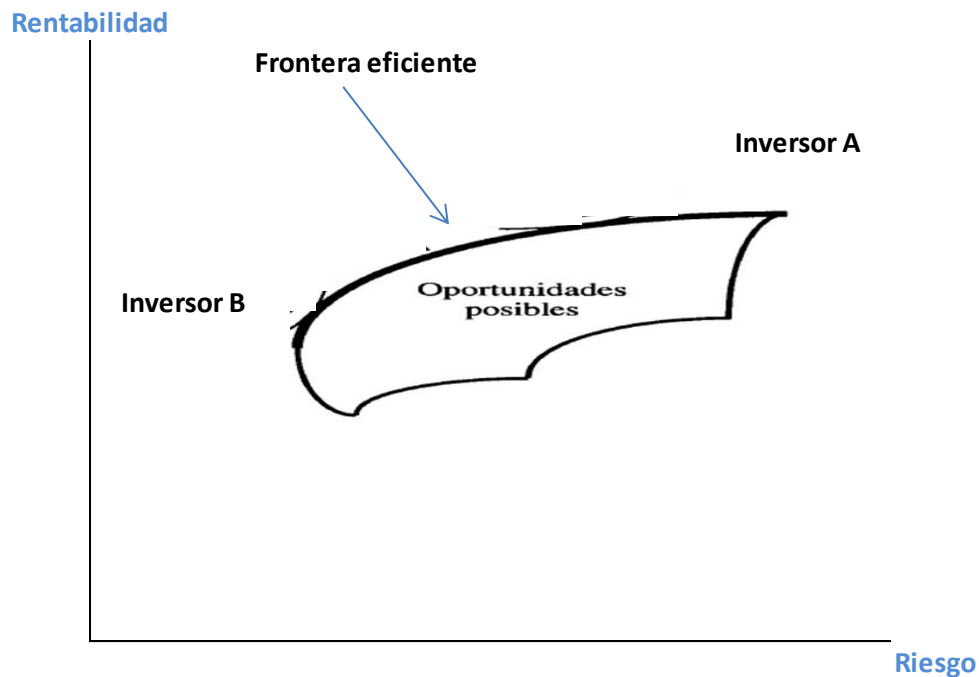
Dónde:

Rend: rendimiento efectivo anual

1.4.4. Conjunto eficiente de activos

De acuerdo con Montero (2004), el conjunto eficiente de activos busca determinar cuál es la combinación más eficiente que se puede alcanzar entre los activos de una cartera, con el rendimiento más alto, así como la desviación mínima, al lograr una diversificación entre los activos. Para ello es necesario disponer de un portafolio con una correlación menor a 1, alcanzando una proporción óptima de cada activo en la cartera, para obtener el menor riesgo a una determinada rentabilidad. En el siguiente gráfico se observa el conjunto eficiente dentro de una cartera de activos:

Gráfico 1: Conjunto eficiente de activos en un portafolio



Fuente: Elaboración propia

1.5 Riesgo del portafolio

1.5.1. Riesgos sistemáticos y no sistemáticos

Gitman (2008) define el riesgo como la posibilidad de una pérdida financiera, es decir la posibilidad de no obtener los resultados esperados. Los activos que tienen más posibilidades de pérdida son considerados más arriesgados con respecto a los que tienen menos posibilidades de pérdida.

Sin embargo, el análisis del riesgo está compuesto por la previsión la cual debe realizarse sobre los dos tipos de riesgo que puede presentarse y, al mismo tiempo, afectan los rendimientos de una cartera de valores.

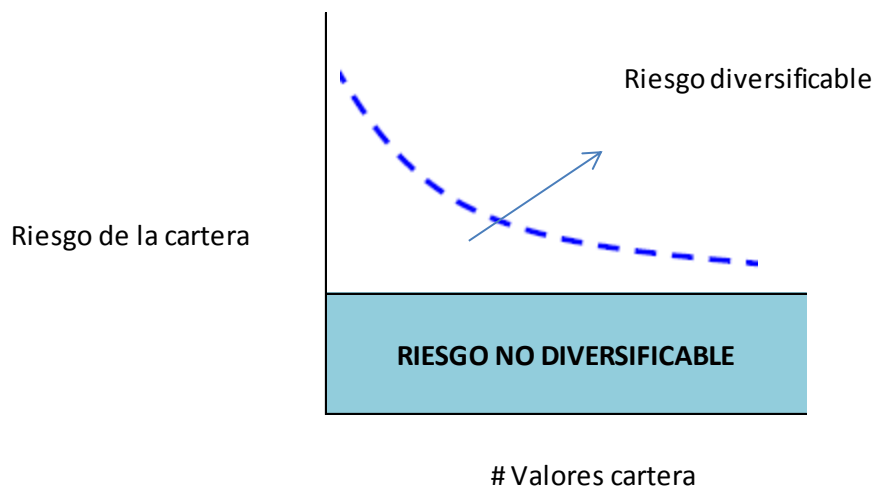
Estos tipos de riesgos tienen dos clasificaciones: sistemático y no sistemático.

El riesgo sistemático es cualquier riesgo que afecta a todas las empresas por igual, aunque algunas en mayor o menor medida, además dependen de sus características, componentes del riesgo sistemático pueden ser variaciones en el PIB, tasas de interés, inflación, políticas crediticias, entre otras.

En cambio, el riesgo no sistemático afecta a una sola empresa, es decir, situaciones o eventualidades presentes y que repercuten solo en una empresa o grupo de ellas, tales como huelgas, cambios tecnológicos, obsolescencia tecnológica, competidores, sustitución de productos, entre otras.

La teoría del portafolio explica que un mayor número de activos diferentes produce un menor riesgo no sistemático, por lo tanto, al aumentar la diversificación del portafolio, se disminuye el riesgo de la cartera, tal y como se observa en el siguiente gráfico:

Gráfico 2: Riesgo diversificable y no diversificable



Fuente: Elaboración propia

En este caso, la diversificación reduce o elimina el riesgo no sistemático o diversificable, pero no elimina el riesgo sistemático.

Aunque también existen varias clasificaciones de riesgos, las inversiones en diferentes títulos valores conllevan una serie de riesgos, los cuales se mencionan para cada uno de ellos, en los principales títulos valores que se podrían invertir en Costa Rica, tales como bonos, acciones y fondos de participaciones.

1.5.2. Riesgos de las inversiones

En el caso de una inversión en bonos, los principales riesgos son los siguientes:

- **Riesgo de insolvencia:** medido en el sentido de que el emisor incumpla el pago de sus obligaciones en el plazo correspondiente.
- **Riesgo de tasa de interés:** se refiere a los cambios en las tasas de interés del mercado o referencia y que provocan cambios en los precios de los bonos en caso de ser negociados en una bolsa de valores.
- **Riesgo de reinversión de la tasa de interés:** afecta en mayor medida a las inversiones de corto plazo, pues constantemente tienen que ser reinvertidas cada cierto tiempo a tipos de interés presumiblemente distintos.

Para el caso de acciones de empresas, también existen algunos riesgos relacionados, como lo son:

- **Riesgo de administración:** es el riesgo en cual la empresa incurra en faltas graves o problemas de administración y provoquen pérdidas financieras o la quiebra de la misma, esto produce enormes pérdidas a los inversionistas.
- **Riesgo del negocio:** es el riesgo específico de la actividad realizada por la empresa, dado principalmente por los cambios en tendencias, gustos, adelantos tecnológicos que afectan los productos de la empresa, entre otros.

- **Riesgo de liquidez:** en el caso de Costa Rica y en acciones es muy común este riesgo, en el sentido en cual en ocasiones es muy difícil lograr la colocación de acciones en el mercado secundario debido a la poca profundidad o desarrollo del mismo.
- **Riesgo de dilución:** depende exclusivamente de la posición de poder que quiera tener el inversionista dentro de la empresa, con nuevas emisiones de acciones u otros mecanismos como fraccionamiento de acciones puede ver disminuido su participación en la empresa.
- **Riesgo de precio:** es el riesgo de ver disminuido el riesgo de su inversión en acciones por efecto de algún otro riesgo o por las diferentes eventualidades que pueda presentarse en el mercado o en la empresa.

También se mencionan los riesgos de las participaciones de fondos de inversión, en primer lugar se describen los riesgos de los fondos de inversión financieros.

- **Riesgo de precio:** es la posibilidad que baje el precio de los títulos valores invertido por el fondo, provocados por los movimientos de tasas de interés.
- **Riesgo de tipo de cambio:** se refiere a los casos en los cuales la moneda en que están expresadas las inversiones del fondo pierden valor frente a otras monedas y la cartera del fondo vale menos en términos de esas monedas.
- **Riesgo de solvencia del emisor:** es el riesgo en cual algunos de los emisores de los valores, en que invierte el fondo, no pueden hacer frente a sus obligaciones.
- **Riesgo de liquidez:** ocurre cuando el fondo de inversión decida vender títulos valores y no los pueda convertir en efectivo con rapidez o al precio deseado.

- **Riesgo de operación:** es la posibilidad de pérdida en la cual pueda incurrir el inversionista por culpa, dolo, negligencia o mala labor por parte del fondo de inversión.
- **Riesgo de concentración:** resulta cuando el fondo se invierte en altas proporciones en determinados valores, esto aumenta la vulnerabilidad ante cambios negativos en estos.

Otro tipo de inversión en este mecanismo son los fondos de inversión inmobiliarios, los cuales también presentan algunos riesgos como los siguientes:

- **Riesgo de concentración del inmueble:** ocurre cuando las inversiones del fondo se concentran en un solo tipo de inmueble o inmueble o proyecto.
- **Riesgo de concentración de arrendatarios:** sucede cuando los ingresos del fondo provienen del alquiler de unos pocos arrendatarios o de una misma actividad y cuando, por situaciones de mercado, incumplimiento de contrato, desahucio o desocupación, se reducen los ingresos del fondo.
- **Riesgo por la desocupación de los inmuebles:** se origina cuando los inmuebles del fondo pueden permanecer desocupados mucho tiempo.
- **Riesgo de inadecuada valoración de los inmuebles:** se da cuando las propiedades son compradas a un precio excesivo o son vendidas a un precio muy bajo.
- **Riesgo de liquidez de la participación:** ocurre cuando el inversionista desea vender en una bolsa las participaciones del fondo de inversión y no las pueda convertir en efectivo con rapidez o al precio deseado.
- **Riesgo de operación:** es la posibilidad de pérdida en que pueda incurrir el inversionista por culpa, dolo, negligencia o mala labor por parte del fondo de inversión.

1.6. El problema económico y el sistema financiero

El problema económico, que afecta a todos los integrantes de una economía, consiste en el uso eficaz de recursos limitados para satisfacer las necesidades ilimitadas que presentan los individuos, de esta forma con ayuda de curvas de posibilidades de producción, se estudia las posibilidades de elección y así se logra un crecimiento económico siempre y cuando los recursos o factores de producción son utilizados de forma eficaz y eficiente.

El efecto del problema económico en las empresas y en las familias, hace imperante la necesidad de un ordenamiento o jerarquización de necesidades, lo que ocasiona priorizar y postergar algunas de ellas.

Este tipo de situaciones o decisiones presentes en los integrantes de una economía, conllevan al llamado costo de oportunidad que según Montero (2004), consiste en el sacrificio al utilizar los recursos para satisfacer una necesidad, en términos de la satisfacción que se hubiera derivado en la segunda mejor alternativa en el uso de los recursos limitados.

Es decir, con el sacrificio de alternativas, siempre se hace necesaria la utilización de la manera más eficiente de los recursos limitados, pues su mal uso representa en un costo de oportunidad cada vez más alto, esto se refleja en una menor satisfacción de necesidades de acuerdo con los recursos utilizados.

Esta situación se representa de mejor manera con el modelo de corriente de flujo circular, muy utilizado en el campo de la economía, el cual, en su patrón más básico, supone la existencia de solo dos componentes en una economía: las empresas, productoras de bienes y servicios y las familias, conformadas por los consumidores de esos bienes y servicios.

En este modelo también existen dos mercados: el mercado de los bienes y servicios de consumo final, y el mercado de los factores de producción empleados

en el proceso productivo. En el mercado de bienes y servicios de consumo final las empresas son las oferentes produciendo estos insumos y las familias son las demandantes de tales mercancías.

De esta forma las empresas para producir estos productos de consumo final contratan los servicios de las familias, quienes a la vez son los consumidores de los productos ofrecidos por las empresas. Así, las empresas reciben los ingresos de la venta de sus productos por parte de las familias cuando adquieren dichos productos. El gasto de las familias proviene de la retribución otorgada por las empresas a cambio de los factores de producción que son propiedad de las familias.

Hasta este momento, el modelo es un esquema cerrado, es decir, todos los ingresos de uno de los agentes económicos se convierten en los ingresos del otro agente económico al demandar los servicios del otro y pagando por estos factores la misma cantidad recibida, de esta forma los flujos se reciclan hacia la corriente circular.

Sin embargo, cuando no todos los ingresos son gastados o invertidos en el otro agente económico es cuando empiezan a aparecer los que en economía se conoce como fugas en el sistema. Cuando existen estas fugas se presenta un desequilibrio en el flujo del modelo de corriente circular, pues no todo se está reciclando, ya que comienza a aparecer el ahorro en el agente de las familias y en las empresas la inversión. Para restablecer el equilibrio es necesario incorporar de nuevo al sistema, que logre de nuevo la condición de equilibrio, igualando no solo los flujos de ingresos y gastos, sino también los flujos de ahorro e inversión. En este momento es donde aparece el sistema financiero en la economía.

Gráfico 3: Modelo de corriente circular



Fuente: Parking, Michael. Macroeconomía, Séptima Edición. Pearson Educación, México.

1.6.1. Sistema financiero

Un sistema financiero es el conjunto de instituciones y participantes que generan, captan, administran y dirigen el ahorro. Se rige por las legislaciones que regulan las transacciones de activos financieros y por los mecanismos e instrumentos los cuales permiten la transferencia de éstos entre ahorrantes e inversionistas, cumpliendo así una importante función en toda la economía.

El sistema financiero cumple con funciones muy importantes dentro de una economía. De acuerdo con Matarrita (2011), entre sus principales funciones están las siguientes:

- a- **Proveer de medios de pago:** esta actividad es denominada en algunas ocasiones monetización y consiste en la aquella parte de las funciones del sistema financiero asociada con la creación de dinero, es decir de alguna mercancía que pueda ser usada como numerario. Sin este medio de pago se supondría un sistema de intercambio mucho más onerosos para la sociedad, pues el trueque, por ejemplo, requiere que la sociedad asuma los costos de “doble coincidencia”, almacenaje de productos perecederos y un manejo considerable de información de los distintos precios relativos y tasas de intercambio entre bienes.
- b. **Intermediación Financiera:** este proceso implica el traslado de recursos financieros desde aquellas actividades que cuentan con excedentes a aquellas que carecen de financiamiento. Para esto, se conciben unidades, denominadas superavitarias o excedentarias, a saber aquellas que han ejecutado sus proyectos de inversión o realizado sus gastos en consumo y cuentan con excedentes financieros. Por otra parte, se conciben otro tipo de unidades denominadas deficitarias, las cuales cuentan con proyectos o posibilidades de consumo atractivas, pero no cuentan con el financiamiento necesario para poder ejecutarlos. El intermediario financiero actúa entre los dos tipos de unidades, al movilizar recursos desde las unidades que poseen excedentes hasta las cuales necesitan recursos. Este proceso se realiza por medio de los intermediarios financieros, mediante dos procesos: el primero; la movilización de recursos, esta consiste en la captación de los recursos excedentes de las unidades superavitarias y el segundo, la asignación de recursos, que consiste en la canalización de dichos recursos hacia las unidades deficitarias.
- c. **Diversificación de riesgos de las inversiones:** al realizar sus funciones propias, los intermediarios financieros genera una serie de activos financieros con el objetivo de absorber los recursos excedentes de las unidades superavitarias, esto hace que los inversionistas gocen de una serie de oportunidades y alternativas de inversión las cuales diversifican su riesgo.

- d. **Apoyo a las finanzas públicas:** por medio del sistema financiero, los gobiernos trasladan intertemporalmente sus ingresos fiscales, adelantando los impuestos futuros para realizar gastos actuales por medio de una deuda bonificada.

Como ya se explicó anteriormente, si los gastos de los agentes económicos fueran iguales a sus ingresos, no habría necesidad de la existencia de un sistema financiero. Con la presencia del problema económico, es siempre indispensable asignar o aprovechar el ahorro de una manera eficiente. Esta función es realizada por los intermediarios financieros, al proporcionar una diversidad de servicios y opciones atractivas para los entes superavitarios.

