

Universidad de Costa Rica

Sistema de Estudios de Posgrado

Propuesta de mejora de la gestión de la cartera de inversión, basado en la medición del riesgo y rentabilidad en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY)

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 Magister en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

Luis Danilo Arias Rojas
A60546

Ciudad Universitaria “Rodrigo Facio”, Costa Rica
2013

Dedicatoria

A mi madre y a mi hermano por el apoyo dado en todo este tiempo, por sus ejemplos de superación y perseverancia que me han ayudado a seguir adelante en cumplir las metas que me he propuesto en mi vida.

Agradecimientos

Un profundo agradecimiento a mi madre y a mi hermano por el apoyo y la confianza depositada en mí, con la cual he logrado terminar mis estudios profesionales.

Y a las personas allegadas a mí persona que me han apoyado durante la vida universitaria desde compañeros de trabajo y universidad y a los profesores que me han brindado guía y consejo durante la elaboración de este trabajo final y durante mi trayectoria universitaria.

A la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., y ami profesor tutor como al profesor guía por darme la confianza en realizar este importante reto de trabajo final de graduación.

Este Trabajo Final de Graduación fue 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 al grado de Magíster en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

Dr. Aníbal Barquero Chacón
Director de Programa de Posgrado

Jorge Arrea Jiménez, MBA
Profesor Coordinador

Manrique Hernández, MBA
Profesor Guía

Lic. Austreberto Rodríguez
Supervisor Laboral

Luis Danilo Arias Rojas
Estudiante

Tabla de contenidos

Propuesta de mejora de la de la gestión de la cartera de inversión, basado en la medición del riesgo y rentabilidad en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY)

Dedicatoria	ii
Agradecimientos.....	iii
Hoja de aprobación	iv
Tabla de contenidos	v
Índice de figuras	viii
Índice de cuadros.....	ix
Índice de siglas y abreviaturas	x
Resumen.....	xi
Introducción.....	1
Capítulo I Generalidades del proyecto, conceptualización teórica y normativa aplicable.....	3
1.1 Generalidades del proyecto.....	4
1.1.1. Aspectos generales de las Asociaciones Solidaristas.....	6
1.1.2. Historia de las Asociaciones Solidaristas en Costa Rica	10
1.2 Gestión del riesgo.....	13
1.2.1 Definición de riesgo.....	13
1.2.2 Gestión de riesgos	15
1.2.3 Importancia de la gestión de riesgos.....	16
1.3 Gestión de la rentabilidad.....	17
1.3.1 Definición de rentabilidad.....	17
1.3.2 Importancia de la gestión de la rentabilidad.....	18
1.3.3 Rendimiento y la teoría del portafolio	18
1.4 Herramientas de gestión de la cartera de inversión.....	20
1.4.1 Medición del riesgo.....	20
1.4.2 Medición del rendimiento.....	23

1.4.3 Ley de las Asociaciones Solidaristas.....	23
Capítulo II. Antecedentes históricos de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., y su actualidad financiera y de inversión.....	26
2.1 Antecedentes históricos y conocimiento general de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY).....	27
2.2 Actualidad financiera de la Asociación Solidarista	27
2.3 Análisis del flujo de caja	30
2.4 Captación de recursos financieros.	32
2.5 Análisis de la información financiera de ASEEY.....	35
2.5.1 Instrumentos de inversión de la Asociación Solidarista.....	35
2.6 Aplicación contable de los instrumentos financieros en la información financiera.....	35
2.6.1 Tratamiento contable de los instrumentos financieros.	35
2.7 Regulaciones y restricciones de efectivo de la Asociación Solidarista.....	38
2.8 Composición de la cartera de inversión en ASEEY.....	39
2.9 Identificación de las inversiones mantenidas por entidad financiera.....	40
2.10 Evaluación de la cartera de inversión actual.	42
Capítulo III. Instrumentos financieros de inversión del mercado costarricense: tipos, características y rendimientos.....	47
3.1 Entidades financieras.....	48
3.2 Organización del Sistema Financiero de Costa Rica.....	48
3.3 Productos de inversión que ofrece el mercado en las entidades financieras.....	57
3.4 Evaluación del mercado de valores de Costa Rica.....	58
3.4.1 Estructura Legal del Mercado de Valores.....	58
Capítulo IV. Propuesta de mejora de la gestión de la cartera de inversión, basado en la medición del riesgo y rentabilidad.....	65
4.1 Presentación del escenario.....	66
4.1.1 Propuesta de mejora del de la cartera de inversión en cuanto a rendimiento.....	66

4.2 Presentación del portafolio óptimo de inversión.....	70
4.3 Evaluación del riesgo del portafolio.....	71
Capítulo V. Conclusiones y recomendaciones para la mejora de la cartera de inversión en cuanto a riesgo y rendimiento de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.....	73
5.1 Conclusiones.....	74
5.2 Recomendaciones.....	76
Referencias bibliográficas.....	78
Anexos.....	81

Índice de figuras

Figura 1. Panorama de riesgo total	14
Figura 2. Exposición al riesgo.....	16
Figura 3. Proceso de rentabilidad del negocio	18
Figura 4. Composición de la cartera por entidad financiera	39
Figura 5. Composición de la cartera por monto invertido	40
Figura 6. Organigrama del sistema financiero nacional	48
Figura 7. Rendimientos anuales	67
Figura 8. Indicador Alfa y Beta.....	68
Figura 9. Ratio de Sharpe	69

Índice de cuadros

Cuadro 1. Análisis de flujo de operación	30
Cuadro 2. Flujo de caja a corto plazo	31
Cuadro 3. Flujo después de pago a fuentes	31
Cuadro 4. Flujo de caja del periodo	32
Cuadro 5. Composición de captación	33
Cuadro 6. Composición de captación extraordinaria	34
Cuadro 7. Desviación estandar de las inversiones	68
Cuadro 8. Composición del portafolio	70
Cuadro 9. Determinación del VaR	71

Índice de siglas y abreviaturas

ASEEY	Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.
BANSOL	Banco de las Soluciones
BCAC	Banco crédito Agrícola de Cartago
BCCR	Banco Central de Costa Rica
BCR	Banco de Costa Rica
BEVCR	Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica
BNV	Bolsa Nacional de Valores
CAMBOSA	Cámara de Concesionarios de Puestos de Bolsa
CEVAL	Central de Valores
CNV	Comisión Nacional de Valores
COPENAE	Cooperativa de
FIFCo	Florida Ice and Farm Company
INCSA	Holcim (Costa Rica) S.A.
Libor	London interBank offered rate
OMA	Operación de Mercado Abierto
S.A.	Sociedad Anónima
SUGEf	Superintendencia General de Entidades Financieras
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores
TBP	Tasa Básica Pasiva
VaR	Valor en riesgo

Resumen

Arias Rojas, Luis Danilo

Propuesta de mejora de la gestión de la cartera de inversión, basado en la medición del riesgo y rentabilidad en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY).

Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas – San José, CR

D. Arias R., 2013

94 h, 18 il, 26 refs

El objetivo general del trabajo es proponer mejoras en la gestión de la cartera de inversión basado en la medición de riesgo y rentabilidad en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY), por medio de análisis de la gestión de la cartera de inversión y recomendaciones para mantener controladas las actividades financieras de la Asociación Solidarista.

En este proyecto consta de evaluar las inversiones y el riesgo que actualmente mantiene la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY) además de evaluar y recomendar sobre las posibles inversiones que existan en el mercado de valores costarricense.

La Asociación Solidarista investigada es la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., la cual se dedica a realizar préstamos a los empleados inscritos a esta asociación como también, a realizar inversiones con el efectivo disponible para la creación de utilidades, las cuales a final de cada periodo son distribuidas entre los socios de esta Asociación Solidarista.

Se procedió a valorar la información financiera de la compañía para ver la aceptación del riesgo y las cantidades de las inversiones que se tienen en la actualidad

y con ello, evaluar el portafolio de inversión. Para luego observar el Mercado de Valores de Costa Rica y crear un portafolio óptimo para la Asociación Solidarista en el que reciba un rendimiento adecuado con un riesgo aceptablemente bajo.

Dentro de las principales conclusiones a las que se llegó luego de la realización del proyecto se encuentra que la Asociación Solidarista invierte en una cartera a corto plazo e inversiones poco riesgosas, además de que el portafolio que se tiene no se encuentra diversificado.

También se concluye que se debe de mantener un control y monitoreo a las nuevas inversiones en las que se vayan a realizar ya que al ingresar en el mercado de valores y en ciertos títulos puede existir mucha volatilidad.

Palabras claves:

RIESGO; RENTABILIDAD; INVERSIÓN; SUGEF; ASOCIACIÓN SOLIDARISTA; BOLSA DE VALORES; TEORIA DEL PORTAFOLIO

Director de la investigación:

MBA Manrique Hernández.

Unidad Académica:

Maestría en Administración y Dirección de Empresas

Sistema de Estudios de Posgrado

Introducción

En las Asociaciones Solidaristas es de vital importancia que se tenga una adecuada gestión de la cartera de inversión, porque gran parte de las utilidades por distribuir a los socios de la Asociación Solidarista, proviene de este tipo de recursos financieros, además también y relacionado con las utilidades, es donde se observa el rendimiento de las inversiones en las que se invierte. Pero, un punto importante es poder medir el riesgo financiero, ya que estas asociaciones se deben a que existen aportes por parte de los asociados.

La importancia de mantener el control sobre la actividad financiera y monitorearlas constantemente, es vital en la gestión financiera en la organización, porque el accionar de la entidad va a regirse con base en los resultados financieros que se vayan dando, además es importante contabilizar adecuadamente los registros provenientes de las actividades de inversión de las Asociaciones Solidaristas porque con base en estos se darán análisis que contribuyan a la toma de decisiones.

La gestión financiera de la cartera de inversión en la medición de la rentabilidad y del riesgo permite a los directivos especialistas o no en el área de gestión de las finanzas de una organización, tener claro las decisiones que se tomen para inversión. Brinda las herramientas necesarias por medio del sistema contable para estudiar las estructuras clave para un buen desarrollo del control financiero, de este modo, los directivos podrán cerciorarse que las actividades se desarrollen, según lo establecido por las políticas financieras.

El control constituye una etapa primordial en la administración de una empresa, sin control financiero los planes de negocio, la estructura organizacional y la dirección quedan indefensas. No puede tampoco verificarse cuál es la situación real de la organización sin un instrumento que informe que los hechos están acordes con los objetivos marcados.

La gestión de la cartera de inversión de las Asociaciones Solidaristas es la fase en la cual se implantan los planes financieros, es el proceso de alimentación y ajuste que requiere para garantizarse que sigan los planes y modificar los existentes ante cualquier clase de imprevisto.

Por lo anterior, esta propuesta se enfocará en crear y recomendar una mejora de la gestión implantada de la cartera de inversión, tomando en cuenta la medición del riesgo sobre las inversiones en cuanto a registro y rentabilidad, aplicado en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., en la parte financiera, además de aportar un valor a la toma decisiones y a la aplicación correcta de los registros contables que son los soportes del área financiera.

Capítulo I Generalidades del proyecto, conceptualización teórica y normativa aplicable

1.1 Generalidades del proyecto

Este trabajo guiará las inversiones realizadas por la ASEEY, donde podrá tener como base, el modelo del Portafolio de inversión, diseñada por Markowitz, y su teoría del portafolio eficiente.

El problema encontrado en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., corresponde a la poca diversificación de la cartera de inversión, además de la concentración de sus activos financieros requeridos para manejar crear recursos por medio de intereses obtenidos por las inversiones que se realizan.

Se encontrarán algunas limitaciones como las siguientes:

- Información del Mercado de Valores
- Índices del mercado de las inversiones
- Información de los competidores
- Tasas de interés preferencial para Asociaciones Solidaristas.

Los objetivos en los que se basa este trabajo, son los siguientes:

Objetivos

Objetivo principal

Proponer mejoras en la gestión de la cartera de inversión basado en la medición de riesgo y rentabilidad en la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. (ASEEY), por medio de análisis de la gestión de la cartera de inversión y recomendaciones con el fin de mantener controladas las actividades financieras de la Asociación Solidarista.

Objetivos específicos:

- Conocer las características del proyecto, además de definir los conceptos teóricos pertinentes en relación con la gestión de la cartera de inversión en cuanto a la medición del riesgo y el rendimiento.

- Conocer los antecedentes históricos de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A y realizar un diagnóstico de la situación actual de la gestión de medición del riesgo y del rendimiento de la cartera de inversión.
- Analizar los sistemas de la gestión de la cartera de inversión basado en la medición de riesgo y rendimiento en ASEEY.
- Diseñar una mejora a la gestión del riesgo relevante identificado y de la rentabilidad en la cartera de inversión de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.
- Concluir y recomendar sobre gestión de la cartera de inversión basada en la medición del riesgo y rendimiento, además de las mejoras que serán comunicadas a la Asociación.

Metología de la investigación

La metodología de nuestra labor de investigación se basará en varias etapas principales:

1. Adquirir información relacionada con el tema propuesto de parte de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.
2. Evaluar las políticas y controles de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. en cuanto a actividades de la gestión de la medición del riesgo y del rendimiento.
3. Identificar la eficiencia de los controles financieros actuales aplicados por la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.
4. Diseñar controles financieros para un mejor manejo e identificación de las partidas relacionadas con la actividad de la Asociación Solidarista.
5. Plantear recomendaciones a la Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A. para la utilización de la guía de implementación.

Para el desarrollo del proyecto se consultará tanto fuentes internas como externas:

Las fuentes internas se componen de toda la información que sea facilitada por la administración de la compañía. Ejemplos de dicha información son: catálogo inversiones, políticas contables, cálculo y presentación de las partidas relacionadas a las inversiones.