Según Matarrita (2011), las razones a favor de la intermediación financiera dentro de un sistema, son las siguientes:

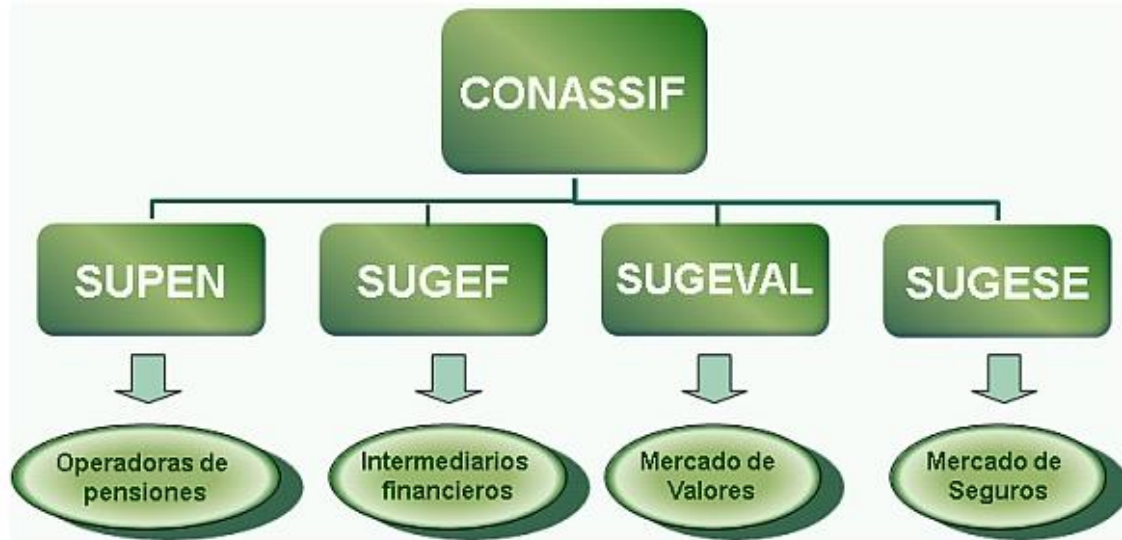
- a. **Costos de transacción:** es posible que los intermediarios puedan contar con economías de escala y de ámbito que no están disponibles para los inversionistas individuales, como resultado se reducen los costos de transacción y aquellos asociados con la localización de los posibles inversionistas y demandantes de crédito.
- b. **Producción de información:** el intermediario financiero puede desarrollar información sobre demandantes de crédito en una forma más eficiente que el ahorrante quien busca colocar sus recursos en forma individual. Además, el intermediario puede reducir el problema del riesgo moral de una información no confiable y proteger la confidencialidad de la información (secreto bancario).
- c. **Divisibilidad y Flexibilidad:** un intermediario financiero puede agrupar los ahorros de muchos ahorradores individuales para comprar créditos de distintos tamaños, en especial, el intermediario puede entrar en nichos de ahorros pequeños para su inversión final en activos reales; además, los demandantes de crédito tiene mayor flexibilidad al tratar con un solo intermediario que con un gran número de acreedores.

- d. Diversificación del riesgo:** el intermediario puede reducir el riesgo asociado con las fluctuaciones en el valor del principal (proveniente de las variaciones en la tasa de interés); así mismo, en la medida que los individuos sean incapaces por sí mismos, debido al tamaño o a otras razones, de lograr una diversificación adecuada, el proceso de intermediación financiera resultará útil.
- e. Vencimiento:** el intermediario puede transformar un crédito con cierto vencimiento en valores indirectos con diferentes vencimiento, como resultado, los vencimiento de sus operaciones activas y pasivas pueden no coincidir, siendo más atractivos para los inversionistas y demandantes de crédito de lo que sería si los préstamos fueran directos.
- f. Pericia y Conveniencia:** el intermediario se convierte en un experto en la concesión de crédito y, al hacerlo, elimina la inconveniencia que representa para el ahorrador el efectuar comprar directas de crédito. El intermediario también es un experto en el trato con los inversionistas finales (una habilidad de la cual carece la mayoría de los demandantes de crédito), habilidad que es también empleada en los trámites y gestión de cobro con mayor talento que el acreedor directo.

1.6.2. Estructura del sistema financiero costarricense

En Costa Rica, el sistema financiero está dividido de acuerdo con el siguiente gráfico:

Gráfico 4: Sistema Financiero Costarricense



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

1.6.2.1. CONASSIF

Es el máximo ente de supervisión del sistema financiero nacional. El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) es un órgano colegiado de dirección superior, cuyo fin es dotar de uniformidad e integración a las actividades de regulación y supervisión del Sistema Financiero Costarricense. La labor directiva del CONASSIF se ejerce sobre la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), la Superintendencia General de Seguros (SUGESE) y la Superintendencia de Pensiones (SUPEN).

Entre sus principales funciones se encuentran las siguientes:

1. Nombrar y remover a los superintendentes de cada una de las superintendencias y al Auditor Interno del CONASSIF.
2. Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que, conforme a la ley, deben ejecutar las

superintendencias. No podrán fijarse requisitos los cuales restrinjan indebidamente el acceso de los agentes económicos al mercado financiero, limiten la libre competencia ni incluyan condiciones discriminatorias.

3. Ordenar la suspensión de las operaciones y la intervención de los sujetos regulados por las Superintendencias, además, decretar la intervención y solicitar la liquidación ante las autoridades competentes.
4. Suspender o revocar la autorización otorgada a los sujetos regulados por las diferentes Superintendencias o la autorización para realizar la oferta pública, cuando el sujeto respectivo incumpla los requisitos de ley o los reglamentos dictados por el Consejo Nacional, cuando la continuidad de la autorización pueda afectar los intereses de ahorrantes, inversionistas, afiliados o la integridad del mercado.
5. Aprobar las normas aplicables a los procedimientos, requisitos y plazos para la fusión o transformación de las entidades financieras.
6. Aprobar las normas atinentes a la constitución, el traspaso, registro y funcionamiento de los grupos financieros, de conformidad con la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
7. Conocer y resolver en apelación los recursos interpuestos contra las resoluciones dictadas por las Superintendencias. Las resoluciones del Consejo agotarán la vía administrativa.

1.6.2.2. SUGEVAL

La Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) es la entidad dependiente del CONASSIF, encargada de velar por la regulación y supervisión del sector bursátil costarricense.

Tiene como objeto regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos. La SUGEVAL fue creada por la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV), Ley N° 7732, que entró en vigencia el 27 de marzo de 1998 y vino a sustituir a la hasta

entonces existente Comisión Nacional de Valores (CNV), heredando sus activos y funcionarios.

De acuerdo con dicha Ley le corresponde a la SUGEVAL *"velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de precios en ellos, la protección de los inversionistas, y la difusión de la información necesaria para la consecución de estos fines"*, según cita el artículo 2.

Para llevar a cabo sus funciones, la Superintendencia emite la normativa que regula la actividad de los participantes del mercado, les concede autorización para ofrecer sus servicios y sus productos por medio de la oferta pública y supervisa sus actividades.

Además, la SUGEVAL tiene la potestad de imponer sanciones y medidas precautorias cuando corresponda. En materia de protección al inversionista la SUGEVAL pone a disposición del público toda la información pública de los participantes y productos ofrecidos en el mercado, con el fin de que tome decisiones de inversión basadas en información oportuna. Igualmente, lleva a cabo una serie de actividades gratuitas y abiertas al público en procura de la educación a los inversionistas.

1.6.2.3. SUGEF

La Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) por muchos años funcionó como un departamento del Banco Central de Costa Rica, denominado "Auditoría General de Bancos" (AGB). El Artículo 44 de la Ley 1552, publicada el 23 de abril de 1952, establecía como función de la AGB ejercer "...la vigilancia y fiscalización permanente de todos los departamentos y dependencias del Banco, de las demás instituciones bancarias del país, incluso sucursales, otras dependencias y cualesquiera otras entidades que las leyes sometan a su control."

Posteriormente, el 4 de noviembre de 1988 y con la promulgación de la Ley de Modernización del Sistema Financiero de la República, número 7107, la cual

modificó la Ley 1552, la AGB se transformó en la Auditoría General de Entidades Financieras (AGEF), "como un órgano de desconcentración máxima adscrito al Banco Central ..." (Artículo 124 de la Ley 1552).

De acuerdo con esta reforma, correspondía a la AGEF fiscalizar el funcionamiento de todos los bancos, incluidos el Banco Central de Costa Rica, las sociedades financieras de carácter no bancario y las demás entidades públicas o privadas, independientemente de su naturaleza jurídica, que operasen en actividades de intermediación entre la oferta y la demanda de recursos financieros, directa o indirectamente o en la prestación de otros servicios bancarios.

Entre sus principales funciones, se encuentran las siguientes:

- a. Velar por la estabilidad, la solidez y el funcionamiento eficiente del sistema financiero nacional.
- b. Fiscalizar las operaciones y actividades de las entidades bajo su control.
- c. Dictar las normas generales necesarias para el establecimiento de prácticas bancarias sanas.
- d. Establecer categorías de intermediarios financieros en función del tipo, tamaño y grado de riesgo.
- e. Fiscalizar las operaciones de los entes autorizados por el Banco Central de Costa Rica a participar en el mercado cambiario.
- f. Dictar las normas generales y directrices que estime necesarias para promover la estabilidad, solvencia y transparencia de las operaciones de las entidades fiscalizadas.
- g. Presentar informes de sus actividades de supervisión y fiscalización al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.
- h. Cumplir con cualesquiera otras funciones y atributos que le correspondan, de acuerdo con las leyes, reglamentos y demás disposiciones atinentes.

Esta Superintendencia regula y supervisa a todos los intermediarios financieros, es decir, a aquellas entidades las cuales captan recursos de los ahorrantes y los trasladan a los entes deficitarios por medio de créditos bancarios. Estos intermediarios son los bancos comerciales, financieras, cooperativas de ahorro y crédito y las asociaciones solidaristas.

En el caso de la Junta, tiene un funcionamiento como asociación solidarista, pues capta recursos de los trabajadores de la Universidad de Costa Rica y los ofrece por medio de productos financieros de crédito a los mismos asociados.

1.6.2.3. SUPEN

La Superintendencia de Pensiones (SUPEN) es la superintendencia encargada de autorizar, regular, supervisar y fiscalizar los planes, fondos, gestores y regímenes contemplados en el marco normativo el cual regula el Sistema Nacional de Pensiones en Costa Rica.

La SUPEN surge en agosto de 1996 producto de la aprobación de la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias y sus reformas.

Su función principal es regular todo el campo relativo a las pensiones en Costa Rica, en donde se incluyen tanto los fondos administrados por las operadoras de pensiones complementarias (OPC), como por ejemplo los fondos creados por leyes especiales o convenciones colectivas. Además la SUPEN debe supervisar lo relacionado con los fondos de capitalización laboral.

1.6.2.4. SUGESE

Es un órgano de máxima desconcentración y adscrito al Banco Central de Costa Rica, creado mediante la Ley Reguladora del Mercado de Seguros No 8653, del 7 de agosto de 2008. Funciona bajo la dirección del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), cuerpo colegiado integrado por el Presidente o Gerente del Banco Central, el Ministro de Hacienda o su representante y cinco miembros elegidos por la Junta Directiva del Banco Central.

La Superintendencia de Seguros es la entidad pública encargada de autorizar, regular y supervisar a las personas físicas, así como jurídicas que intervengan en el negocio de seguros.

1.7. Mercado de Valores

Los mercados de valores son una parte del mercado de capitales en donde se negocian títulos valores a través de negociaciones de compra y venta.

1.7.1. Participantes del mercado de valores

Tomando en cuenta que la Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica solamente invierte en títulos valores con garantía solidaria del Estado, se van a describir los participantes del mercado de valores nacional.

Entre los participantes se encuentran los emisores de títulos valores, los intermediarios de valores, como los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión; la bolsa de valores, los inversionistas, las calificadoras de riesgo, los custodios, el regulador del mercado de valores y los proveedores de precios. A continuación se realiza una breve reseña de cada uno de ellos.

1.7.1.1. Emisores de valores

Son las empresas o fideicomisos que ofrecen emisiones de valores a la venta con el fin de captar ahorros del público inversionista para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo para su operación normal. Pueden realizar emisiones de títulos valores de renta fija o variable.

1.7.1.2. Puestos de bolsa

Son entidades autorizadas por las bolsas de valores para realizar actividades de intermediación bursátil. Algunas de sus funciones son las siguientes:

- Comprar y vender valores por cuenta de sus clientes.
- Asesorar al inversionista en la compra y venta de valores en bolsa y la realizan en nombre de éste
- Administrar carteras individuales de inversión.

1.7.1.3. Sociedades administradoras de fondos de inversión

Son sociedades cuya función exclusiva consiste en administrar fondos de inversión. Cuentan con personas especializadas en el campo de las inversiones (gestión de carteras).

1.7.1.4. Bolsa de valores

Son entidades las cuales facilitan los medios para la compra y venta de valores y ejercen funciones de autorización, fiscalización y regulación sobre los puestos y agentes de bolsa.

Algunas de sus funciones son:

- Autorizar y suspender el funcionamiento de los puestos y agentes de bolsa
- Efectuar visitas y revisiones a distancia sobre los puestos de bolsa
- Establecer procedimientos, sistemas para facilitar la compra y venta de valores
- Velar por la objetividad y transparencia en la formación de los precios
- Ofrecer al público información sobre los valores, sus emisores y las operaciones de bolsa.

En Costa Rica existe una única bolsa de valores llamada la Bolsa Nacional de Valores.

1.7.1.5. Inversionistas

Son aquellas personas físicas o jurídicas que cuentan con recursos para la adquisición de acciones, obligaciones u otros valores que buscan obtener ganancias de sus inversiones.

1.7.1.6. Custodios

Entidades responsables de prestar el servicio a una entidad, para el cuidado y conservación de valores y el efectivo relacionado con estos, así como el registro de su titularidad; con la obligación de devolver al titular, valores del mismo emisor, de la misma especie y las mismas características de los cuales le fueron entregados para su custodia.

1.7.1.7. Calificadoras de riesgo

Son entidades autorizadas por la SUGEVAL, para emitir calificaciones de riesgo de los valores. Las calificaciones de riesgo corresponden a una opinión técnica y objetiva sobre la capacidad de pago de un emisor, además expresadas mediante una escala de letras y números, obtenida a partir de una metodología que debe ser inscrita ante la Superintendencia.

1.7.1.8. Proveedores de precios

Los proveedores de precios son sociedades anónimas autorizadas por la Sugeval, cuyo objeto principal es la prestación profesional del servicio de cálculo, determinación y suministro de precios de valoración para los instrumentos financieros.

Con el desarrollo de este trabajo se incluirán estos términos teóricos en un conjunto de herramientas desarrolladas en Excel, con el fin de establecer un modelo de valoración del riesgo y rendimiento que permita a la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica una estructura óptima para el manejo de sus inversiones.

CAPÍTULO II

En el presente capítulo se indicará una breve reseña de la historia del solidarismo en Costa Rica, ya que la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, en adelante abreviado como JAFAP, realiza funciones de asociación solidarista para los empleados de la Universidad de Costa Rica. También se detallará una descripción de la organización, al resaltar aspectos tales como: misión, visión, valores, productos y servicios, organigrama y un análisis financiero basado en los estados financieros de los últimos tres años.

Esta descripción sirve para identificar y reconocer las unidades o departamentos de la organización que tienen relación con el manejo del portafolio de inversiones y en donde se realizará la investigación. En este caso, el principal departamento involucrado es la Tesorería de la entidad, como unidad encargada de la administración y disponibilidad del efectivo y valores equivalentes en la entidad.

2.1. Reseña histórica del solidarismo en Costa Rica

El solidarismo es un sistema que fomenta la producción, democratiza el capital y satisface las aspiraciones o necesidades de empresarios y trabajadores. Su filosofía es contraria a la lucha de clases. Considera que debe unirse el capital y el trabajo, el patrono y el trabajador, para juntos incrementar la producción y mejorar las condiciones socioeconómicas de los trabajadores.

En Costa Rica tuvo como antecedentes las reformas sociales de 1940-1943. Su fundador fue el abogado y economista costarricense Lic. Alberto Martén Chavarría. En el año de 1947, lo inició en el plano económico como una solución a los problemas obrero patronales que se produjeron con la promulgación del Código de Trabajo. Posteriormente, la idea evolucionó y se intentó llevar al campo político con la creación del partido Acción Solidarista, que en 1962 presentó papeleta para diputados.