Se utiliza la información publicada por ASEEY, que sea de interés.

Las fuentes externas se componen de aquella información que obtengamos de la Superintendencia General de Entidades Financieras y otras fuentes relacionadas, como por ejemplo los tribunales relacionados a delitos fiscales. Además de las anteriores, realizaremos consultas a las Normas Internacionales de Información Financiera, así como el informe COSO, para evaluar la razonabilidad de las actividades de control que utiliza la compañía, relacionadas al tema.

El tipo de investigación a realizar en el siguiente trabajo constará de dos partes, la investigación documental y la de campo.

Investigación documental:

Se consultarán diversos textos relacionados con el tema planteado como lo son, legislación y normativa referente a las Asociaciones Solidaristas, trabajos finales de graduación relacionados con nuestro tema, normativa contable aplicable a los procesos habituales del giro del negocio: Normas Internacionales de Auditoría (NIA), Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), Ley de Asociaciones Solidaristas, páginas electrónicas relacionadas con el tema, además documentos brindados por la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A..

Lectura normativa y Ley, análisis estados financieros, análisis situación financiera compañía. Jurisprudencia. Conocimiento del negocio de Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.

1.1.1 Aspectos generales de las Asociaciones Solidaristas

Las Asociaciones Solidaristas están reguladas bajo la Ley 6 970 aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica, a los siete días del mes de noviembre de mil novecientos ochenta y cuatro

Esta ley define a las Asociaciones Solidaristas en su artículo 1 como:

“Las Asociaciones Solidaristas son organizaciones sociales que se inspiran en una actitud humana, por medio de la cual el hombre se identifica con las necesidades y aspiraciones de sus semejantes, comprometiendo el aporte de los recursos y esfuerzos para satisfacer esas necesidades y aspiraciones de manera justa y pacífica. Su gobierno y su administración competen exclusivamente a los trabajadores afiliados a ellas”.

Las Asociaciones Solidaristas tienen una duración indefinida, además de que cuentan con personería jurídica propia, que, para lograr sus objetivos, podrán adquirir toda clase de bienes, celebrar contratos de toda índole y realizar toda especie de operaciones lícitas encaminadas al mejoramiento socioeconómico de sus afiliados, en procura de dignificar y elevar su nivel de vida. En tal sentido, podrán efectuar operaciones de ahorro, de crédito y de inversión, así como cualesquiera otras que sean rentables.

Asimismo, podrán desarrollar programas de:

- vivienda,
- científicos,
- deportivos,
- artísticos,
- educativos,
- recreativos,
- culturales,
- espirituales y
- sociales

Además, la ley, en su artículo número 7, establece que las asociaciones reguladas deberán garantizar:

- a. La libre afiliación y desafiliación de sus miembros.
- b. La igualdad de derechos y obligaciones, independientemente de raza, credo, sexo, estado civil o ideología política.
- c. La irrepartibilidad, entre los afiliados, de las reservas legales fijadas de conformidad con la ley.

Las Asociaciones Solidaristas, sus órganos de gobierno y administración, así como a los representantes legales, tienen absolutamente prohibido:

- Establecer privilegios para sus fundadores y sus directores.
- Ejercer actividades de carácter político-electoral o partidista, cuando se encuentren en el desempeño de funciones de representación.
- Hacer partícipe de los rendimientos, recursos, servicios, y demás beneficios de la asociación a terceras personas, con excepción de aquellos casos tendientes a favorecer, en forma especial, a trabajadores del mismo patrono.
- Realizar cualquier clase de actividad tendente a combatir o, de alguna manera, entorpecer la formación y funcionamiento de las organizaciones sindicales y cooperativas. Esta prohibición es extensiva a dichas organizaciones, respecto de las Asociaciones Solidaristas.
- Celebrar convenciones colectivas o arreglos directos de carácter laboral
- Participar en contrataciones y convenciones colectivas laborales.

Si la violación a las prohibiciones anteriores la cometieren las organizaciones Solidaristas como tales, o sus órganos colegiados de gobierno y administración, se sancionará con la disolución de la asociación.

Para todos los efectos legales, se presume que las asociaciones establecidas conforme con la presente ley no generan utilidades, salvo aquellos rendimientos provenientes de inversiones y operaciones puramente mercantiles.

Los excedentes habidos en el ejercicio fiscal pertenecen a los asociados y el monto que corresponda a cada uno estará de acuerdo con el aporte patronal y con su propio ahorro. La participación de cada asociado en los excedentes se sumará a sus demás ingresos para determinar la base de la declaración de la renta del asociado.

Las Asociaciones Solidaristas estarán obligadas a entregar a cada asociado, en los quince días siguientes al cierre del ejercicio fiscal, el informe del monto de los excedentes de cada uno, para que el interesado tenga un dato exacto para la correspondiente declaración de la renta.

La asociación debe dar toda la información sobre los excedentes de sus asociados a la Dirección General de la Tributación Directa, cuando esta se la solicite. Las asociaciones deben de constituirse por no menos de doce trabajadores mayores de edad, ya sea otorgando escritura pública o mediante acta de la asamblea constitutiva transcrita en papel de oficio.

En ambos casos, el documento deberá contener los estatutos aprobados, el nombramiento de los directores y el nombre de quienes integren el órgano de la fiscalía.

Los estatutos de la Asociación Solidarista deberán expresar, según lo establece la Ley de las Asociaciones Solidaristas en su artículo 13:

- El nombre de la entidad.
- Su domicilio.
- Los fines que persigue y los medios para lograrlos, así como la intención de regirse por los postulados del solidarismo, cumplirlos e informar acerca de ellos.
- La modalidad de afiliación y desafiliación de los asociados, sus deberes y derechos, así como la forma y condiciones en que la asociación puede formar parte de federaciones y confederaciones.
- El monto mínimo del ahorro obrero, así como el de los demás recursos económicos de que dispondrá la asociación.
- Los órganos de la asociación y su funcionamiento.
- El órgano, persona o personas que ostenten la representación de la entidad, y las facultades de su poder o poderes.
- Las condiciones y modalidades de extinción, disolución y liquidación.
- Los procedimientos para reformar los estatutos. Estos regularán el desempeño de funciones de los asociados, así como el funcionamiento y organización general de la asociación, de acuerdo con las disposiciones de la presente ley.

Se consideran asociados los que suscriban la escritura constitutiva y los que sean admitidos, posteriormente, de acuerdo con los estatutos. Sus nombres deberán figurar en un libro de registro de miembros que llevará el nombre de la asociación.

Los asientos se numerarán en orden corrido y deberán ser firmados por el secretario. En el libro deberá consignarse la razón de la desafiliación cuando esta ocurra, de acuerdo con lo que dispongan los estatutos.

Ninguna persona podrá ser compulsada a formar parte de asociación alguna, y los miembros de cada una de ellas podrán desafiliarse cuando lo deseen. En este caso, los interesados deberán solicitar su desafiliación por escrito a la junta directiva, la cual la acordará sin más trámite, siempre que el solicitante esté al día en sus obligaciones de carácter económico con la asociación.

Perderá sus derechos en la asociación el afiliado que se separe de ella, con excepción de:

- Las cantidades que la asociación haya retenido a su nombre en calidad de ahorro más los rendimientos correspondientes.
- Los créditos personales del asociado a favor de la entidad.
- Los derechos de cesantía y demás beneficios que por ley le correspondan.

1.1.2 Historia de las Asociaciones Solidaristas 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. El solidarismo costarricense tiene su origen en una experiencia netamente costarricense, basada en el concepto de solidaridad que señala la doctrina social de la iglesia.

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 Lic. Martén fue Ministro de Economía de la Junta de Gobierno de 1948, por lo que le correspondió dirigir todo lo referente a la nacionalización bancaria. En 1947, fundó la Oficina de Coordinación Económica de Costa Rica, y según publicación de la Unión Solidarista, su objetivo era: *"Trabajar por la armonía y cooperación de patronos y trabajadores dentro de un espíritu de solidaridad, para lograr el aumento de la producción y su equitativo reparto dentro de las normas de eficiencia económica y justicia social"*. Posteriormente, en 1949, estableció las bases filosóficas del movimiento, esto permitió su desarrollo sobre principios firmes y estables.

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 esta y los trabajadores.

El aporte de la empresa no es una donación, sino que corresponde a un adelanto sobre la cesantía del trabajador, que se le entrega a este junto con el ahorro y el respectivo rendimiento una vez que deje la empresa. Se forma así un Fondo de Ahorro, a nombre de los trabajadores, quienes lo administran por medio de una Directiva para brindarles todo un plan 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. El solidarismo no tiene compromisos políticos, partidistas, religiosos o ideológicos, pero anima a sus integrantes a apoyar y fortalecer la democracia. Pretende convertir la empresa capitalista o burguesa en una institución ético-económica, en cuyo seno se produzcan eficientemente y se distribuya con equidad.

Se propone unir sólida y fraternalmente a patronos y trabajadores para que ayudándose mutuamente logren 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 que 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, y que los verdaderos enemigos de trabajadores y patronos, son la pobreza y la ignorancia.

Para el solidarismo el hombre es un ser en familia y para la familia. Une en su labor de capacitación y en la acción de gestión de las asociaciones, al trabajador, la empresa, entendida esta como una comunidad humana, a la familia y a la sociedad en el logro del bien común. Presta gran atención a la formación espiritual y cívica del trabajador, porque considera que este, antes de ser productor, es una persona. El solidarismo funciona con la representación paritaria de representantes empresariales y dirigentes Solidaristas en todos los órganos de dirección y con el aporte económico equitativo y proporcional de unos y otros.

De 1972 a 1982, el Movimiento Solidarista pasó de 12 asociaciones a varios centenares. Especialmente, de 1978 en adelante, el Movimiento se extendió del Valle Central a la zona Atlántica, el Pacífico Sur y al Norte del país. Se ha trasladado del sector industrial y comercial al agrícola, del sector privado al público, y de Costa Rica que fue el primer país que lo impulsó y puso en práctica, a El Salvador, Guatemala, Nicaragua, Honduras, Colombia y Venezuela.

La promulgación de la Ley de Asociaciones Solidaristas, en 1984, le ha dado al solidarismo los mismos derechos y prerrogativas legales de los otros movimientos sociales como el cooperativismo y el sindicalismo democrático. Actualmente, a la par de su promulgación, está en la etapa de profundización doctrinaria y de renovación técnica y administrativa, para lo que cuenta con el gran impulso del Movimiento Solidarista Costarricense.

El crecimiento del solidarismo en los países centroamericanos se encuentran órganos homólogos al Movimiento Solidarista Costarricense: Unión Solidarista Guatemalteca, Unión Solidarista Salvadoreña y Unión Solidarista Guatemalteca. En Nicaragua tanto como en Venezuela se encuentra grandes empresas con Asociaciones Solidaristas.

El accionar Solidarista toma en cuenta en los cambios que se están dando en la sociedad, y donde se compite por averiguar cuál economía está acabando de manera más eficiente con la seguridad social estatal. Los espacios económicos nacionales están perdiendo, definitivamente, su capacidad de manejo macroeconómico, a favor de los mercados financieros internacionales que definen, por sí solos, sus inversiones globales basadas en criterios de mercadeo y de rendimiento.

Corresponde al solidarismo rescatar la pérdida del consenso social que en las sociedades occidentales se da por la globalización económica, y que se ha agudizado aún más por el proceso social interno de individualización.

Desde el punto de vista de los costos que tiene y, con ello, lo cuestiona punto por punto. Aspectos como la revolución en la productividad y la pérdida de plazas de trabajo en nuevos mercados y lugares son aspectos que tiene muy presente el solidarismo, en la actualidad, para disminuir y si es posible erradicar el desempleo.

1.2 Gestión del riesgo

En esta sección se procede a definir y contextualizar la gestión del riesgo en una empresa y desde el punto de vista de las inversiones.

1.2.1 Definición de riesgo

Existen muchas definiciones de riesgo, pero el mismo puede definirse relacionado con las inversiones como:

“Riesgo es la probabilidad de que ocurran acontecimientos, favorables o desfavorables, asociados con los rendimientos, los flujos de efectivo o el valor de un activo o de un proyecto de inversión”.

En términos generales, riesgo es la probabilidad de que cualquier cosa pueda ocurrir, ante cualquier movimiento que se haga o decisión que se tome. Haciendo un símil con los juegos de mesa, serían los eventos que ocurren de haber movido una pieza o haber jugado una carta.

A pesar de que los conceptos de riesgo e incertidumbre son tan viejos como la humanidad misma, no es sino hasta el siglo XVI cuando Girolamo Cardano se refiere al riesgo mediante la probabilidad como medida de frecuencia relativa de eventos aleatorios que pueden ocurrir. A partir de allí, en los siglos XVII y XVIII, con los avances de estudios sobre el álgebra y el cálculo diferencial e integral, se propician estudios y aplicaciones de la teoría del riesgo y de las probabilidades de ocurrencia y se intensifica su aplicación en temas relacionados con seguros, inversiones, medicina y física. Modernamente, Markowitz desarrolla, en 1952, la teoría del portafolio, donde plantea que, mientras más diversificado sea el portafolio de inversión, menor será el riesgo no sistemático.

Desde entonces, el estudio del riesgo se convierte en algo imprescindible cuando se hable de cualquier proceso de inversiones, dado que desde 1970 la proliferación de instrumentos financieros ha sido notable y la evolución de estos instrumentos requiere aplicación de técnicas más complejas, donde el riesgo de cambio de precios toma un particular interés. Markowitz, Sharpe y Miller reciben el Premio Nobel de Economía en 1990, por su contribución a los estudios del riesgo, sus componentes y aplicaciones y en 1997 Merton y Scholes reciben el Premio Nobel por sus aportes a la determinación del valor de los activos financieros en función del riesgo. Existe una gran cantidad de tipos de riesgos en las empresas, pero desde el punto de vista del riesgo en la inversión, que es el vinculante para las Asociaciones Solidaristas por tipo de función, se utiliza la clásica división en operativo, financiero y puro. Puede apreciarse someramente el panorama del riesgo total en la figura 1.