El mérito del Lic. Martén Chavarría está en haber ideado una fórmula para que la solidaridad pudiera encontrar una vía de realización dentro de la empresa. El Plan Martén, como se le conoció inicialmente, consiste en un Plan de Ahorro. Los recursos de la asociación solidarista provienen de dos fuentes principales: el ahorro mensual de los trabajadores que, según la Ley, puede ser entre el 3 y el 5 por ciento y un aporte mensual de la empresa, cuyo porcentaje se pacta entre ésta y los trabajadores.

El aporte de la empresa no es una donación, más bien corresponde a un adelanto sobre la cesantía del trabajador, entregado a este junto con el ahorro y el respectivo rendimiento una vez que deje la empresa.

De esta manera, se forma un Fondo de Ahorro, a nombre de los trabajadores, quienes lo administran por medio de una Directiva con el fin de brindarles todo un plan en donde su desarrollo económico, social y espiritual fomente empresarios que manejen sus ahorros de la mejor manera posible y además tengan acceso a préstamos y beneficios varios.

Cuando algún empleado deja la empresa voluntariamente o por despido, se le da inmediatamente el Fondo de Ahorro Acumulado a su nombre, constituido por sus ahorros y el del patrono.

Con la aparición del solidarismo, se propone unir sólida y fraternalmente a patronos y trabajadores, con el fin de que se apoyen mutuamente y lograr un mayor bienestar al obtener una elevada producción y un equitativo reparto. Se propone también, cooperar en el mejoramiento de las relaciones para que más fuertemente pueda hacer frente a las doctrinas las cuales incitan al odio, la lucha de clases y que conducen a la servidumbre, para que comprendan que en la defensa de la empresa, defienden sus propios intereses.

Las asociaciones solidaristas son reguladas y facultadas por la Constitución Política, la Ley 6970, los estatutos y reglamentos de cada asociación, Código de Comercio y Código de Trabajo.

2.2. Breve descripción histórica de la entidad

La Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica (JAFAP), fue creada con la promulgación de la Ley Orgánica de la Universidad de Costa Rica, el 26 de agosto de 1940 y por la necesidad de que sus funcionarios tuvieran acceso a un régimen de seguros al momento de jubilarse.

Esta Ley estableció que los funcionarios de la Universidad tendrían derecho a una jubilación voluntaria cuando alcanzaran los sesenta años de edad y, forzosa, a los setenta años. Con ese propósito, se contrató un seguro para cada empleado con el Instituto Nacional de Seguros. Las primas, aportes y beneficios se basaron en las disposiciones de la Ley de Seguros de Vejez y Retiro de Empleados y Obreros de la Imprenta Nacional, por lo tanto la Universidad asumió las obligaciones que esa ley indicaba para el Estado.

En octubre de 1942, el Consejo Universitario aprobó el Reglamento de Seguros de Vejez y Retiro del Personal Docente y Administrativo y creó la JUNTA ADMINISTRADORA DEL FONDO DE SEGUROS UNIVERSITARIOS. Entre sus obligaciones estaba llevar una cuenta del patrimonio acumulado para cada asegurado, constituido por una contribución de la Universidad y otra deducida del salario de los funcionarios.

En sus inicios, contaba con 172 socios, los cuales al cabo de 2 meses habían aportado un capital de ₡8.229.10 (Ocho mil doscientos veintinueve colones con diez céntimos). A partir del 15 de diciembre de 1952, el Consejo Universitario aprobó el reglamento de préstamos para aquellos asociados quienes tuvieran como mínimo un año de laborar activamente en la institución.

En noviembre de 1956, cambió su nombre por el de JUNTA ADMINISTRADORA DEL FONDO DE PATRIMONIOS Y JUBILACIONES y se le otorgó personería jurídica, para su manejo independiente de la Universidad y poder contraer derechos y obligaciones en forma autónoma.

En marzo de 1964, la Junta tomó el nombre de SISTEMA DE PATRIMONIOS Y JUBILACIONES DE LA UNIVERSIDAD DE COSTA RICA. En ese momento, se debió incluir algunas nuevas disposiciones, pues el entorno jurídico y otras entidades competían con el accionar del sistema.

Al entrar en vigencia la Ley de Pensiones y Jubilaciones del Magisterio Nacional, aprobada el 21 de agosto de 1964, que obligaba a todos los empleados de la Universidad a cotizar para este régimen, la Junta dejó de funcionar por un corto plazo. En respuesta, los funcionarios universitarios cotizaron en ambos sistemas, se elaboró un proyecto que modificó la Ley N°2076 que dio origen al Fondo y en diciembre de 1968, por medio de la Ley N°4273 (anexo N°1), se creó la JUNTA ADMINISTRADORA DEL FONDO DE AHORRO Y PRÉSTAMO DE LA UNIVERSIDAD DE COSTA RICA.

De este modo, la Universidad estaba en capacidad de contribuir con un aporte igual al 2.5% del salario mensual de cada funcionario, aportando cada empleado un porcentaje idéntico.

Desde la aprobación de la Ley Orgánica de la Universidad de Costa Rica, fueron muchas las leyes y reglamentos, así como los planes y actividades que perfilaron lo que actualmente es la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo.

La JAFAP es la entidad encargada de recaudar y administrar los fondos recibidos de sus asociados, tanto docentes como administrativos, así como lo correspondiente al aporte de la Universidad de Costa Rica como patrono.

Los fondos recaudados por la JAFAP se invierten, en primer lugar, en calidad de préstamo a bajos intereses a sus asociados para diferentes planes de inversión; también en la compra de títulos valores de Estado con la intermediación de puestos de bolsa autorizados y respaldados por la Bolsa Nacional de Valores.

La JAFAP desarrolla un amplio y eficiente programa para bienestar de los servidores universitarios. Sus objetivos son claros, por lo tanto su trayectoria y

espíritu de servicio han sobresalido durante sus años de existencia. Además, esta Junta cuenta con un amplio panorama de actividades, todas con una sola meta: constituirse en un ente de ayuda financiera para los funcionarios de la Universidad de Costa Rica.

La cartera crediticia se administra actualmente por medio del reglamento, a saber los mecanismos que han regido para la toma de decisiones.

La JAFAP fue creada por Ley # 4273 de la República y, al mismo tiempo, se le otorgaron funciones específicas, como:

- Dirigir y administrar el fondo de ahorro y préstamo conforme con la reglamentación establecida por el Consejo Universitario.
- Constituir depósitos bancarios.
- Realizar inversiones con bonos del Estado y sus instituciones.
- Realizar operaciones de préstamos y descuentos a favor de los empleados de la Universidad de Costa Rica, con la simple garantía de su fondo patrimonial acumulado.
- Acepta las donaciones, herencias o legados que se hagan a su favor.
- Realizar todas aquellas otras funciones y actividades que para el buen cumplimiento de los fines estipulados, le encomiende el Consejo Universitario.

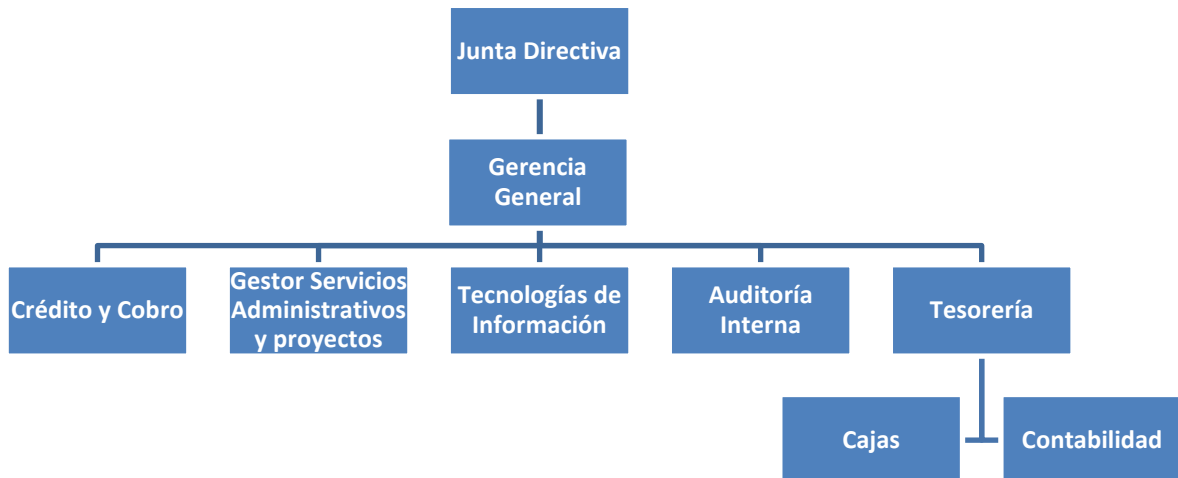
2.3. Descripción de la entidad

La Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo es la entidad encargada de recaudar y administrar los fondos recibidos de sus asociados y asociadas, tanto docentes como administrativos, así como el aporte de la Universidad de Costa Rica como patrono.

Está ubicada en la Sede Rodrigo Facio de la Universidad de Costa Rica y cuenta con oficinas en todas las sedes regionales y recintos de la Universidad. En ella, laboran actualmente 57 personas.

En el siguiente organigrama se aprecia la estructura organizativa de la entidad, con el fin de conocer las diferentes unidades administrativas del ente.

Gráfico 5: Organigrama JAFAP



De acuerdo con el organigrama anterior, se observa que el departamento encargado de la administración del portafolio de inversiones (Tesorería), tiene dos unidades a su cargo: Contabilidad y Cajas, secciones encargadas del registro de las transacciones de la Junta y de la captación y desembolso de los recursos financieros.

2.3.1. Misión

En esta entidad es muy importante ofrecer productos financieros que representen oportunidades o soluciones a los problemas de los afiliados, situación que se refleja en la misión de la organización:

"Contribuir a mejorar el bienestar y la calidad de vida de todas las personas afiliadas; promoviendo el ahorro, el crédito solidario y otros servicios, para fortalecer el desarrollo humano integral"

2.3.2. Visión

Los funcionarios de la Universidad pueden asociarse o acceder a otras instituciones quienes ofrezcan productos financieros como los bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito u otras, por lo tanto, la visión de la entidad se enmarca en lograr la preferencia de los asociados en estas situaciones:

"Ser el principal proveedor de servicios financieros y de apoyo social, para impulsar el desarrollo de la calidad de vida de las personas afiliadas"

2.3.3. Productos financieros

La Junta ofrece diversos productos financieros, entre los principales se encuentran los diferentes tipos de ahorros y líneas de crédito disponibles para sus asociados, que se pueden solicitar visitando las instalaciones físicas o de manera virtual, accediendo a la página web de la JAFAP.

2.3.3.1. Sistemas de ahorro

Esta entidad ofrece varios sistemas o tipos de ahorros, adaptados para cada necesidad de sus afiliados, a continuación se detallan las principales opciones para sus asociados:

- **Ahorro a la vista:** es un sistema de ahorro en el cual el dinero se encuentra a disposición del ahorrante en el momento que lo requiera.
- **Ahorro anual:** es un ahorro a plazo fijo en el cual el ahorrante puede planificar su ahorro para disfrutarlo en la época del año que desee. Es a doce meses plazo.

- **Ahorro extraordinario a plazo:** es un sistema de ahorro que le permite al ahorrante colocar su dinero durante un periodo fijo de tiempo de acuerdo con sus necesidades.
- **Ahorro capitalizable:** es un plan de ahorro a mediano plazo con el cual el ahorrante puede cumplir sus metas y desarrollar sus proyectos de vida. Ideal para planes de pensión, educación universitaria de hijos, compra o remodelación de vivienda, recreación.

2.3.3.2. Líneas de crédito

Los fondos captados con los aportes obreros, patronales y los que ingresan mediante los diferentes sistemas de ahorro se destinan para diversas líneas o tipos de créditos, diseñados para las necesidades de los asociados. Las principales líneas de crédito son las siguientes:

- **Préstamos sobre aportes:** modalidad de préstamo en donde el afiliado tiene derecho a solicitar el 100% de su aporte disponible en préstamos corrientes para dedicarlo a asuntos personales.
- **Préstamos especiales:** tienen la función social de resolver necesidades urgentes de los afiliados, debidamente comprobadas, siempre y cuando tenga agotadas las posibilidades del préstamo corriente. Existen varias modalidades o tipos como son ordinario y extraordinario, postgrado, situaciones especiales, educativo, compra de vehículo, salud y recreación, refinanciamiento de deuda, equipo de cómputo, menaje, trámites legales y judiciales, emprendedores, gastos navideños y préstamos a la vista.
- **Préstamos para vivienda:** es un tipo de préstamo que financia planes de inversión: compra de lote o vivienda, construcción, cancelación de hipotecas, mejoras y ampliación.

2.4. Breve descripción financiera

En esta sección del capítulo se va a exponer y analizar el Estado de Resultados y el Balance de Situación Financiera de la entidad de los últimos tres años, con el fin de conocer un poco sobre diversos aspectos financieros de importancia en una institución de este tipo.

2.4.1. Estado de Resultados

El siguiente es el Estado de Resultados de la JAFAP en los años 2010, 2011 y 2012:

Tabla 1: Estado de Resultados 2010-2012

Junta Administradora del Fondo de Ahorro y
Préstamo de la Universidad de Costa Rica

Estado de Resultados

Períodos de una año terminados el 31 de diciembre
(miles de colones costarricenses)

	2010	2011	2012
Ingresos Financieros			
Por depósitos en entidades financieras	9.221,00	40.133,00	31.295,00
Por inversiones en valores y depósitos corrientes	335.034,00	319.752,00	528.830,00
Por créditos vigentes	6.092.188,00	6.777.874,00	8.295.499,00
Por inversiones en valores no corrientes	139.053,00	141.236,00	177.899,00
Otros ingresos financieros	47.417,00	15.110,00	54.211,00
Total ingresos	6.622.913,00	7.294.105,00	9.087.734,00
 Gastos financieros			
Por obligaciones con el público	1.056.728,00	1.428.306,00	2.256.051,00
Por obligaciones con entidades	18.255,00	22.482,00	38.410,00
Otros gastos financieros	-	-	19.402,00
Total gastos	1.074.983,00	1.450.788,00	2.313.863,00
 Excedentes financieros brutos	5.547.930,00	5.843.317,00	6.773.871,00
 Ingresos por disminución de estimaciones en cartera crediticia	-	-	-
Incobrabilidad de créditos	-	-	-
Excedentes financieros netos	5.547.930,00	5.843.317,00	6.773.871,00
 Ingresos operativos	8.785,00	56.186,00	13.795,00
Gastos operativos	34.980,00	34.112,00	47.108,00
Excedentes operativos brutos	5.521.735,00	5.865.391,00	6.740.558,00
 Gastos de administración	1.009.894,00	1.215.555,00	1.569.856,00
Excedentes operativos netos	4.511.841,00	4.649.836,00	5.170.702,00
 Ingresos de periodos anteriores	1.306,00	36.151,00	335,00
Gastos de periodos anteriores	15.294,00	86.943,00	-
Excedente neto del año	4.497.853,00	4.599.044,00	5.171.037,00

Como se observa en el cuadro anterior, los ingresos de la Junta han crecido cada año, pasando durante el periodo 2010-2012 de ¢6.622 millones a ¢9.087 millones, lo que indica un porcentaje de crecimiento de 37% en los tres años. Del total de ingresos, la cuenta que representa la mayor parte de los ingresos de la entidad corresponde a los ingresos por pago de intereses de los créditos vigentes,

manteniendo un promedio de 92% de los ingresos totales durante el periodo estudiado.

En el caso de los gastos financieros, ocurre una situación parecida a los ingresos financieros, en donde el mayor rubro en este tipo de gasto lo compone el interés pagado por los diversos tipos de ahorro que mantienen los asociados con la Junta. Este gasto constituye para cada uno de los años estudiados un 98% de los gastos financieros.

La siguiente cuenta en importancia de analizar constituyen los gastos administrativos de la empresa, en esta se incluye algunas erogaciones tales como los salarios de los colaboradores. Este grupo de gastos presenta un alza importante en el periodo estudiado, pasando de ¢1.009 millones en el 2010 a ¢1.569 millones en el 2012, incrementándose en términos porcentuales en un 55%.

Con respecto a la utilidad neta de cada año, se ha presentado un aumento entre cada uno de los periodos, en el año 2010 fue de ¢4.497 millones, en el 2011 de ¢4.599 millones y en el año 2012 de ¢5.171 millones. Esto demuestra una mejora de las labores en los procesos de captación de ahorros y colocación de créditos, aunado a una mayor eficiencia en los demás ingresos, los cuales provocan que las utilidades del periodo aumenten un 15% durante el periodo reseñado.