Figura 1. Panorama del riesgo total



Fuente: Inocencio Sánchez en el artículo *Riesgo de la Inversión*.

- Riesgo Operativo o riesgo económico como también se le conoce, es aquel relacionado con múltiples factores, tanto de carácter interno como externo que pueden afectar a un negocio, como pueden ser la cambiante estructura de los mercados productivos, la estrategia de la empresa, la economía en general, condiciones económicas propias de la inversión, la competencia, los desarrollos tecnológicos, las preferencias de los consumidores, las condiciones de la mano de obra y el mercado laboral, variaciones en los precios de los productos, o en su demanda, o variaciones en los precios de los insumos, cambios en las políticas del gobierno, entre otros muchos.

- Riesgo Financiero es aquel que se deriva de la utilización del endeudamiento como mecanismo de financiamiento de la operación. Se podría decir que si la empresa se financia solo con el patrimonio de los inversionistas o accionistas, no tendría riesgo financiero; sin embargo, esto no es tan simple, ya que también este riesgo se asocia al valor de la moneda y de otras situaciones financieras, tales como las fluctuaciones en las tasas de cambio o de interés. Hay quienes ubican a la inflación, también, dentro de este concepto, aun cuando, en nuestro criterio, tiene mayor impacto sobre el riesgo operativo.

- Riesgo Puro es aquel que encierra solamente posibilidades de perder. Tales son los riesgos que competen, generalmente, al mercado asegurador, como los riesgos de incendio, terremoto, transporte, vehículos, fidelidad, robo, responsabilidad civil, lucro cesante, hospitalización, vida y accidentes. Por cierto que lo que es para nosotros un riesgo puro, sería un riesgo operativo para una empresa aseguradora.

1.2.2 Gestión de riesgos

Es la identificación, medición y evaluación colectiva de todos los riesgos que afecten el valor de una inversión o entidad, así como la definición e implementación de una estrategia en el negocio y en la operación para gestionar efectivamente los riesgos que fueron identificados, lo anterior puede ser ejemplificado en el Figura 2.

Figura 2. Exposición al riesgo**Fuente: Elaboración propia****1.2.3 Importancia de la gestión de riesgos**

Una buena gestión de riesgos en una entidad es de importancia porque pueden definirse criterios de aceptación general de riesgos de acuerdo con la actividad económica de las Asociaciones Solidaristas, también permite identificar en forma global y completa todas las categorías de riesgos que afectan el valor económico de la operación de la Asociación Solidarista o entidad.

Debe mantenerse una adecuada gestión del riesgo, para que la compañía y en este caso, las Asociaciones Solidaristas para cumplir objetivos básicos para lograr administrar el riesgo adecuadamente, entre los que pueden mencionarse:

- Asegurar el cumplimiento de las políticas definidas por la dirección, en relación con los riesgos.
- Establecer las metodologías de análisis y evaluación de los riesgos.
- Establecer métodos, procedimientos y controles para la administración de riesgos.
- Identificar las fuentes de información adecuadas para medir la magnitud de los riesgos.
- Medir metodológicamente la exposición al riesgo.

- Determinar los niveles de riesgo aceptables de acuerdo con la estructura financiera de la empresa y con las políticas al respecto.
- Establecer, mediante la teoría de escenarios, los posibles cambios o variaciones en las variables que influyen en la exposición al riesgo.
- Elaborar informes constantes sobre la exposición al riesgo.

1.3 Gestión de la rentabilidad

En esta sección procede a definirse y contextualizarse la gestión de la rentabilidad en una empresa y desde el punto de vista de las inversiones.

1.3.1 Definición de rentabilidad

El concepto de rentabilidad ha ido cambiando con el tiempo y ha sido usado de distintas formas, siendo este uno de los indicadores más relevantes para medir el éxito de un sector, subsector o incluso un negocio, ya que una rentabilidad sostenida con una política de dividendos, conlleva al fortalecimiento de las unidades económicas. Las utilidades reinvertidas, adecuadamente, significan expansión en capacidad instalada, actualización de la tecnología existente, nuevos esfuerzos en la búsqueda de mercados, o una mezcla de todos estos puntos.

La rentabilidad es la relación que existe entre la utilidad y la inversión necesaria para lograrla, ya que mide tanto la efectividad de la administración de una empresa o entidad, demostrada por las utilidades obtenidas de las ventas realizadas y utilización de inversiones, su categoría y regularidad es la tendencia de las utilidades. Estas utilidades, a su vez, son la conclusión de una administración competente, una planeación integral de costos y gastos, y en general, de la observancia de cualquier medida tendiente a la obtención de utilidades. La rentabilidad también es entendida como una noción que se aplica a toda acción económica en la que se movilizan los medios, materiales, humanos y financieros para obtener los resultados esperados.

En la literatura económica, aunque el término de rentabilidad se utiliza de forma muy variada, y son muchas las aproximaciones doctrinales que influyen en una u otra faceta de la misma, en sentido general se denomina a la rentabilidad a la

medida del rendimiento que en un determinado periodo produce los capitales utilizados en este. Esto supone la comparación entre la renta generada y los medios utilizados para obtenerla para permitir la elección entre opciones o a juzgar por la eficiencia de las acciones realizadas, según que el análisis sea a priori o a posteriori.

1.3.2 Importancia de la gestión de la rentabilidad

La importancia de la rentabilidad es fundamental para el desarrollo, porque nos da una medida de la necesidad de las cosas. En un mundo con recursos escasos, la rentabilidad es la medida que permite decidir entre varias opciones. No es una medida absoluta porque camina de la mano del riesgo. Una persona asume mayores riesgos solo si puede conseguir más rentabilidad. Por eso, es fundamental que la política económica de un país potencie sectores rentables, es decir, que generen rentas. Parte de la importancia de la rentabilidad conlleva que las operaciones generales de la empresa con respecto a su inversión es superior, en la Figura 3 se presenta de forma gráfica, lo que lleva a que la suposición de negocio en marcha se mantenga.

Figura 3. Proceso de rentabilidad del negocio



Fuente: Elaboración propia

1.3.3 Rendimiento y la teoría del portafolio

El estudio sistemático de la diversificación del riesgo surgió hace relativamente poco tiempo. Apenas en la década de 1950, Markowitz comenzó el estudio disciplinado de la forma en la que un inversionista selecciona los instrumentos

en los que invierte sus recursos dado un perfil de rendimiento y riesgo. La teoría de Markowitz, también, conocida como Teoría Moderna de Portafolios o MPT (por las siglas en inglés de “modern portfolio theory”) representa uno de los pilares de la corriente principal del pensamiento de la economía financiera actual.

De acuerdo con esta teoría, el rendimiento de un instrumento de inversión es el nivel esperado de utilidad de dicha inversión, esto es, la recompensa por haber invertido en tal instrumento. No obstante, como se explicó, en la gran mayoría de los casos, existe un rango de resultados posibles para el rendimiento, lo que significa que toda inversión tiene un determinado nivel de riesgo.

La MPT propone una diversificación eficiente, esto es, la combinación de instrumentos de inversión que tengan poca relación entre sí en un portafolio de inversiones, de modo que se reduzca el riesgo al mínimo posible sin alterar el rendimiento esperado, o bien, que se maximice el rendimiento esperado sin incrementar el riesgo. El riesgo de una inversión tiene dos componentes:

- (1) el riesgo específico (o diversificable) que es exclusivo de cada instrumento y
- (2) el riesgo de mercado (o no diversificable) que proviene de las variaciones de mercado en su conjunto, y que afecta en mayor o menor medida a todos los activos.

Factores, tales como la naturaleza del negocio del emisor, su nivel de endeudamiento o la liquidez en el mercado de sus acciones son ejemplos de fuentes del riesgo diversificable.

Por otra parte, las fuentes de riesgo no diversificable pueden ser factores de mercado como la inflación, la situación económica general y las tasas de interés. Todos estos factores afectan a todos los activos. Un inversionista está en posibilidades de eliminar el riesgo específico, manteniendo un portafolio bien diversificado, sin tener que sacrificar sus rendimientos esperados. Sin embargo, el inversionista no puede reducir el riesgo de mercado, ya que este afecta a todos los instrumentos dentro del portafolio de una forma u otra y en diferentes grados.

1.4 Herramientas de gestión de la cartera de inversión

1.4.1 Medición del riesgo

Existen muchas herramientas y metodologías disponibles para evaluar los riesgos. La elección del método dependerá de las condiciones de trabajo como, por ejemplo, el número de trabajadores, el tipo de actividades y equipos de trabajo, las características particulares del lugar de trabajo y cualquier otro riesgo específico.

Algunos de los tipos de medición del riesgo financiero de las inversiones se mencionan a continuación:

Método delta normal: los activos está distribuido normalmente. Por lo tanto, el rendimiento del portafolio también sigue esta distribución, ya que es una combinación lineal de sus componentes ponderados por su importancia dentro de la cartera. Además, esta técnica utiliza lo que la literatura ha denominado la valuación delta, la cual consiste en valorar el portafolio solamente una vez al precio actual.

$$V_0 = V(S_0)$$

Donde:

V_0 Valor actual de la cartera (período 0)

S_0 Precio actual de los activos (período 0)

Su implementación es bastante sencilla y parte del cálculo de la varianza del portafolio. Posteriormente, el cálculo del VaR consiste en determinar el número de desviaciones estándar correspondientes al percentil deseado. Para implementar dicha metodología pueden seguirse los pasos que se detallan a continuación:

- Se identifican las variables de mercado por utilizar.
- Se comprueba si los cambios en las variables de mercado tienen una distribución normal.

- Se calculan las desviaciones estándar y la correlación de las variables de mercado para cada uno de los instrumentos que componen la cartera.
- Se determina la desviación estándar de la cartera en las unidades de esta.
- Se obtiene el VaR multiplicando la desviación estándar de la cartera por el factor correspondiente al nivel de confianza previamente seleccionado.

Este es el método considerado más simple y tiene varias ventajas:

- Con una hoja de cálculo fácilmente puede estimarse.
- Permite manejar una gran cantidad de activos, ya que para su implementación únicamente se requiere de los valores de mercado, las posiciones actuales del portafolio y la matriz de varianzas y covarianzas.
- En muchas situaciones presenta una medida adecuada del riesgo, en especial cuando se trabaja con lapsos muy cortos.
- Cuantifica de manera pobre el riesgo de evento; es decir, la posibilidad de que se presenten circunstancias inusuales o extremas, tales como: desplomes en los mercados accionarios o colapsos en el tipo de cambio (Jorion, 1999). Estas situaciones no ocurren con suficiente frecuencia como para que sean representadas adecuadamente por una distribución de probabilidad basada en datos históricos recientes.
- La existencia de colas anchas en la distribución de rendimientos de la mayoría de los activos, provoca que se subestime la importancia de los datos correspondientes a valores extremos y, con ello, el valor del riesgo.
- No mide, adecuadamente los instrumentos no lineales, tales como: opciones e hipotecas. En el caso del primer instrumento, esta metodología mide sus posiciones de acuerdo con el activo subyacente. Sin embargo, los valores de las opciones también dependen de los niveles de las tasas spot.

Método simulación histórica: Este método estima el VaR reconstruyendo la historia. La distribución se realiza utilizando la cartera actual y aplicándole los cambios en precios y rendimientos que se dieron durante el período seleccionado. Posteriormente, se compara dicha distribución con el valor actual para calcular la ganancia o pérdida (Otárola, 2001).

Este método es muy fácil de aplicar en las carteras que cuentan con la información sobre las variables de mercado relevantes. Es, conceptualmente simple

de entender y, eventualmente puede desarrollarse en una hoja de cálculo. Además no depende del cálculo de correlaciones y volatilidades, ya que estas se calculan implícitamente al utilizar la información histórica (Minnich, 2002). Para la aplicación de este método pueden seguirse cinco pasos que se describen a continuación:

- Se identifican las variables de mercado que van a utilizarse en el análisis.
- Se obtienen los valores históricos de precios y rendimientos para el período seleccionado.
- Se somete la cartera actual a los cambios en las variables mencionadas anteriormente, y se calculan las pérdidas y ganancias para cada uno de esos días.
- Se ordenan las ganancias y las pérdidas en orden descendente.
- Se determina el VaR al seleccionar la pérdida que es igualada o sobrepasada al nivel de confianza establecido.

La simulación histórica es un método con muchas ventajas:

- Es relativamente simple de implementar, robusto e intuitivo.
- Toma en cuenta el comportamiento no lineal de las opciones.
- No se necesita calcular la matriz de covarianzas, lo que simplifica el proceso.
- Como se basa en los cambios realmente observados, el método no supone ninguna distribución y no se afecta por distribuciones que no son normales o que tienen colas anchas.

Sin embargo, se ha criticado por diversas razones, entre las que se encuentran las siguientes:

- Asume que el pasado representa adecuadamente el futuro inmediato; sin embargo, no siempre esto se cumple, por lo que los datos históricos podrían omitir riesgos inminentes en el mercado.
- La calidad de los resultados depende del período histórico considerado. En caso de utilizar períodos largos, se podrían incorporar comportamientos que ya generar errores de muestreo.
- Le otorga la misma importancia a las observaciones recientes que a las antiguas.

- Se puede volver computacionalmente intenso en portafolios de muchos instrumentos.