2.4.2. Balance de Situación Financiera

El Balance de Situación suministra información acerca de los Activos, los Pasivos y el Patrimonio de la empresa. En el siguiente cuadro se observa el Estado de Situación Financiera de la JAFAP en los años 2010, 2011 y 2012:

Tabla 2: Estado de Situación Financiera 2010-2012

Junta Administradora del Fondo de Ahorro y
Préstamo de la Universidad de Costa Rica

Estado de Situación Financiera

31 de diciembre

(miles de colones costarricenses)

	2010	2011	2012
Activo			
Activo Corriente			
Efectivo	649.518,00	1.308.355,00	569.328,00
Inversiones en valores y depósitos	4.538.744,00	6.316.385,00	8.114.832,00
Cartera de crédito	46.184.079,00	57.039.386,00	71.613.258,00
Otras cuentas por cobrar	1.437.500,00	1.731.308,00	1.937.551,00
Total Activo Corriente	52.809.841,00	66.395.434,00	82.234.969,00
Activo no corriente			
Inmueble, mobiliario y equipo, neto	572.183,00	678.004,00	696.717,00
Bienes realizables	432.765,00	45.391,00	20.391,00
Otros activos	6.574,00	934.939,00	217.753,00
Total Activo no Corriente	1.011.522,00	1.658.334,00	934.861,00
Total Activo	53.821.363,00	68.053.768,00	83.169.830,00
Pasivo y Patrimonio			
Pasivo			
Captaciones de ahorro a la vista	5.078.670,00	7.168.757,00	9.955.100,00
Captaciones de ahorro anual	3.675.436,00	8.424.062,00	13.189.901,00
Provisiones	66.720,00	105.173,00	139.426,00
Otras cuentas por pagar	608.324,00	769.649,00	701.620,00
Total Pasivo	9.429.150,00	16.467.641,00	23.986.047,00
Patrimonio			
Fondo de ahorro	20.286.549,00	24.055.706,00	28.081.362,00
Excedente acumulado	19.261.508,00	22.919.054,00	25.927.188,00
Superávit por revaluación de bienes realizables	346.303,00	15.339,00	4.793,00
Minusvalía en valoración de inversiones	-	(3.016,00)	(597,00)
Excedente del año	4.497.853,00	4.599.044,00	5.171.037,00
Total Patrimonio	44.392.213,00	51.586.127,00	59.183.783,00
Total Pasivo y Patrimonio	53.821.363,00	68.053.768,00	83.169.830,00

Esta entidad, al ser una institución que ofrece servicios financieros a sus asociados, debe mantener una posición fuerte en el manejo de sus activos

circulantes, pues estos aportarán los recursos con los cuales la organización podrá realizar sus operaciones de manera normal en el corto plazo.

De esta manera, el activo circulante constituye casi la totalidad del activo de la entidad en los tres años analizados y como la mayoría de las instituciones financieras las cuales ofrecen servicios de intermediación financiera, captando recursos ociosos a los entes superavitarios y trasladándolos mediante la figura de préstamos, a los entes deficitarios, su principal cuenta de activo es la cartera de créditos.

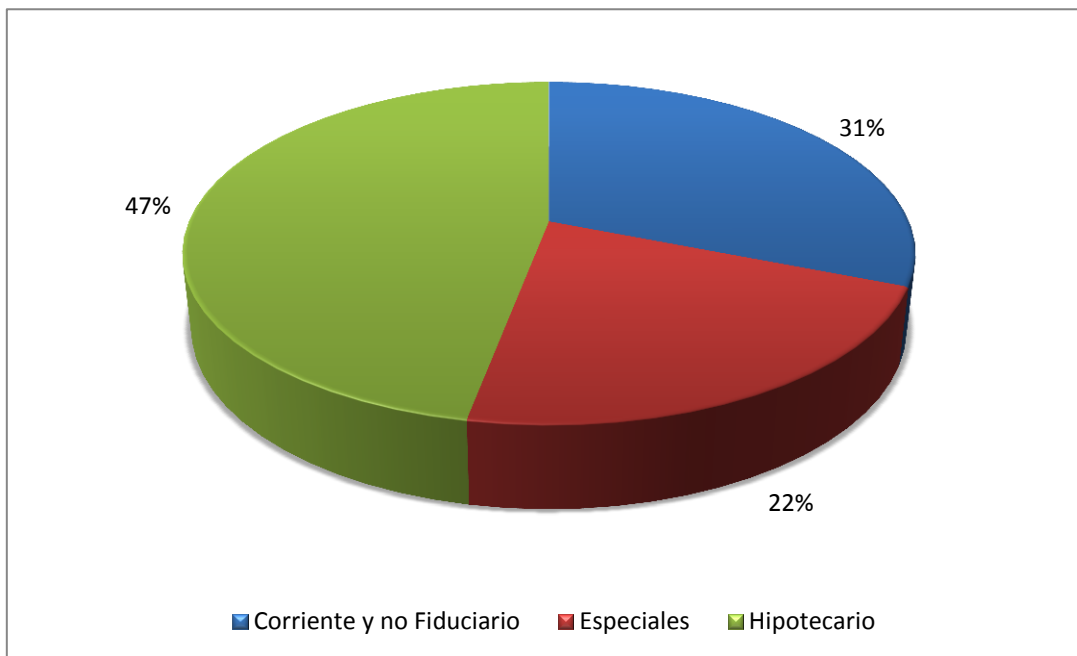
Esta cuenta constituye en promedio un 85% de los activos de la entidad durante los tres años y está compuesta por el saldo de todas las operaciones crediticias que la Junta mantiene con sus afiliados, por lo tanto su tratamiento es similar al de las cuentas por cobrar.

Sin embargo, su principal relevancia ha sido el crecimiento que ha experimentado esta cuenta durante este periodo, ya que en el periodo 2010-2011 aumentó un 24%, mientras tanto en el periodo 2011-2012 se incrementó en un 26%.

El aumento en esta cuenta se debe principalmente al incremento en las solicitudes de línea de créditos, tales como hipotecarios y especiales, en estos últimos, los que más crecieron los préstamos para vehículo y equipo de cómputo.

En el siguiente gráfico, se observa el porcentaje de cada familia de línea de préstamos para el año 2012.

Gráfico 6: Distribución porcentual de la cartera de crédito por familia, 2012



Fuente: Informe de labores 2012

De acuerdo con el anterior gráfico, la línea de crédito que representa un mayor porcentaje son los créditos hipotecarios, respaldados por garantía real para la compra de vivienda o lote, ampliación o remodelación de vivienda. El segundo rubro de importancia corresponde a los créditos sobre los aportes o corriente, para uso de los asociados en gastos personales.

Las partidas de pasivo están conformadas, principalmente, por las captaciones generadas mediante los sistemas de ahorro. Las captaciones de ahorro a la vista y ahorro anual constituyen el 93, 95 y 96% del pasivo total en los años 2010, 2011 y 2012 respectivamente.

La diferencia entre ambas cuentas o sistemas de ahorro, se da en el crecimiento de las captaciones de ahorro anual. Las captaciones de ahorro a la vista crecen un 41% en el periodo 2010-2011, mientras tanto en el periodo 2011-2012 crece un 39%.

Las captaciones de ahorro anual presentan un incremento mayor. Durante el periodo 2010-2011 crecieron en un 129% y en el periodo 2011-2012 el crecimiento fue de 57%.

Las principales cuentas de patrimonio son Fondo de Ahorro, el cual corresponde a los montos ahorrados por cada uno de los asociados a través de su aporte obrero y patronal y la cuenta Excedentes Acumulados que corresponde a los excedentes que ha obtenido la entidad en periodos anteriores en el ejercicio de sus operaciones.

La primer cuenta, Fondo de Ahorro, representa en promedio un 47% del Patrimonio en los tres años, mientras tanto la otra cuenta; Excedentes Acumulados, compone el 44% del Patrimonio durante el periodo estudiado.

Estas cuentas presentan un crecimiento muy parecido en los periodos estudiados, la primera crece un 19% durante el periodo 2010-2011 y un 17% en el periodo 2011-2012, mientras que los Excedentes Acumulados crecieron en el primer periodo un 19% y en el segundo un 13%.

CAPÍTULO III

El capítulo III reseña las características y principales elementos del portafolio de inversiones de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, sus estrategias de inversión y la normativa interna que rige para determinar su proceso de inversión en el mercado nacional.

Se reseña una descripción de las políticas y estrategias aplicadas por la Junta para determinar los títulos valores los cuales constituirán su portafolio de inversiones, análisis de la normativa interna que guía en materia de inversiones el quehacer de la entidad y una explicación de las principales características de los elementos del actual portafolio de inversiones.

La JAFAP, como entidad del ramo financiero, forma parte de la gran cantidad de intermediarios financieros que actúan y compiten a nivel nacional, por lo tanto es indispensable un buen manejo del efectivo para sus operaciones, principalmente en el corto plazo y una estrategia de inversión lo suficientemente rentable, con el menor riesgo posible y, de esta forma, obtener márgenes de ganancia sobre los recursos invertidos, al mismo tiempo, no se comprometen de manera riesgosa los recursos invertidos.

3.1 Políticas y estrategias de inversión

La presente sección está enfocada en describir las políticas y estrategias de inversión de la Junta, basada en la normativa interna que le permite realizar inversiones en el mercado nacional de valores, de acuerdo con las opciones permitidas por el reglamento y consolidar una cartera de inversiones o portafolio de inversiones.

Es importante y necesario indicar la carencia de un procedimiento o manual de las directrices de operación y de control por parte de la Gerencia General, para identificar, determinar la escogencia y tratamiento de las inversiones óptimas para la entidad de acuerdo con las opciones o limitaciones otorgadas por el reglamento,

esta carencia se manifiesta al no contar con un documento amplio, claro y preciso, en donde se mencionen los procedimientos, limitaciones, opciones o tipos de inversión permitidas. Solamente existe la referencia al Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, el cual se reseñará en lo concerniente en este capítulo.

La normativa que rige las inversiones en esta entidad está compuesta por el Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica y por la Normativa sobre inversiones en títulos valores de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica.

La Normativa sobre inversiones en títulos valores define un procedimiento para la estrategia en el proceso de establecer un portafolio de inversión. Como primera condición para destinar recursos para las inversiones, esta normativa establece en su artículo 4 que deben existir excedentes temporales de efectivo y que no se comprometan los compromisos financieros y operativos de la Junta, a la hora de realizar las inversiones. Con el fin de cumplir con esta norma, la Gerencia General y la Tesorería de la entidad elaboran cada dos semanas un flujo de efectivo y de esta manera se determinan los requerimientos y disponibilidades de efectivo para la institución.

La responsabilidad del manejo de las inversiones, de acuerdo con esta normativa en su artículo 6, recae sobre la Gerencia General y al Departamento de Tesorería, como responsables de la decisión de los instrumentos de inversión, plazo, moneda e institución conveniente. Lo anterior, debe quedar por escrito y hacerse conocer a varias instancias jerárquicas dentro de la entidad: la Junta Directiva y el Comité de Inversiones.

La Gerencia General y el Departamento de Tesorería realizarán un control diario de los movimientos de las inversiones en una bitácora debidamente firmada y foliada, además de esto, debe informar mensualmente a las instancias jerárquicas superiores mencionadas en el párrafo anterior.

El Comité de Inversiones, normado en el artículo 7 de este documento legal, se reunirá ordinariamente una vez al mes y extraordinariamente cada vez que uno de los miembros convoque, en cada reunión se debe confeccionar una minuta con el detalle de los asuntos tratados y las conclusiones a las cuales se lleguen debidamente fundamentadas.

La composición del Comité de Inversiones será de la siguiente forma:

- Gerente
- Jefe de Tesorería
- Uno o dos miembros de la Junta Directiva

Las funciones de este comité son las siguientes:

- Dictar las políticas en cuanto a las inversiones de la JAFAP las cuales deben realizarse de acuerdo con lo estipulado en la Ley de su Creación y el Reglamento.
- Recibir y analizar los informes presentados por la Gerencia en relación con el manejo de las inversiones y otros reportes que el Comité o Junta Directiva requieran.
- Recomendar modificaciones de las políticas de inversión establecidas.
- Realizar evaluaciones periódicas sobre la aplicación correcta y oportuna de la presente normativa por medio del apoyo por parte de la Auditoría Interna.

3.2 Objetivos de inversión

Las inversiones en títulos valores realizados por la JAFAP deberán responder a los siguientes objetivos financieros:

- a. Lograr el rendimiento máximo de los excedentes temporales del flujo de la JAFAP, bajo estrictas condiciones de seguridad, confiabilidad, fiscalización y control.

- b. Invertir efectiva y oportunamente, los recursos financieros disponibles, en función del interés institucional y sin comprometer la liquidez requerida para atender en forma normal las obligaciones institucionales.
- c. Realizar las inversiones, única y estrictamente con base en información técnica, veraz y oportuna.

El logro de estos objetivos está condicionado a la buena escogencia de los instrumentos de inversión, en cuanto a su rendimiento, plazo, moneda, por lo tanto es muy importante minimizar los riesgos asociados con los títulos valores, por tal razón es muy importante tomar en cuenta la calidad de los emisores de los títulos, los riesgos de mercado y el monitoreo exacto de la situación económica del país a nivel macro y micro.

El Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, en su artículo 29, indica cuáles deben ser las opciones en que pueden utilizarse los recursos disponibles del Fondo y específicamente en el inciso c. dice lo siguiente:

“En títulos:

- i. Del Estado costarricense o de sus instituciones.*
- ii. Con garantía estatal.*
- iii. Del Fideicomiso de la Universidad de Costa Rica.*

De esta manera, las inversiones se realizarán en títulos valores que brinden seguridad tanto al principal como a los intereses, lo cual será un gran insumo en la búsqueda de las mejores opciones de inversión de acuerdo con las restricciones impuestas en el artículo 29 del Reglamento de la Junta.

El mercado de valores costarricense, en los últimos años, ha estado dominado por las emisiones de deuda, tanto de emisores privados como públicos, en los cuales

la mayoría son emisiones del gobierno realizando su política monetaria (en el caso del Banco Central) o emisiones de bonos los cuales responden a la política fiscal realizada por el Ministerio de Hacienda, al conseguir fondos para cubrir su déficit fiscal.

El mercado accionario nacional, aunque las acciones no están permitidas como instrumentos de inversión en el portafolio de esta entidad, ha estado disminuyendo en los últimos años, se pasó de 12 emisores accionarios en el 2000 a solamente 3 emisores con acciones negociadas actualmente en el mercado de valores costarricense.

El inciso c. del Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica limita prácticamente los instrumentos que componen su portafolio a títulos valores de renta fija y a participaciones de fondos de inversión. Los títulos adquiridos para el portafolio deben cumplir requisitos mencionados tipos de instrumentos en los cuales se puede invertir son los siguientes:

- Del Estado costarricense o sus instituciones: este apartado pretende que se invierta solamente en títulos valores que no tengan riesgo en el mercado nacional, incentivando principalmente la adquisición de instrumentos emitidos por el Estado costarricense, por medio del Banco Central, ente que capta recursos al realizar su política monetaria para lograr sus metas en inflación, y el Ministerio de Hacienda, que emite bonos en el mercado nacional para captar recursos y tratar de reducir la brecha existente entre los ingresos y los gastos del Gobierno.
- Con garantía estatal: se refiere a aquellos emisores que tienen garantía del Estado en caso de presentarse en riesgo de insolvencia o en situación de quiebra. Los emisores que cumplen con esta característica en el mercado nacional, son los tres bancos estatales: Banco Nacional de Costa Rica, Banco de Costa Rica y Banco Crédito Agrícola de Cartago.
- Fideicomiso de la Universidad de Costa Rica: corresponde a un fideicomiso firmado entre la Universidad de Costa Rica y el Banco de Costa Rica para el desarrollo de infraestructura en el campus universitario.

El portafolio de inversiones será clasificado como disponible para la venta y se utilizará como un medio para colocar fondos que no se necesiten de inmediato, para satisfacer la creciente demanda de préstamos y los requerimientos imprevistos de las captaciones o ahorros, por lo tanto es imprescindible que las inversiones sean de alta liquidez, en el sentido de que puedan ser convertidas rápidamente en efectivo y sin perder un porcentaje importante de su valor de mercado. La Junta podrá comprar o vender valores e inversiones, siempre y cuando estén permitidos por las políticas emitidas en los respectivos reglamentos.

Otro punto importante es el tema de asesoría para invertir, en el cual también se puede obtener los servicios de entidades financieras ofrezcan la asesoría personalizada y permanente sobre inversiones, la custodia de títulos, el análisis del entorno y las nuevas alternativas de inversión. Los títulos adquiridos como inversiones se custodian en la entidad financiera con la cual se realizó la inversión o mediante la Central de Valores (CEVAL), la cual se encuentra debidamente autorizada por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

Como último punto, en el caso de la normativa regente en esta materia, es importante apuntar, que esta permite en el caso de financiamiento temporal para la atención de sus operaciones, suscribir recompras, al utilizar como garantía los títulos valores que respaldan las inversiones financieras. Sin embargo, al momento de analizar su cartera de inversiones la entidad no tiene ninguna recompra en su portafolio.

3.3. Opciones de inversión

Las limitaciones o políticas de inversión mencionadas en la sección anterior, restringen los emisores a unas cuantas instituciones en el mercado de valores nacional. A continuación se brindará una reseña de cada una de las opciones de inversión ofrecidas en el mercado nacional.

3.3.1. Banco Crédito Agrícola de Cartago

Fundado en 1918, es la institución financiera más joven de los tres Bancos Comerciales del Estado Costarricense.

Bancrédito, en sus orígenes fue una casa bancaria de carácter regional, fundado para promover el desarrollo de la Provincia de Cartago, mediante el impulso de la agricultura, tradicionalmente la actividad económica por excelencia en las fértiles tierras cartaginesas.

Precisamente, a raíz de las dificultades económicas de la época, varios bancos josefinos que tenían oficinas en Cartago decidieron retirarse, esto afectó aun más a la economía local. Fue entonces cuando un grupo de ciudadanos cartagineses toma entonces la iniciativa de unir sus capitales para crear un banco dedicado, de manera exclusiva, a promover el desarrollo de la Provincia.

Las leyes bancarias de 1936, le permitieron adecuar su escritura social a la evolución del negocio bancario y ampliar sus actividades. En 1938 Bancrédito abrió uno de los primeros almacenes de depósito del país, el Depósito Agrícola de Cartago S. A. y así entró de lleno al financiamiento de la agricultura mediante la pignoración y custodia de las cosechas.

En 1948 la Junta de Gobierno nacionalizó la banca particular en Costa Rica. Esto significó para Bancrédito el paso a una nueva época, en el tanto, su ámbito de acción deja de ser la Provincia de Cartago para abarcar el país, con toda la gama de servicios de la banca moderna. En 1976 participó con los otros bancos comerciales del Estado en la apertura del Banco Internacional de Costa Rica, un banco privado domiciliado en Panamá.

Hoy Bancrédito es una institución financiera consolidada, cuyo objetivo es mantener los niveles de eficiencia de la banca moderna y conservar el trato personalizado que sus clientes han apreciado a lo largo de estos años.

Las opciones de inversión ofrecidas por este banco para la Junta, de acuerdo con sus políticas de inversión, se observan en el siguiente cuadro.

Tabla 3: Emisiones actuales en bolsa, Banco Crédito Agrícola de Cartago

Tipo	Vencimiento	Periodicidad	Tasa neta	Tipo tasa	Monto aprobado
Bonos ordinarios	29/01/2018	4	10,10%	Fija	₡ 25.000.000.000,00
Bonos ordinarios	29/01/2016	4	9,70%	Fija	₡ 25.000.000.000,00
Papel Comercial	28/01/2014	4	8,30%	Fija	₡ 25.000.000.000,00
Bonos ordinarios	29/01/2018	4	4,80%	Fija	₡ 25.000.000,00
Bonos ordinarios	21/06/2015	4	4,80%	Fija	₡ 25.000.000,00
Papel Comercial	28/01/2014	4	4,30%	Fija	₡ 25.000.000,00

Fuente: Bolsa Nacional de Valores

Las opciones de inversión ofrecidas por este banco son acordes a los requerimientos de la normativa que rige la administración de la cartera de inversiones de la Junta. Es un ente que mantiene emisiones de bonos ordinarios y papel comercial en el mercado nacional con tasa fija durante todo el periodo de emisión y con la ventaja de que todas las series tienen vencimiento a corto plazo.

3.3.2. Banco de Costa Rica

El Banco de Costa Rica fue fundado el 20 de abril de 1877 con el nombre de Banco de la Unión, el cual mantuvo hasta 1890, cuando lo varió por el actual. Nació con el propósito de ser una nueva opción bancaria entre las ya existentes y tuvo como funciones iniciales el prestar dinero, llevar cuentas corrientes, recibir

depósitos y efectuar cobranzas, entre otras. A sólo siete años de su fundación el Banco de Costa Rica se convirtió en el único emisor de dinero y el primer administrador de las rentas públicas, mediante un contrato denominado Soto-Ortuño y que tuvo vigencia hasta el año 1896.

En 1948 la Junta Fundadora de la Segunda República decretó la nacionalización de la banca, por lo tanto el Banco de Costa Rica se integró a ella hasta la fecha. Se define como institución autónoma, de acuerdo con el Artículo 189 de la Constitución Política de la República de Costa Rica, de 1949.

Durante los últimos años se ha preocupado adicionalmente por modernizar e innovar sus servicios, atención al público procurando mayor agilidad y comodidad, mediante el uso y aplicación de su moderna tecnología.

Además de contar con el respaldo estatal, una política central del Banco es mantener provisiones y reservas muy por encima de los mínimos requeridos por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), así como seguir fortaleciendo la base patrimonial que se constituye en el mejor componente de la seguridad para los clientes.

En el caso de este banco, en el mercado nacional no mantiene ninguna emisión de títulos valores con las características permitidas por la normativa. Sin embargo, es importante mencionar, que en el 2013 realizó una emisión internacional de bonos por \$500 millones.

La Sociedad Administradora de Fondos de Inversión del Banco de Costa Rica emite participaciones para sus fondos de inversión inmobiliarios en dólares y colones, negociados en la Bolsa Nacional de Valores, sin embargo, el tipo de fondo no coincide con las políticas de inversión de la Junta, al constituirse en un fondo inmobiliario.

3.3.3. Banco Nacional de Costa Rica

El Banco Nacional es el mayor de Costa Rica y Centroamérica. Fue fundado el 9 de octubre de 1914 con el nombre de Banco Internacional de Costa Rica. En 1936 se le cambió el nombre al de Banco Nacional de Costa Rica, y desde entonces se ha consolidado como un verdadero banco de desarrollo con una proyección trascendente en la vida económica, social y financiera del país.

El Banco Nacional posee una red de más de 170 oficinas, más de 400 cajeros automáticos en toda la nación y cerca de 5.000 empleados. Tiene una participación del 49% en el Banco Internacional de Costa Rica Limited (Bicsa), entidad incorporada en la República de Panamá y es dueño del 100% de las acciones de BN-Valores (Puesto de Bolsa), BN-Vital (Operadora de fondos de pensión), BN-SAFI (Fondos de inversión) y BN Corredora de Seguros.

Las opciones de inversión ofrecida por este banco para la Junta, de acuerdo con sus políticas de inversión, se observan en el siguiente cuadro.

Tabla 4: Emisiones actuales en bolsa, Banco Nacional de Costa Rica

Tipo	Vencimiento	Periodicidad	Tasa neta	Tipo tasa	Monto aprobado
Bonos ordinarios	30/11/2014	2	8,80%	Fija	₡ 3.000.000.000,00
Bonos ordinarios	30/11/2016	2	9,00%	Fija	₡ 3.000.000.000,00
Bonos ordinarios	27/01/2014	2	8,80%	Fija	₡ 10.000.000.000,00
Bonos ordinarios	27/01/2015	2	9,00%	Fija	₡ 10.000.000.000,00
Bonos ordinarios	27/01/2017	2	9,50%	Fija	₡ 11.000.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2013	2	9,50%	Fija	₡ 5.000.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2014	2	10,50%	Fija	₡ 5.000.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2015	2	11,00%	Fija	₡ 5.000.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2017	2	11,50%	Fija	₡ 5.000.000.000,00
Bonos ordinarios	02/06/2014	2	8,50%	Fija	₡ 100.000.000,00
Bonos ordinarios	03/06/2019	2	9,20%	Fija	₡ 100.000.000,00
Bonos ordinarios	05/01/2015	2	8,50%	Fija	₡ 20.000.000.000,00
Bonos ordinarios	06/01/2020	2	9,20%	Fija	₡ 20.000.000.000,00
Bonos ordinarios	30/11/2014	2	3,50%	Fija	\$ 2.000.000,00
Bonos ordinarios	30/11/2016	2	4,00%	Fija	\$ 2.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2013	2	3,80%	Fija	\$ 5.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2014	2	4,20%	Fija	\$ 5.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2015	2	4,50%	Fija	\$ 5.000.000,00
Bonos ordinarios	15/11/2017	2	5,00%	Fija	\$ 5.000.000,00
Bonos ordinarios	27/01/2014	2	3,50%	Fija	\$ 10.000.000,00
Bonos ordinarios	27/01/2015	2	3,80%	Fija	\$ 10.000.000,00
Bonos ordinarios	27/01/2017	2	4,30%	Fija	\$ 10.000.000,00
Bonos ordinarios	08/08/2014	2	4,00%	Fija	\$ 20.000.000,00

Fuente: Bolsa Nacional de Valores

El anterior cuadro, muestra una gran cantidad de opciones de este emisor en el mercado de valores nacional en ambas monedas, en diferentes vencimientos, desde opciones que vencen a finales de 2013 hasta otras inversiones las cuales vencen en el mediano plazo en 2020.

3.3.4. Ministerio de Hacienda

El Ministerio de Hacienda es el ente gubernamental encargado de ejecutar la política fiscal del Estado, es decir, administra los ingresos corrientes obtenidos por los impuestos recaudados y los gastos generados por todo el aparato estatal.

La situación con la política fiscal del país, en los últimos años, ha sido deficitaria, es decir, se ha enfrentado un déficit fiscal, en donde los gastos han sido mayores que los ingresos corrientes obtenidos por el Gobierno de la República. Lo anterior, ha obligado al Ministerio de Hacienda a buscar recursos adicionales para cubrir esa diferencia.

La principal alternativa usada por este ministerio, en años anteriores, ha sido recurrir al mercado de valores nacional para obtener los recursos para financiar este déficit, mediante la emisión de títulos de deuda. Sin embargo, la irrupción de este emisor sin riesgo en el mercado de valores nacional, y a grandes volúmenes de montos, provocó una presión hacia arriba en las tasas de interés del mercado, lo que hacía cada vez más costoso el financiamiento, tanto para los emisores privados como para los públicos.

El 31 de julio de 2012, la Asamblea Legislativa aprobó la Ley 9070 Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional o mejor conocida como “Ley de Eurobonos”, que le permite al Ministerio de Hacienda emitir hasta \$4 mil millones en los próximos 10 años con un máximo de \$1.000 millones anuales, en el mercado internacional.

La ley descrita en el párrafo anterior cumple varios objetivos para el gobierno, el principal es aprovechar las tasas de interés bajas a nivel internacional y obtener un financiamiento más barato que si se emitiera deuda en el mercado de valores nacional.

Otro objetivo es limitar el papel de este emisor en la presión hacia el alza de las tasas de interés. Al poder realizar una emisión de deuda internacional, el Ministerio de Hacienda ya no tiene que recurrir con la misma frecuencia y cantidad

que lo hacía anteriormente al mercado de valores nacional, esto genera un alivio en la presión de las tasas de interés.

A pesar de la situación descrita con los eurobonos, el Ministerio de Hacienda aún realiza constantes subastas de títulos valores para financiar sus necesidades, por lo que es un emisor con bastantes opciones para que sus títulos valores formen parte de la cartera de inversiones de la Junta, tanto en tasas fijas como en tasas variables.

3.3.5. Banco Central de Costa Rica

Es el ente que tiene por principal objetivo el control de la inflación y vigilar las principales variables económicas que afectan la economía del territorio nacional. Es el encargado de ejecutar la política monetaria del país, cuyo principal resultado es controlar la inflación, por medio del manejo de las tasas de interés internas y la cantidad de medio circulante en la economía.

El Banco Central es el encargado de realizar la política monetaria, que consiste en la formulación de políticas económicas las cuales ayudan en la administración del dinero y en las tasas de interés. Los objetivos de la política monetaria dependen de las metas impuestas por el Banco Central, principalmente en el tema de inflación, por lo tanto, de acuerdo con estos objetivos, el Banco puede utilizar dos tipos de política monetaria:

- **Política monetaria expansiva:** el ente central, en esta política, tiene interés en aumentar la masa monetaria, es decir que haya mayor cantidad de dinero en la economía.
- **Política monetaria restrictiva:** el ente central, al contrario de la anterior, tiene interés en disminuir la masa monetaria, es decir que haya menos cantidad de dinero en la economía.

Los mecanismos utilizados por el Banco Central para el manejo de su política monetaria, son los siguientes:

- **Bonos de estabilización monetaria:** corresponde a los títulos valores o bonos que emite el Banco Central para desarrollar su política monetaria.
- **Encaje mínimo legal:** es un porcentaje que los intermediarios financieros deben depositar en una cuenta en el Banco Central de los depósitos que reciben del público en colones y dólares. Las entidades no reciben intereses sobre estos depósitos. El aumento o disminución en el porcentaje del encaje mínimo legal depende del ámbito de la política monetaria que se esté aplicando en ese momento. El porcentaje actual de encaje mínimo legal es de 15%.
- **Tasas de interés:** el aumento o disminución de las tasas de interés es un factor importante en el manejo del medio circulante en una economía. Las tasas de intereses bajas incentivan el consumo entre las personas y los proyectos de inversión en las empresas, por lo tanto este sería el mecanismo utilizado en una política monetaria expansiva. Por el contrario, para una política monetaria restrictiva, lo ideal es mantener tasas de interés altas, que incentivan en los consumidores al ahorro y a las empresas a posponer sus operaciones de crédito al futuro, pues es mayor el costo financiero de solicitar un préstamo.
- **Emisión de dinero:** consiste en la emisión de dinero y posterior incursión en la economía de ese nuevo dinero emitido. En el caso de una política monetaria expansiva es el último mecanismo utilizado, pues ese dinero creado artificialmente sin el soporte del crecimiento económico, tiende a provocar presiones en el alza de la inflación.

El Banco Central, también es el ente encargado de proteger el piso y el techo de las bandas del mecanismo de tipo de cambio utilizado actualmente en Costa Rica. Cuando el tipo de cambio está cerca del techo, el Banco protege dicho techo insertando dólares a la economía y, de esta forma, el precio del tipo de cambio baja. La situación contraria, cuando el tipo de cambio se pega a la banda inferior, el Banco Central se ve forzado a sacar dólares de la economía, lo que lo obliga a

comprar divisas a cambio de colones o a emitir bonos en dólares y de esta manera tratar de subir el tipo de cambio.

La defensa del piso de las bandas en el cálculo del tipo de cambio y la política monetaria han obligado al Banco Central a emitir constantemente y en gran cantidad bonos en el mercado de valores costarricense, esto convierte a esta entidad y a sus títulos valores en una oportunidad rentable y segura de inversión para la cartera de valores de la Junta.

3.3.6. Fideicomiso de Titularización UCR-BCR

Un fideicomiso de titularización consiste en un mecanismo jurídico con el fin de titularizar destinar los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias u otros derechos de cobro, a la emisión de valores cuyas obligaciones se atienden con dichos flujos.

El fideicomiso de titularización UCR-BCR fue constituido con el fin de desarrollar proyectos de infraestructura para uso de la UCR, el fideicomiso garantiza la construcción de las obras y el futuro arrendamiento a la Universidad; para la construcción de estos desarrollos de infraestructura el fideicomiso emite títulos valores en el mercado nacional o internacional para obtener los fondos necesarios y con el posterior arrendamiento se pagan los rendimientos requeridos por los inversionistas.

Los participantes en este tipo de operaciones son los siguientes:

- **Fiduciario:** persona jurídica a quien se le traspasan los bienes por parte del fideicomitente, para administrarlos con el propósito de alcanzar el fin señalado en el contrato.
- **Fideicomitente:** persona física o jurídica que constituye el contrato y que traspasa bienes de su patrimonio al fiduciario, para cumplir con los fines para los cuales se creó el fideicomiso. Define los requerimientos generales para el desarrollo de los proyectos y a solicitud de este, el fiduciario registra

la emisión de valores y los ofrece al mercado, formaliza los créditos de capital de trabajo para obtener los recursos necesarios e iniciar la ejecución de las obras.

- **Inversionistas:** es el interesado en invertir en el Fideicomiso a través de una colocación privada o pública de valores y colocación pública restringida de valores.