1.4.2 Medición del rendimiento

La medición del rendimiento no puede ser reducida a su simple dimensión financiera. Para asegurar una gestión eficaz, es importante medir también todas las otras formas de rendimiento, aportando una contribución significativa a la competitividad global.

- Es la ganancia o pérdida total que experimenta el propietario de una inversión en un periodo específico.
- Se obtiene como el cambio en el valor del activo más cualquier distribución de efectivo durante el periodo entre el valor de la inversión al inicio del periodo.

$$k_t = \frac{P_t - P_{t-1} + C_t}{P_{t-1}}$$

Donde:

- k_t = Tasa de rendimiento esperada
- P_t = Precio del activo en el momento t
- P_{t-1} = Precio del activo en el momento $t-1$
- C_t = Flujo de efectivo de la inversión en el periodo

1.4.3 Ley de las Asociaciones Solidaristas

Establece que las Asociaciones Solidaristas son organizaciones sociales que se inspiran en una actitud humana, por medio de la cual el hombre se identifica con las necesidades y aspiraciones de sus semejantes, comprometiendo el aporte de los recursos y esfuerzos para satisfacer esas necesidades y aspiraciones de manera justa y pacífica. Su gobierno y su administración competen, exclusivamente, a los trabajadores afiliados a ellas.

Los fines primordiales de las Asociaciones Solidaristas son procurar la justicia y la paz social, la armonía obrero-patronal y el desarrollo integral de sus asociados.

Las Asociaciones Solidaristas podrán realizar las actividades señaladas en este artículo, siempre y cuando no comprometan los fondos necesarios para realizar las devoluciones y pagos de cesantía que establece esta ley.

Las asociaciones reguladas deben garantizar:

- La libre afiliación y desafiliación de sus miembros.
- La igualdad de derechos y obligaciones, independientemente de raza, credo, sexo, estado civil o ideología política.
- La irrepartibilidad, entre los afiliados, de las reservas legales fijadas de conformidad en esta ley.

La asociación debe dar toda la información sobre los excedentes de sus asociados a la Dirección General de la Tributación Directa, cuando esta se la solicite. Estas deben constituirse por no menos de doce trabajadores mayores de edad, ya sea otorgando escritura pública o mediante acta de la asamblea constitutiva transcrita en papel de oficio. En ambos casos, el documento deberá contener los estatutos aprobados, el nombramiento de los directores y el nombre de quienes integren el órgano de la fiscalía.

Las Asociaciones Solidaristas contarán con los siguientes recursos económicos:

- El ahorro mensual mínimo de los asociados, cuyo porcentaje será fijado por la asamblea general. En ningún caso este porcentaje será menor del tres por ciento ni mayor del cinco por ciento del salario comunicado por el patrono de la Caja Costarricense de Seguro Social. Sin perjuicio de lo anterior, los asociados podrán ahorrar voluntariamente una suma o porcentaje mayor y, en este caso, al ahorro voluntario deberá diferenciarse, tanto en el informe de las planillas como en la contabilidad de la asociación. El asociado autorizará al patrono para que deduzca de su salario el monto correspondiente, el cual entregará a la asociación junto con el aporte patronal, a más tardar tres días hábiles después de haber efectuado las deducciones.

- El aporte mensual del patrono en favor de sus trabajadores afiliados, que será fijado de común acuerdo entre ambos de conformidad con los principios solidaristas. Este fondo quedará en custodia y administración de la asociación como reserva para prestaciones.
- Lo recaudado por este concepto, se considerará como parte del fondo económico del auxilio de cesantía en beneficio del trabajador, sin que ello lo exonere de la responsabilidad por el monto de la diferencia entre lo que le corresponda al trabajador como auxilio de cesantía y lo que el patrono hubiere aportado.
- Los ingresos por donaciones, herencias o legados que pudieren corresponderles.
- Cualquier otro ingreso lícito que perciban con ocasión de las actividades que realicen.
- El patrimonio de las Asociaciones Solidaristas, el ahorro de los asociados y las cuotas patronales en ningún caso podrán ser absorbidos por entidades públicas o privadas, total o parcialmente.

La asamblea general legalmente convocada es el órgano supremo de la asociación y expresa la voluntad colectiva en las materias de su competencia. A ella corresponde las facultades que la presente ley o sus estatutos no atribuyan a otro órgano de la asociación. Las atribuciones que la presente ley confiere a la asamblea general son intransferibles y de su exclusiva competencia.

Capítulo II. Antecedentes históricos de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., y su actualidad financiera y de inversión

2.1 Antecedentes históricos y conocimiento general de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young S.A. (ASEEY).

La Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., ASEEY, fue creada el 26 de setiembre del 2002 como un órgano independiente regulado por la Ley de Asociaciones Solidaristas (número 6 970) y por los estatutos aprobados en la Asamblea Constitutiva, además de sus las reformas que ha tenido en las subsiguientes asambleas ordinarias y extraordinarias que se han realizado.

Esta fue constituida por un plazo indefinido de conformidad con las disposiciones de la Ley de Asociaciones Solidaristas de la República de Costa Rica y su domicilio social es la ciudad de Santa Ana, provincia de San José.

Los objetivos de la Asociación son alcanzar la justicia y la paz social; fomentar la armonía y unión entre los empleados y la empresa; plantear, realizar y difundir todo tipo de programas para sus asociados y defender sus intereses.

Los asociados tienen beneficios por formar parte de la asociación como:

- Formación de patrimonio
- Dividendos anuales
- Préstamos
- Ahorros
- Fiesta familiar

Adicionalmente, se mantienen convenios establecidos con diversas organizaciones los asociados obtienen descuentos y promociones en universidades, gimnasios, tiendas y entidades del sector salud, entre otras entidades tanto de bienes como de servicios.

2.2 Actualidad financiera de la Asociación Solidarista

Parte de importante, en la realización del trabajo, consiste en la evaluación tanto del rendimiento como del riesgo, y parte fundamental del conocimiento del riesgo que tiene ASEEY es por medio de un análisis de la información financiero-contable.

Para analizar la información financiera de la Asociación Solidarista, se procederá a realizar el modelo de riesgo integral de la Escuela Superior de Alta Dirección de Empresas (Esade), para conocer la actualidad general de la Asociación Solidarista y su comportamiento en el último periodo fiscal (30 de setiembre del 2013).

Con base en este modelo se observará la capacidad de generar flujos de efectivo y los riesgos financieros a los que la Asociación Solidarista está expuesta.