3.4. Descripción del portafolio de inversiones

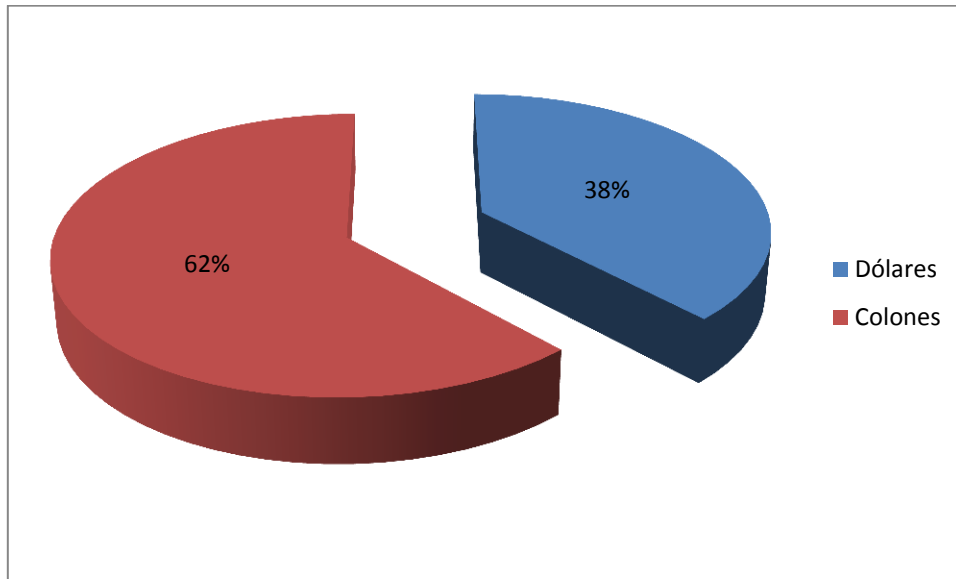
El portafolio de inversiones de la Junta abarca casi un 10% de los activos en el 2012, es decir, después de la cartera crediticia, es el segundo activo más importante en tamaño para la entidad.

El análisis, por razones confidenciales, se realizará solamente en términos porcentuales y se reseña en los siguientes apartados.

3.4.1. Composición porcentual por moneda

El portafolio de inversión de la Junta está compuesto por inversiones en colones y en dólares, el porcentaje en cada una de las monedas se observa en el siguiente gráfico.

Gráfico 7: Composición del portafolio por moneda



La mayoría de las inversiones del portafolio están en colones, aunque una parte muy importante se coloca en dólares. Las inversiones en moneda extranjera se realizan en su totalidad en certificados de depósito a plazo de los bancos estatales, con tasas ubicadas entre el 2,12% al 3,18%. Las inversiones en colones están compuestas por certificados de depósito a plazo y títulos valores como bonos y participaciones de fondos de inversión.

Las tasas de interés de las inversiones en colones varían en un rango mayor, se ubican desde 5,75% hasta 17,50%, aunque es importante mencionar que este último título valor fue adquirido en el año 2000, cuando las condiciones de tasas de mercado eran muy diferentes. El promedio simple de la tasa de interés de las inversiones en colones es de 8,26%.

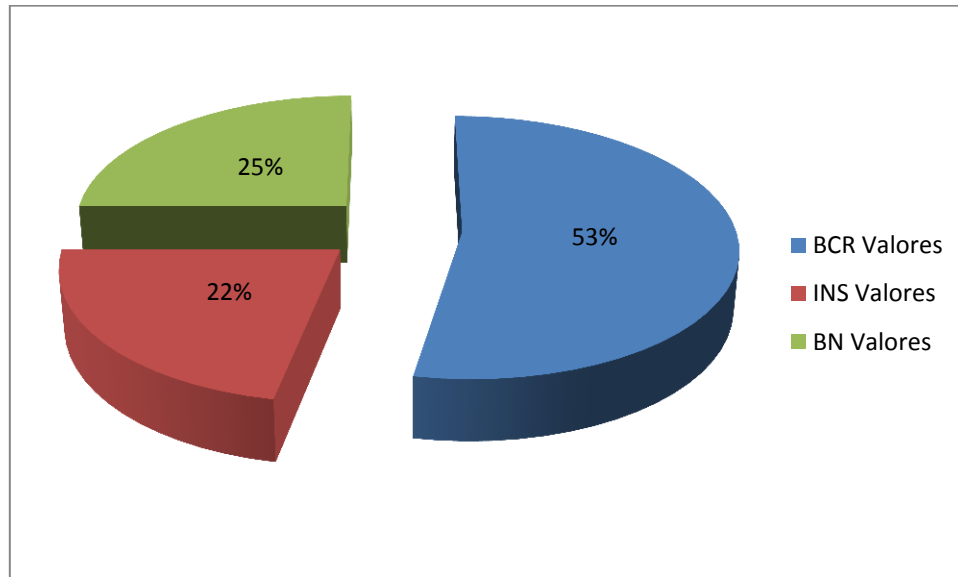
3.4.2. Composición porcentual por puesto de bolsa

Las inversiones del portafolio de la Junta son administradas o manejadas por tres puestos de bolsa. La escogencia de los puestos de bolsa, por parte de los encargados de la cartera de inversiones, se debe a que algunos puestos son

exclusivos para algún tipo de servicio; y también influye mucho en la escogencia las comisiones y servicios.

La cartera de inversiones está manejada por tres puestos de bolsa: BCR Valores S.A., INS Valores S.A. y BN Valores S.A. El porcentaje de participación de cada uno de ellos se puede ver en el siguiente gráfico.

Gráfico 8: Composición del portafolio por puesto de bolsa



El puesto que maneja la mayor parte de las inversiones de la Junta, es BCR Valores el encargado de más de la mitad del portafolio, en parte gracias a que es el puesto que se encarga de la colocación de los títulos del Fideicomiso de Titularización UCR-BCR, que componen un 41% de las inversiones de la Junta.

Los otros dos puestos tienen porcentajes de participación muy parecidos, con una ligera ventaja del BN Valores.

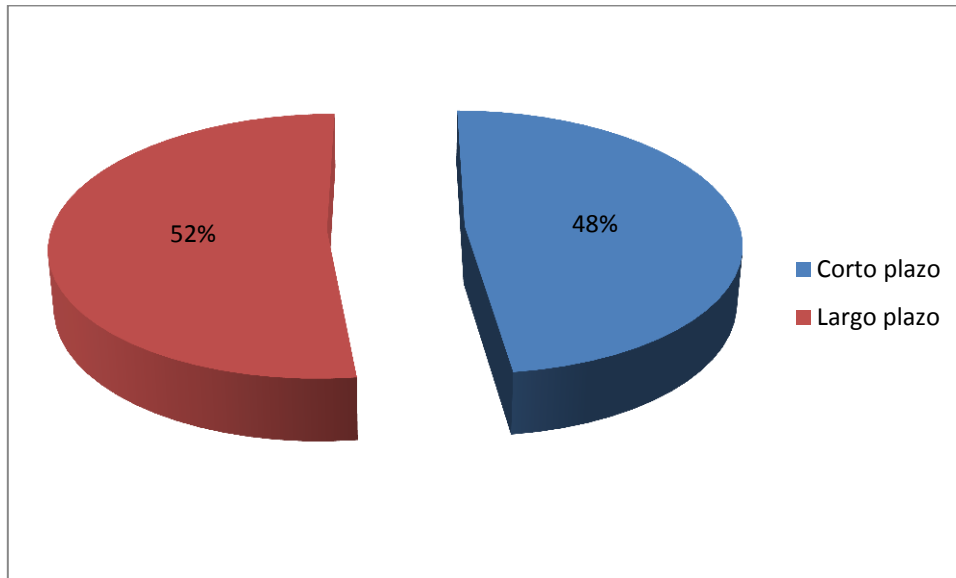
3.4.3. Composición porcentual por vencimiento

Los títulos de corto plazo, para efectos de este trabajo, se definen como aquellos que vencen en un año o menos, mientras tanto los de largo plazo corresponden a aquellos títulos que tienen un vencimiento mayor. La importancia de conocer este detalle permite a los encargados del portafolio saber las inversiones necesitan ser

renovadas o las entradas de efectivo por principal que afectarán los flujos y presupuestos de caja de la entidad.

El porcentaje de vencimiento de las inversiones se puede notar en el siguiente gráfico.

Gráfico 9: Composición del portafolio por vencimiento



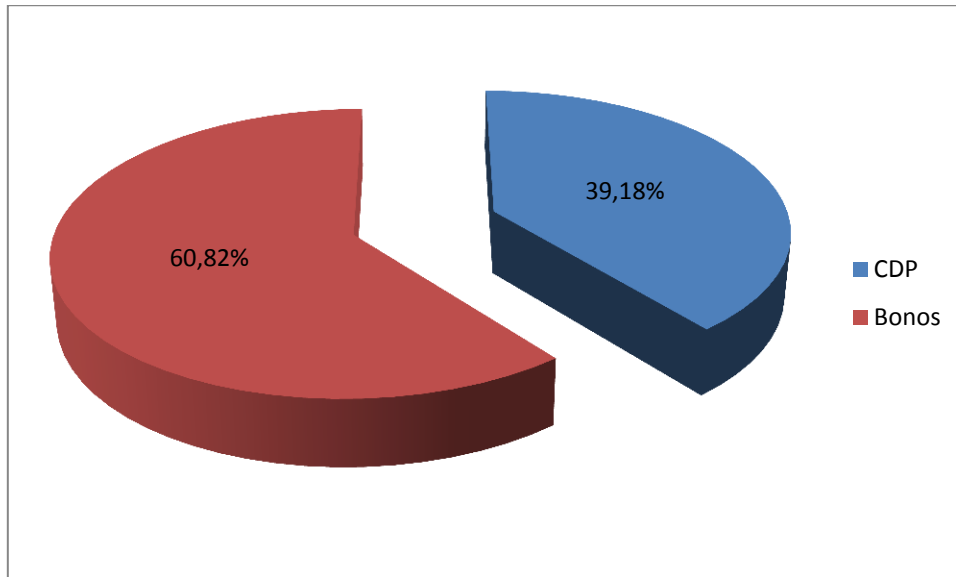
El vencimiento de la cartera de inversiones de la Junta está repartido en partes iguales entre el corto y el largo plazo. El largo plazo está representado principalmente por inversiones en bonos, mientras tanto la mayor parte de las inversiones a corto plazo corresponden a certificados de depósito a plazo.

3.4.4. Composición porcentual por título

El Reglamento de Inversiones de la Junta limita las opciones para invertir en el portafolio a instrumentos con garantía solidaria del Estado y a los títulos valores que genere el Fideicomiso UCR-BCR. Lo anterior, ocasiona que el portafolio no contenga diversidad de títulos de inversión, pues se eliminan las opciones de inversión como acciones, bonos privados, fondos de inversión y otros títulos valores.

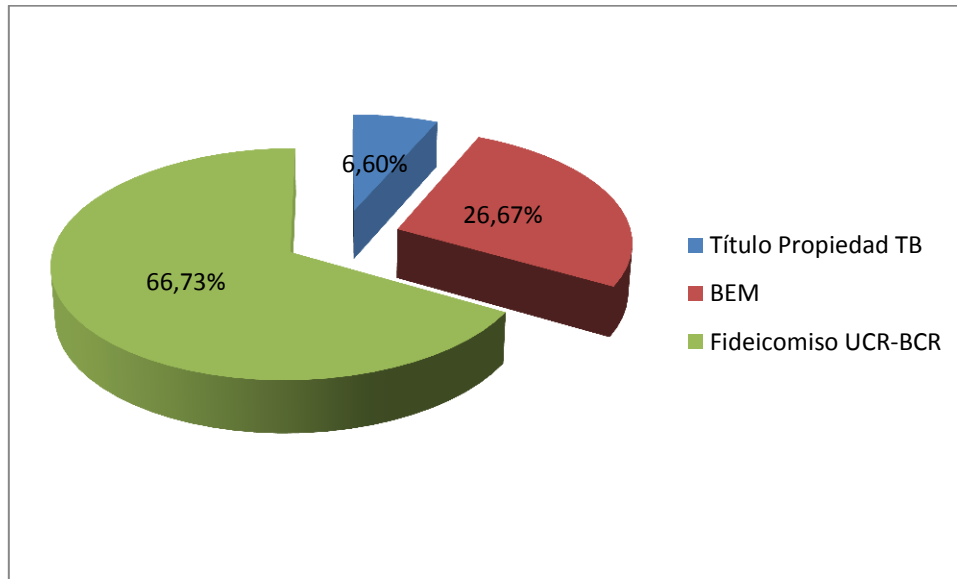
El portafolio de inversiones está compuesto porcentualmente por los siguientes títulos valores:

Gráfico 10: Composición del portafolio por tipo de título



La mayoría de los títulos valores que componen el portafolio de inversiones, un 60%, son bonos y el resto, certificados de depósito a plazo con los bancos estatales. Los tipos de bonos que componen ese 60% de la cartera de inversiones son los siguientes:

Gráfico 11: Tipos de bonos



La mayor representación de los bonos en la cartera de inversiones, corresponde a los emitidos por el Fideicomiso de Titularización UCR-BCR, ejecutado para desarrollar infraestructura en el campus universitario. Los otros bonos que componen el portafolio son Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), emitidos por el Banco Central en la ejecución de la política monetaria y minoritariamente por bonos de Título de Propiedad Tasa Básica, emitidos por el Ministerio de Hacienda en el control de su política fiscal.

3.5. Análisis de la cartera de crédito

La Junta, al ser una entidad financiera, sus principales ingresos provienen del cobro de los intereses de los préstamos que coloca entre sus asociados. La cartera de crédito de la institución constituye un 85% de los activos de la entidad, por lo tanto, es importante realizar un análisis de la situación de la misma.

La cartera de crédito de la entidad está compuesta por varios tipos de líneas de crédito que fueron explicadas en el capítulo II, en la actualidad se cuenta con 19.447 créditos activos, de los cuales 11.802 fueron otorgados en el 2012.

La mayor parte de estos créditos otorgados, un 68%, corresponde a préstamos corrientes otorgados sobre los aportes de los asociados, el siguiente en cantidad son la gama de créditos especiales, con 26%.

Como estrategia para incentivar la colocación de la cartera de crédito, se han publicitado las distintas líneas de préstamos, principalmente aquellas orientadas a un fin específico, tales como: salud, educación, recreación, vehículo y vivienda. También se incentivó la colocación de créditos de vivienda al incrementar los montos máximos por prestar en vivienda y los descuentos en las tasas de interés.

Con el fin de evaluar la gestión de los servicios de crédito a las personas afiliadas, se realiza una comparación de las tasas de interés de los créditos ofrecidos por la Junta, con las tasas ofrecidas por los demás intermediarios financieros.

Tabla 5: Comparación de tasas de préstamos

Línea	Tasa promedio interbancaria (%)	JAFAP (%)
Educación	16,12	13,00
Hipotecario ordinario	14,23	12,00
Vivienda solidaria	14,81	8,00
Hipot. extraordinario	13,37	15,00
Corriente	23,39	18,00
Recreación y salud	18,05	8,00
Refinanciamiento Hipot.	19,25	19,00
Vehículo	16,80	12,00
Tecnología	20,42	15,00
Especial	24,17	22,00
Refinanciamiento	19,25	21,00

Fiduciario		
------------	--	--

Fuente: Informe labores JAFAP 2012

Las tasas que cobra la Junta en la mayoría de las líneas de crédito ofrecen un ahorro en costo financiero a las personas afiliadas con respecto a lo que cobran los otros intermediarios financieros del mercado nacional.

La antigüedad de saldos en la organización es estable gracias a un estricto control realizado sobre los índices de morosidad, ya que se mantiene una revisión detallada de los préstamos con cuotas atrasadas por más de 31 días. El sistema de deducción directa de planillas de la Universidad de Costa Rica y el convenio de deducciones para personas pensionadas vigente con la Dirección General de Informática del Ministerio de Hacienda, contribuyen a la recuperación de cuotas.

En el siguiente cuadro se observa el desglose de las operaciones por su antigüedad de saldos.

Tabla 6: Antigüedad de saldos

Rango	N° Operaciones	Saldo	Porcentaje
0 días	18.806	70.830.663.035	98,60%
De 1 a 30	208	555.389.716	0,77%
De 31 a 60	1	816.219	0,00%
De 61 a 90	96	113.878.216	0,16%
De 91 a 120	48	35.740.550	0,05%
De 121 a 180	74	67.476.146	0,09%
De 181 a más	214	230.029.853	0,32%
Total	19.447	71.833.993.735	100,00%

Como se observa en el cuadro anterior, la cartera de crédito se mantiene prácticamente en su totalidad al día. Los créditos que presentan algún grado de

morosidad son atendidas y la mayoría se encuentran en trámites especiales como arreglos de pago, cobro administrativo y judicial, procesos de liquidación, entre otros.

3.5.1. Rendimientos de la cartera de crédito

La línea de crédito que representa la mayoría de los ingresos son los préstamos corrientes, estos abarcan un 44% del total de los ingresos obtenidos por la cartera colocada. La segunda línea de crédito en importancia en ingresos son los préstamos hipotecarios con 25% de los ingresos y los préstamos de categoría especiales aportan un 21% de los ingresos generados por la cartera de préstamos.

3.5.2. Riesgos de la cartera de préstamos

La cartera de riesgos de la Junta está expuesta a riesgos financieros y operativos, los cuales se reseñan a continuación.

3.5.2.1. Riesgo de tasa de interés

La Junta establece tasas fijas en sus líneas de crédito, lo cual podría representar un riesgo en el ingreso de flujos financieros futuros, cuando a nivel de mercado las tasas aumenten. Sin embargo, la administración en conjunto con la Junta Directiva monitorea de forma mensual el comportamiento de las tasas activas en el mercado, con el fin de tomar medidas ante variaciones significativas.

La entidad mantiene una combinación de instrumentos financieros a corto y largo plazo, lo que mitiga el riesgo de variaciones en las tasas de interés.

Durante el periodo 2012 se aprobó devolución de intereses, lo cual afectó el rendimiento en cuanto a las tasas de interés de la cartera de crédito; sin embargo, para dicha devolución se consideró el nivel de inflación del periodo 2012 (4,55%). Una vez descontada esta inflación se tiene un rendimiento de 4,98%.

3.5.2.2. Riesgo de tasa de cambio

Este tipo de riesgo existe cuando el valor de sus activos y pasivos en monedas extranjeras se ven afectados por las variaciones en el tipo de cambio y los montos correspondientes se encuentran para evitar que el patrimonio expresado en colones descienda, la Junta mantiene un proceso de diversificación del portafolio en moneda extranjera y una baja exposición en monedas extranjeras.

3.5.2.3. Riesgo de crédito

Existe el riesgo de que las devaluaciones aceleradas de la moneda local reduzcan la capacidad de pago de los afiliados, en términos acumulados. Constantemente se efectúan análisis de las fianzas de los deudores para evitar un exceso de la capacidad de atención de deudas y, por ende, reducir la exposición a un alto riesgo individual.

3.6. Análisis de los ingresos

Los ingresos de la Junta están conformados por los intereses generados por la colocación de créditos, los rendimientos de las inversiones y otros ingresos operativos.

El 91% de los ingresos provienen de los intereses cobrados por la colocación de préstamos entre los afiliados y solamente el 7% proviene de los intereses obtenidos por el portafolio de inversiones.

3.7. Distribución de excedentes

La Junta establece al finalizar cada ejercicio económico el porcentaje de excedentes que le corresponde a cada afiliado de acuerdo con sus aportes individuales; estos excedentes son capitalizados en las cuentas individuales y únicamente se entregan en caso de retiro de la Universidad de Costa Rica por decisión propia, jubilación, despido o fallecimiento.

En estos casos de retiro de afiliados, la distribución de excedentes se registra como liquidaciones anticipadas de excedentes y corresponde al cálculo del rendimiento al mes anterior a su liquidación sobre los aportes y rendimientos acumulados a ese periodo.

CAPÍTULO IV

El capítulo IV presenta la propuesta para que los administradores o encargados del portafolio de inversiones de la Junta tomen en cuenta otras alternativas de inversión, con características idénticas a las definidas en el Reglamento de Inversiones de la JAFAP, con rendimientos mayores a los actuales y sin añadir un mayor riesgo al portafolio.

El mercado de valores nacional ofrece alternativas de inversión las cuales cumplen con los requisitos establecidos por la normativa de la Junta y que generan un mayor rendimiento con respecto a los títulos que conforman la cartera de inversiones. Estas alternativas pueden ser las participaciones de fondos de inversión inmobiliarios emitidas por las sociedades administradoras de fondos de inversión del Banco Nacional y el Banco de Costa Rica que cuentan con la garantía solidaria del Estado.

Las alternativas propuestas se analizarán con detalle en este capítulo, antes se hará mención al riesgo y rendimiento actuales del portafolio y los posibles riesgos de las nuevas opciones de inversión.

4.1. Riesgo actual del portafolio

La escogencia de títulos valores para conformar la cartera de inversiones de la Junta está limitada por una normativa interna. La normativa que rige esta materia en la entidad está compuesta por el Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica y por la Normativa sobre inversiones en títulos valores de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica.

El Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica, en su artículo 29, indica cuáles deben ser las opciones de inversión y específicamente en el inciso c. dice lo siguiente:

“En títulos:

- iv. Del Estado costarricense o de sus instituciones.*
- v. Con garantía estatal.*
- vi. Del Fideicomiso de la Universidad de Costa Rica.*

El portafolio de inversiones de la Junta, por lo tanto, está compuesto en su totalidad con títulos valores los cuales cumplen con estas características. La cartera de valores está compuesta únicamente por bonos, un 60% del total, y el resto por Certificados de Depósito a Plazo (CDP). Los CDP se formalizaron con los mayores bancos que cuentan con garantía del Estado, el Banco Nacional y el Banco de Costa Rica; mientras tanto los bonos son emitidos por el Ministerio de Hacienda, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) y el Fondo de Titularización UCR-BCR.

El riesgo del portafolio, al tomar en cuenta lo explicado en el párrafo anterior, es mínimo. La normativa de la entidad relacionada con esta materia provoca que así sea. Obviamente, esta situación incide directamente en la rentabilidad del portafolio, al ser mínimo el riesgo, el rendimiento del portafolio es menor en comparación si la cartera de inversiones estuviese compuesta por acciones, bonos emitidos por sectores privados u otros instrumentos financieros que se ofrecen como alternativas de inversión en el mercado de valores costarricense.

Los emisores de los títulos de la cartera de valores de la Junta, en el mercado de valores nacional, son considerados los de menor riesgo. Los bancos estatales cuentan con la garantía solidaria del Estado, esto significa que ante cualquier problema de solvencia o quiebra de estos, el Estado costarricense interviene en favor de los ahorrantes o inversionistas y garantizar su inversión.

Los otros emisores, presentes en la cartera de inversiones, son el Ministerio de Hacienda y el BCCR, entes que también cuentan con la garantía del Estado en el caso de sus obligaciones.

El instrumento, considerado un poco más riesgoso del portafolio, puede ser los bonos emitidos por el Fideicomiso de Titularización UCR-BCR y corresponden al 66% de la inversión en bonos en el portafolio. El Fideicomiso se establece para la construcción de infraestructura en el campus universitario y a partir de un préstamo puente con una entidad financiera se construye el edificio o la obra pública. Posteriormente, una vez construido el edificio, se realiza una emisión de bonos y la ofrece en el mercado de valores nacional y con el dinero obtenido cancela el préstamo puente y el siguiente paso es alquilar el edificio a la UCR, y con esos flujos de efectivo mensuales se pagan los rendimientos a los inversionistas.

El fideicomiso constituye un ente privado, por lo que los títulos valores que emite no cuentan con la garantía solidaria del Estado, sin embargo, los activos respaldados con la emisión pertenecen a los inversionistas durante el plazo de la emisión. Lo anterior es importante tenerlo en cuenta, ya que en caso de riesgo de solvencia o quiebra en el fideicomiso los activos respaldan la inversión de los tenedores de bonos.

4.2. Riesgo actual del portafolio

El portafolio actual de la Junta está compuesto por inversiones en colones y dólares. El rendimiento de las inversiones varía de acuerdo con la moneda del título valor. Por lo tanto, se analiza por separado las opciones de inversión en su moneda y su respectivo rendimiento.

4.2.1. Rendimiento en colones

Las inversiones en colones del portafolio de la Junta están compuestas mayoritariamente por bonos y en menor porcentaje por CDP. Como se mencionó en el capítulo anterior, las inversiones en bonos están compuestas por bonos de Títulos de Propiedad, Bonos de Estabilización Monetaria, Bonos de Deuda Interna y Bonos del Fideicomiso de Titularización.

El rendimiento en colones en promedio ponderado de la cartera es de 7,14%, apenas por arriba de la Tasa Básica Pasiva actual de 6,50%. Sin embargo, el rango entre los rendimientos de los títulos es muy amplio, pues existe un Bono de Título de Propiedad adquirido en el 2000, que reeditúa el 17,5%; y el de menor rendimiento corresponde a Bonos de Estabilización Monetaria con un 5,75% de rentabilidad.

4.2.2. Rendimiento en dólares

Las inversiones en dólares del portafolio de la Junta están compuestas en su totalidad por CDP realizados con los Bancos Nacional y de Costa Rica.

El rendimiento en dólares en promedio ponderado de la cartera es de 2,85%. Caso contrario a la cartera en colones, el rango entre los rendimientos de los títulos es muy bajo, pues el mayor rendimiento de un CDP es de 3,18%, mientras que el de menor rendimiento obtiene un 2,05% de rentabilidad.

4.3. Opciones propuestas

En el mercado de valores costarricense existen otras alternativas de inversión que pueden ayudar a mejorar el porcentaje de rendimiento de la cartera de inversiones. Algunas de estas opciones pueden ser acciones comunes o preferentes de empresas, bonos corporativos de empresas privadas y bancos comerciales, fideicomisos de titularización, participaciones de fondos de inversión y operaciones de recompras o reportos, entre otras.

Sin embargo, la limitación que existe en la normativa de la Junta, hace que estos instrumentos no sean viables para integrar el portafolio de inversiones, por lo tanto, se proponen otras alternativas de inversión las cuales cumplen con las condiciones requeridas por la normativa y que incrementar el rendimiento actual de la cartera.

4.3.1. Participaciones de fondos de inversión

Un fondo de inversión es un patrimonio formado por el ahorro de muchos inversionistas que permite adquirir una cartera diversificada de activos y es administrado por un grupo de profesionales en materia de inversiones.

El inversionista, al invertir en un fondo de inversión, pasa a ser copropietario de todos los valores en que ha invertido el fondo. Por esa razón, la inversión depende de lo que ocurra con el precio de los títulos o de los activos que en su nombre ha comprado el fondo de inversión y de acuerdo con la normativa vigente, los fondos de inversión pueden ser administrados de manera exclusiva por las sociedades administradoras de fondos de inversión.

4.3.1.1. Clasificación de los fondos de inversión

Los fondos de inversión tienen varias clasificaciones, las cuales son las siguientes:

Naturaleza de sus activos

- **Financieros:** invierten en títulos valores
- **No Financieros:** invierten en otros activos como inmuebles, hipotecas, proyectos de desarrollo.
- **Megafondos:** invierten exclusivamente en participaciones de otros fondos de inversión.

Mecanismo de reembolso de participaciones

- **Abiertos:** su patrimonio o monto de emisión en títulos de participación es variable e ilimitado. Cuando el inversionista desea retirarse, el fondo de inversión recomprará las participaciones, es decir, no podrán ser objeto de

operaciones en el mercado que no sean las de reembolso, por lo tanto, el inversionista podrá retirarse en el momento que lo desee.

- **Cerrados:** el patrimonio de estos fondos de inversión es fijo y las participaciones colocadas no son redimibles directamente por el fondo cuando el inversionista se retire, si no que deberán negociarse en el mercado secundario.

Objetivo de inversión

- **Mercado de dinero:** son fondos líquidos que invierten en el corto plazo y que permiten el reembolso de las participaciones en un plazo máximo de dos días después de hecha la solicitud por parte del inversionista.
- **Ingreso:** distribuye a sus inversionistas en forma periódica (mensual, trimestral o semestral) la mayor cantidad de ingreso posible, sin preocuparse por aumentar el capital que éstos invirtieron, pero al mismo tiempo procurando no reducirlo.
- **Crecimiento:** es un fondo de inversión a largo plazo, en el cual se capitalizan los rendimientos al aumentar el capital inicial de inversión y por lo tanto, no entrega beneficios periódicamente.

4.3.1.2. Rendimiento de los fondos de inversión

Los rendimientos o beneficios que un inversionista obtiene en un Fondo de Inversión, son el resultado de las diferencias en los valores de participación entre la fecha de ingreso o inversión al Fondo y el momento en el cual se aplica un retiro parcial o total. El valor de la participación de un fondo de inversión se calcula restando al valor del activo bruto los pasivos del fondo y dividiendo el resultado entre el número de participaciones en circulación. También se deben sumar, para el cálculo del rendimiento, los factores de distribución o flujos de efectivo que genera la participación durante el periodo de la inversión.

4.3.1.3. Riesgo de los fondos de inversión

Las participaciones de fondos de inversión son títulos valores disponibles para la diversificación de los portafolios de los inversionistas. De esta forma, como todo título valor, su rendimiento se ve afectado por el riesgo o incertidumbre. Sin embargo, los tipos de fondos de inversión presentan diferentes riesgos o eventualidades que se presentan seguidamente.

4.3.1.3.1. Riesgo de los fondos de inversión financieros

Los siguientes son los riesgos en que puede incurrir un inversionista que realice una inversión en un fondo de inversión financiero.

- **Riesgo de precio:** es la posibilidad que baje el precio de los títulos valores en que invierte el fondo, provocados por los movimientos de tasas de interés.
- **Riesgo de tipo de cambio:** se refiere a los casos en donde la moneda en que están expresadas las inversiones del fondo pierden valor frente a otras monedas y la cartera del fondo vale menos en términos de esas monedas.
- **Riesgo de solvencia del emisor:** es el riesgo en que algunos de los emisores de los valores en que invierte el fondo no pueden hacer frente a sus obligaciones.
- **Riesgo de liquidez:** ocurre cuando el fondo de inversión decida vender títulos valores y no los pueda convertir en efectivo con rapidez o al precio deseado.
- **Riesgo de operación:** es la posibilidad de pérdida en que pueda incurrir el inversionista por culpa, dolo, negligencia o mala labor por parte del fondo de inversión.

- **Riesgo de concentración:** resulta cuando el fondo se invierte en altas proporciones en determinados valores esto aumenta la vulnerabilidad ante cambios negativos en estos.

4.3.1.3.2. Riesgo de los fondos de inversión inmobiliarios

Los siguientes son los riesgos en que puede incurrir un inversionista que realice una inversión en un fondo de inversión inmobiliario.

- **Riesgo de concentración del inmueble:** ocurre cuando las inversiones del fondo se concentran en un solo tipo de inmueble o inmueble o proyecto.
- **Riesgo de concentración de arrendatarios:** sucede cuando los ingresos del fondo provienen del alquiler de unos pocos arrendatarios o de una misma actividad y cuando, por situaciones de mercado, incumplimiento de contrato, desahucio o desocupación, se reducen los ingresos del fondo.
- **Riesgo por la desocupación de los inmuebles:** se origina cuando los inmuebles del fondo pueden permanecer desocupados mucho tiempo.
- **Riesgo de inadecuada valoración de los inmuebles:** se da cuando las propiedades son compradas a un precio excesivo o son vendidas a un precio muy bajo.
- **Riesgo de liquidez de la participación:** ocurre cuando el inversionista desea vender en una bolsa las participaciones del fondo de inversión y no las pueda convertir en efectivo con rapidez o al precio deseado.
- **Riesgo de operación:** es la posibilidad de pérdida en que pueda incurrir el inversionista por culpa, dolo, negligencia o mala labor por parte del fondo de inversión.

Los riesgos mencionados anteriormente repercuten mayoritariamente sobre el rendimiento que podría esperar un inversionista al realizar una inversión de este tipo. Sin embargo, una ventaja que presenta los fondos de inversión inmobiliarios con respecto a los fondos de inversión financieros, es que en caso de que la operación del fondo de inversión sea un fracaso, los inversionistas aún serían los dueños del inmueble, por lo tanto existe la posibilidad de recuperar la inversión realizada.

4.3.1.4. Alternativas de inversión en fondos de inversión

El Reglamento de inversiones de la Junta establece unas limitaciones para los títulos valores los cuales conforman el portafolio de la entidad. De acuerdo con estas características se proponen algunas inversiones que realiza la Junta en fondos de inversión financieros e inmobiliarios.

4.3.1.4.1. Fondos de inversión financieros

Los fondos de inversión financieros están obteniendo rendimientos menores a los mostrados por la cartera de inversión de la Junta. La mayor parte de los fondos de inversión en Costa Rica son de mercado de dinero (corto plazo), fondos de inversión de crecimiento; invierten en empresas tecnológicas con expectativas de crecimiento en el largo plazo y fondos de inversión de ingreso, los cuales realizan inversiones en bonos o empresas las cuales declaren dividendos preferentes y generen rendimientos periódicos para los tenedores de las participaciones.

El mercado nacional de fondos de inversión ofrece alternativas en la categoría de ingreso que invierten en títulos de deuda emitidos por el Gobierno central, tal es el caso del Fondo de Inversión BCR corto plazo colones no diversificado. Sin embargo, estas opciones no resultan convenientes para formar parte del portafolio de inversiones de la entidad, pues su rendimiento en el último año es de 4,79%, por debajo del rendimiento de la cartera en colones de la Junta.

4.3.1.4.2. Fondos de inversión no financieros

La inversión que se puede realizar en fondos de inversión no financieros puede estar enfocada en el sector inmobiliario. En esta modalidad, existen dos tipos de fondos de inversión: los fondos de desarrollo inmobiliario, donde el fondo participa en las distintas fases del proyecto, desde el diseño hasta la construcción, para su conclusión y venta o arrendamiento. Los fondos de inversión inmobiliarios solo compran y venden o alquilan inmuebles ya completamente construidos.

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) del Banco Nacional y del Banco de Costa Rica administran fondos de inversión de este tipo cuyas participaciones pueden convertirse en alternativas para integrar el portafolio de la Junta. Como propuestas de inversión en este campo se muestran algunas alternativas a continuación.

Fondo inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) del BCR (dólares)

Es un fondo de inversión no financiero, cerrado, es decir sus participaciones se negocian únicamente en el mercado secundario, en dólares, que tiene un valor nominal de participación de \$5.000,00 y presenta un rendimiento en los últimos 12 meses de 9,25%, muy superior al 2,85% que presenta el rendimiento de la cartera en dólares.

La sociedad encargada de la calificación de riesgo es la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. (SCRiesgo) y califica al fondo con scr AA+F3, lo que significa que la calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan una alta probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, al tener una buena gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno.

El fondo de inversión cuenta con 30.000 participaciones autorizadas a un valor nominal de \$5.000,00, por lo tanto el valor del fondo es de \$150 millones, es

necesario indicar que no tiene fecha de vencimiento y las inversiones inmobiliarias se realizan en Costa Rica.

El tipo de inmuebles en los cuales puede invertir el fondo son los siguientes:

- Oficinas
- Comercio
- Bodegas
- Condominio
- Casas
- Departamento
- Centro de negocios

Los inmuebles que se adquieran para ser incorporados en los fondos de inversión inmobiliarios preferiblemente deben tener un tiempo de construcción inferior o igual a los 5 años, salvo casos de excepción que deberá de contar con la debida justificación por parte de BCR SAFI. Los inmuebles incorporados a este fondo de inversión inmobiliario podrán adquirirse, en parte o en su totalidad, desocupados. Al momento de ser incorporados estos activos al fondo inmobiliario, el nivel de desocupación del fondo deberá ser menor o igual al 10% del total de los ingresos de la cartera inmobiliaria.

El valor de la participación está respaldado por el valor del activo neto del fondo. La valoración de los activos del fondo se realiza al menos una vez al año de dos formas:

- Valoración pericial, realizada por un perito incorporado al Colegio de Ingenieros y Arquitectos.
- Valoración económica, realizada por un experto en finanzas conforme a la metodología dictada por el Superintendente.

El valor final del inmueble será la menor de estas dos valoraciones.

La distribución de beneficios periódicos se realiza de forma trimestral y las fechas para determinar el pago de dichos pagos son: 31 de marzo, 30 junio, 30 de

setiembre y 31 de diciembre. El fondo de inversión distribuye el 100% de su renta líquida, entendida ésta como la suma de rentas por concepto de alquileres, intereses percibidos y el capital pagado en exceso una vez deducidos los gastos del Fondo en que se deba incurrir, el monto de las reservas aprobadas por el Comité de Inversiones.

Un punto muy importante a considerar es que las ganancias o pérdidas por plusvalías serán acumuladas en el precio de la participación y se realizarán en el momento en que el inversionista venda sus participaciones en el mercado secundario.

BCR SAFI S.A. cobra una comisión anual máxima de administración de hasta un 2.00%, sobre el valor de los activos netos del Fondo. Esta comisión se devenga y cobra mensualmente. Los cálculos de las comisiones se calculan de acuerdo con los lineamientos dictados al efecto por la Superintendencia General de Valores.

Además de la comisión de administración cancelada a la Sociedad Administradora, otros gastos en que puede incurrir el fondo son: gastos legales en defensa del fondo y por compra-venta de bienes inmuebles, peritajes y auditorias, gastos de mantenimiento, impuesto diversos (municipales, territoriales, etc.), servicios municipales, cuotas de mantenimiento y vigilancia, servicios profesionales diversos, comisiones de corretaje inmobiliario y bursátil, y seguros.

Los inmuebles administrados por este fondo y su participación son los siguientes:

Inmueble	Participación
Centro de Negocios BCR La Uruca	50%
Universidad Latina	14%
Centro Comercial Plaza Rorhmoser	13%
Centro Corporativo La Nunciatura	3%
Centro Comercial Plaza Monte General	6%
Maxi Mercado	5%
Centro Comercial Atlantis	13%

Edificio La Uruca	2%
-------------------	----

Fondo de inversión BCR Inmobiliario colones-No Diversificado

Es un fondo de inversión no financiero, al igual que el anterior, cerrado, en colones, que tiene un valor nominal de participación de 2.500.000,00 colones y presenta un rendimiento en los últimos 12 meses de 11,60%, muy superior al 7,14% que presenta el rendimiento de la cartera en colones.

En materia de calificación de riesgo, encargada a la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. (SCRiesgo), la calificación es scr AA+F3, lo que significa que la calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan una alta probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, teniendo una buena gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno.

El fondo de inversión cuenta con 20.000 participaciones autorizadas a un valor nominal de 2.500.000,00 colones, por lo tanto el valor del fondo es de 50 mil millones de colones, es necesario indicar que no tiene fecha de vencimiento y las inversiones inmobiliarias se realizan en Costa Rica.

El resto de condiciones o características son iguales al fondo de inversión en dólares que se explicó en el apartado anterior. Los inmuebles administrados por este fondo y su participación son los siguientes:

Inmueble	Participación
Oficentro Los Yoses	25%
Universidad Latina, Santa Cruz	72%
Centro Comercial Paseo de las Flores	2%

4.3.1.5. Modificación a la normativa

El Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica y la Normativa sobre inversiones en títulos valores de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica son la normativa legal que regula la materia de inversiones y conformación del portafolio de inversiones de la Junta.

La normativa interna, tal y como se explicó en el capítulo III limita la conformación del portafolio de inversiones, permitiéndole a la institución la adquisición de títulos valores que posean la garantía del Estado y los títulos valores generados por el Fideicomiso de Titularización UCR-BCR, esto incide directamente en la rentabilidad del portafolio.

Una propuesta, dirigida en ese sentido, consiste en una modificación a la normativa interna y permitir al administrador del portafolio adquirir una mayor variedad de títulos valores previo análisis de rendimiento-riesgo. Lo anterior, permitiría aumentar las opciones de inversión a otros valores como bonos privados, algunos fondos de inversión como el de crecimiento, fideicomisos de titularización e inclusive acciones.

El procedimiento para la modificación de la normativa interna consiste en realizar en forma preliminar el estudio técnico por medio de las partes involucradas y revisado por los mandos o estructuras jerárquicas de la entidad. Posteriormente se analiza y aprueba en el seno de la Junta Directiva.

Posteriormente se eleva a la instancia aprobatoria final, el Consejo Universitario, quien autoriza o modifica toda la normativa que rige la Universidad de Costa Rica y sus instituciones.

CAPITULO V

Después de realizada la investigación en la cual se evidencia tanto las fortalezas y potencialidades, como los puntos críticos en el portafolio de inversiones, se llega a las siguientes conclusiones y se plantean las recomendaciones pertinentes.

5.1. Conclusiones

La Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica posee un sistema de inversiones acorde con las necesidades de la entidad para el manejo de su portafolio de inversiones.

Por el papel preponderante que desempeña la Junta en la comunidad universitaria, es importante obtener la máxima rentabilidad posible en las inversiones que realiza, pues esto, contribuye a aumentar las utilidades de la entidad y, por ende, la cantidad de excedentes que serán distribuidos entre los aportes de cada uno de los asociados.

Las inversiones realizadas en títulos valores, ya sea corto o largo plazo, están respaldadas por el análisis del flujo de caja de la entidad, en donde se determinan las necesidades futuras de efectivo para la operación de la organización y para la correcta prestación de servicios financieros.

La normativa que rige las inversiones en esta entidad está compuesta por el Reglamento de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica y por la Normativa sobre inversiones en títulos valores de la Junta Administradora de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica.

La Normativa sobre inversiones en títulos valores define un procedimiento para la estrategia en el proceso de establecer un portafolio de inversión, partiendo de los excedentes de efectivo para poder invertir los recursos ociosos, sin afectar los servicios y procesos de la institución. Por lo tanto, la responsabilidad del manejo de las inversiones, de acuerdo con la normativa interna, recae sobre la Gerencia

General y al Departamento de Tesorería, como responsables de la decisión de los instrumentos de inversión, plazo, moneda e institución conveniente.

Sin embargo, es importante y necesario indicar la carencia de un procedimiento o manual de las directrices de operación y de control por parte de la Gerencia General, para identificar y determinar la escogencia y tratamiento de las inversiones óptimas para la entidad, de acuerdo con las opciones o limitaciones otorgadas por el reglamento.

Estas limitaciones o condiciones que deben considerarse a la hora de escoger los títulos valores que componen el portafolio de inversión, de acuerdo a la normativa interna, corresponden que los títulos valores deben ser del Estado costarricense o sus instituciones, con garantía estatal o títulos emitidos por el Fideicomiso de la Universidad de Costa Rica, buscando de esta manera, la seguridad en las inversiones tanto al principal como a los intereses, aunque por las características de los títulos la rentabilidad no es la mayor que se podría obtener.

Por las limitaciones anteriores se excluyen para integrar el portafolio de la entidad, las acciones de empresas y bonos emitidos por empresas privadas y solamente se pueden incluir certificados de depósito a plazo emitidos por los bancos estatales, bonos emitidos por Ministerio de Hacienda y Banco Central, bonos de los bancos estatales y títulos valores emitidos por el Fideicomiso de la Universidad de Costa Rica.

El portafolio de inversiones de la Junta abarca casi un 10% de los activos en el 2012, es decir, después de la cartera crediticia, es el segundo activo más importante en tamaño para la entidad, lo anterior, indica la importancia que debe darse a la administración y correcta escogencia de este activo.

El portafolio está compuesto mayoritariamente en moneda nacional, la mitad en largo plazo y el resto a corto plazo, entre los títulos que componen el portafolio la mayoría corresponden a bonos y el resto corresponde a certificados de depósito a plazo.

La representación de los bonos en la cartera de inversiones, corresponde a los emitidos por el Fideicomiso de Titularización UCR-BCR, ejecutado para desarrollar infraestructura en el campus universitario. Los otros bonos que componen el portafolio son Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), emitidos por el Banco Central en la ejecución de la política monetaria y minoritariamente por bonos de Título de Propiedad Tasa Básica, emitidos por el Ministerio de Hacienda en el control de su política fiscal.

Por último, es importante denotar que la normativa impuesta en materia de inversiones en esta entidad pretende que el dinero de los asociados no incurra en riesgos innecesarios y, de esta manera, eliminar por completo algún tipo de situación que ocasione pérdidas al patrimonio de los ahorrantes. Por lo tanto, el rendimiento del portafolio, al ser de menor riesgo, no es el más alto que se podría lograr con otras alternativas de inversión las cuales ofrece el mercado de valores nacional.

5.2. Recomendaciones

La Junta posee una buena regulación en el tema de inversiones, al regular el funcionamiento y responsabilidades de los encargados de la administración del portafolio y además, además limitar la escogencia de títulos valores para su conformación.

Sin embargo, como se explicó en las conclusiones, existe una carencia en los procedimientos que involucran a la gerencia general identificar y determinar la escogencia y tratamiento de las inversiones óptimas para la entidad de acuerdo con las opciones o limitaciones otorgadas por el reglamento. Para lo anterior, es necesario contar con un documento amplio, claro y preciso, en donde se mencionen los procedimientos, limitaciones, opciones o tipos de inversión permitidas y que sea constantemente actualizado conforme el mercado de valores nacional ofrezca nuevas alternativas de inversión o se modifique la regulación nacional en la materia.

Aparte de las limitaciones impuestas por la normativa interna, invertir en acciones o bonos de emisores privados incrementa considerablemente el riesgo del portafolio, contraponiéndose a la política de la entidad de salvaguardar los recursos financieros de los asociados. A modo de recomendación, se puede invertir en otros títulos valores en el mercado nacional que cumple con los requisitos de la normativa interna y que reditúan un mayor rendimiento sin aumentar el riesgo del portafolio.

Estas opciones son las participaciones en fondos de inversión inmobiliario en dólares de la sociedad de fondos de inversión del Banco de Costa Rica, que como se indicó en el capítulo IV presentan rendimientos anuales mayores a los títulos que componen actualmente la cartera de inversiones y no aumentan el riesgo, pues cuentan con la garantía del banco estatal y además, los inmuebles del fondo.

También se analizaron otras opciones como las participaciones de fondos de inversión financieros, sin embargo, se rechaza esta alternativa de inversión, pues su rendimiento es menor a los que se poseen actualmente en la cartera.

También se recomienda aplicar una modificación a la normativa interna y permitir al administrador del portafolio adquirir una mayor variedad de títulos valores previo análisis de rendimiento-riesgo. Lo anterior, permitiría aumentar las opciones de inversión a otros valores como bonos privados, algunos fondos de inversión como el de crecimiento, fideicomisos de titularización e inclusive acciones.

Para finalizar, se espera que este análisis realizado en el portafolio de inversiones de la Junta, contribuya al mejoramiento de la gestión del mismo y a generar un mayor rendimiento de los recursos invertidos. La correcta escogencia de alternativas de inversión implica un portafolio más eficiente y, por ende, un valor agregado a los usuarios y beneficiarios de los productos y servicios de la entidad.

Bibliografía

Libros:

- Ross, Westerfield & Jaffe. (2012). Finanzas Corporativas (Novena edición). México: Mc Graw Hill Editorial.
- Ross, Westerfield & Jordan. (2010). Fundamentos de Finanzas Corporativas (Novena edición). México: Mc Graw Hill Editorial.
- Gitman Lawrence J. (2011). Principios de administración financiera (Onceava edición). México: Pearson Educacion Editorial.
- Matarrita, Ledezma. (2011). Aspectos Generales del Mercado de Valores Costarricense. Bolsa Nacional de Valores.

Tesis

- Zamora Badilla Enrique. (2005). Guía para la toma de decisiones de inversión financiera para COOPESIBA RL. Trabajo Final de Graduación para optar por el título de Máster en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.
- Montero Solano Carlos Fernando. (2004). Diseño de una estructura de inversión que diversifique el portafolio y minimice los riesgos de mercado de las inversiones del Banco Nacional de Costa Rica. Trabajo Final de Graduación para optar por el título de Máster en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

Otros

- Informe de labores de la Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica 2012.

Marco legal

- Reglamento de la Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica.
- Reglamento para la operación de depósitos de ahorro a la vista, del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica.
- Normativa sobre inversiones en títulos valores de la Junta Administradora del Fondo de Ahorro y Préstamo de la Universidad de Costa Rica

Sitios web

- Sitio web de la JAFAP. <http://www.jafapucr.com/>. Recuperado el día 30 de junio de 2013. [Http://www.jafapucr.com/Inicio/Rese%C3%B1aHist%C3%B3rica.aspx](http://www.jafapucr.com/Inicio/Rese%C3%B1aHist%C3%B3rica.aspx)
- <http://www.encyclopediafinanciera.com/gestioncarteras/modelomarkowitz/ejemplopRACTICOModelomarkowitz.htm>. Recuperado el día 11 de agosto de 2013.
- Sitio web de SUGEVAL. <http://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/SistemaFinanciero.aspx>. Recuperado el día 11 de agosto de 2013.
- Sitio web de CONASSIF. <http://www.conassif.fi.cr/>. Recuperado el día 15 de agosto de 2013.
- Sitio web de SUGEF. <http://www.sugef.fi.cr/index.asp>. Recuperado el día 15 de agosto de 2013.
- Sitio web de SUPEN. <http://www.supen.fi.cr/>. Recuperado el día 15 de agosto de 2013.
- Sitio web de SUGESE. <http://www.sugese.fi.cr/>. Recuperado el día 15 de agosto de 2013.
- Sitio web de la Bolsa Nacional de Valores. <http://www.bolsacr.com/principal/index.php?action=empresas-listadas-en-bnv>. Recuperado el día 27 de octubre de 2013.

- Sitio web del Banco Crédito Agrícola de Cartago.
<http://www.bancreditocr.com/quienessomos/> Recuperado el día 27 de octubre de 2013.
- Sitio web del Banco de Costa Rica.
<http://www.bancobcr.com/acerca%20del%20bcr/Historia.html> Recuperado el día 3 de noviembre de 2013.
- Sitio web del Banco Nacional de Costa Rica.
<http://www.bnrcr.fi.cr/BNCR/Conozcanos/Historia.aspx> Recuperado el día 3 de noviembre de 2013.
- Sitio web del Banco Central de Costa Rica. <http://www.bccr.fi.cr> Recuperado el día 3 de noviembre de 2013.