Dentro del espectro financiero intervienen los siguientes factores como condicionantes del riesgo y que para toda evaluación financiera debe ser medido y revisado para la toma de decisiones que correspondan al área financiero – contable:

- Exigibilidad y costo de las fuentes del capital
- Equilibrio entre fuentes y empleo de fondos
- Solidez de la estructura financiera
- Estructura de costos y gastos de operación (fijos-variables)
- Nivel y crecimiento de ventas (estabilidad – expectativas)
- Precios y márgenes de contribución y utilidad
- Punto de equilibrio y capacidad de absorción de variaciones en ventas y costos
- Políticas y estructura de capital (financiamiento)

A continuación, se presenta el Modelos de Riesgo Integral de la Escuela Superior de Alta Dirección de Empresas con sede en España (Esade) en donde se evalúa la situación financiera de la compañía actualmente y que será de relevancia para realizar la evaluación de las transacciones con la Asociación Solidarista y las formas de movilizar y obtener los recursos financieros; en este modelo, también, genera la utilización del flujo de efectivo financiero con base a los datos contables que en este caso será utilizado dos periodos terminados al 30 de setiembre del 2012 y al 30 de setiembre del 2013:

Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.

Estado de Situación Financiera

Al 30 de setiembre de 2013 y 2012

	2012	2013	VARIACIÓN
Efectivo y equivalentes (valores CP)	24 733 665	7 244 719	-17 488 946
Cuentas por Cobrar netas	145 511 207	316 258 994	170 747 787
Inversiones y docum. por cobrar LP	376 364 729	475 842 137	99 477 408
Gastos diferidos y otras partidas CP	2 490 917	163 800	-2 327 117
Total Activo Circulante	549 100 518	799 509 650	250 409 132
Inmuebles, maquinaria y equipo neto	422 839	74 400	-348 439
Total Activos	549 523 357	799 584 050	250 060 693
Ahorro extraordinario	38 424 068	67 157 592	28 733 524
Ahorro navideño	16 371 792	16 159 983	-211 809
Total Pasivo Circulante	54 795 860	83 317 575	28 521 715
Total Pasivo	54 795 860	83 317 575	28 521 715
Ahorro obrero	199 515 429	303 442 322	103 926 893
Aporte patronal	256 877 205	358 118 943	101 241 738
Excedentes acumulados y custodia	38 334 863	54 705 210	16 370 347
Total Patrimonio	494 727 497	716 266 475	221 538 978
Total Pasivo y Patrimonio	549 523 357	799 584 050	250 060 693

Fuente: Elaboración propia.

En el estado de situación financiera se observa como la Asociación Solidarista utiliza los recursos que capta por medio de las retenciones y contribuciones que brindan los asociados; en la adquisición de instrumentos financieros a corto plazo (no mayores a un año), y en la realización de préstamos a los asociados, lo cual concuerda con lo dispuesto en el estatuto, en las categorías que se utilizará el dinero captado.

Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.
Estado de Resultados Integral
Por el año terminado al 30 de setiembre del 2013 y 2012

	2012	2013
Ingresos	53 364 558	80 192 799
Utilidad Bruta	53 364 558	80 192 799
Gastos Generales	16 825 989	28 787 651
Total Gastos de Operación	16 825 989	28 787 651
Utilidad de Operación	36 538 569	51 405 148
Utilidad antes de impuestos	36 538 569	51 405 148
Impuestos	0	0
Utilidad Neta	36 538 569	51 405 148

Fuente: Elaboración propia.

Los ingresos de la Asociación Solidarista provienen mayoritariamente de los intereses que devengan tanto los intereses de las inversiones como también lo correspondiente a los intereses por los préstamos a los asociados, en términos porcentuales estas cuentas representan el 58 y el 25 respectivamente del total de los ingresos recibidos durante el periodo 2012, para el periodo 2013, estas cifras correspondían un 55 y un 29 respectivamente.

2.3 Análisis del flujo de caja

Con la información financiera se evaluó y calculo los datos referentes al flujo de caja de ASEELY, donde se obtuvo los siguientes resultados:

Cuadro 1. Análisis del flujo de operación

Flujo de las utilidades	
Utilidad neta	51 405 148
Más depreciación y amortización	398 428
Flujo de las operaciones	51 803 576

Fuente: Elaboración propia

Con base en los resultados obtenidos en el periodo terminado el 30 de setiembre del 2013, y eliminando las partidas que no tienen movimiento en el efectivo y que genera una disminución en la utilidad contable, obtenemos que el flujo general de caja asciende a ¢51 803 576

Cuadro 2. Análisis del flujo de caja a corto plazo

Inversiones netas de corto plazo	
Aumento en circulante neto operativo	239 376 363
Flujo de caja de corto plazo	-187 572 787

Fuente: Elaboración propia

El flujo de la Asociación Solidarista se hace negativo cuando se considera el flujo que se obtiene de las operaciones y se le aplica el cambio que se da en el activo corriente de y pasivo corriente.

Dicha variación fue calculada de la siguiente manera y con base en los datos obtenidos del estado financiera de ASEY:

Cuadro 3. Análisis del flujo después de pago a fuentes

Cambios en circulante operativo	
Cambio en cuentas por cobrar	170 747 787
Inversiones en valores	99 477 408
Cambio en gastos diferidos	-2 327 117
Cambio en cuentas por pagar	-28 521 715
Variación en circulante operativo	239 376 363
Atención a fuentes de financiamiento	
Pago de excedentes a asociados	35 034 801
Flujo después de pago a fuentes	-222 607 588

Fuente: Elaboración propia

Al ser evaluado el pago a los asociados de los excedentes o el porcentaje de las utilidades correspondientes a estos obtenemos que al final del periodo se obtenga un flujo de caja negativo de ¢222 607 588, esto por motivo de que el flujo de las operaciones no cubre las actividades de la Asociación en cuanto a inversión y financiamiento. Pero, al conocer a detalle la actividad de la Asociación se entiende la

razón por la cual se da esta situación y es por motivo de que las utilidades se deben de repartir entre todos los asociados y, además, que el principal ingreso de efectivo para mantener la operación de la Asociación Solidarista corresponde a aportes de los asociados y patronal.

Cuadro 4. Flujo de caja del periodo

Inversiones en activos de largo plazo	
Aum. activo LP (activo fijo bruto y LP sin revaluaciones)	49 989
Flujo después de inversiones LP (superávit o déficit)	-222 657 577
Financiamiento del déficit o aplicación de superávit	
Cambio en patrimonio (empleo)	205 168 631
Flujo neto de caja del periodo (aumento o disminución)	-17 488 946

Fuente: Elaboración propia

2.4 Captación de recursos financieros

Los recursos financieros que administra la Asociación Solidarista provienen, principalmente, del ahorro de sus asociados y por el aporte patronal por concepto de adelanto del auxilio de cesantía. Tanto el patrono como los asociados contribuyen, mensualmente, con un 5% sobre el salario bruto de cada uno de los asociados.

Las Asociaciones Solidarista al ser entidades que buscan brindar un apoyo financieros a sus asociados por medio de préstamos y por medio de utilidades que se generan por medio de los intereses de los préstamos cedidos y por las inversiones mantenidas con los dineros de los aportes de los asociados y de los patronos.

ASSEY, actualmente, tiene en su estatuto el movimiento que puede realizarse con los recursos económicos que se resguardan, y serán destinados prioritariamente para:

- Creación de fondo para el pago de auxilio de cesantía, según lo determina el artículo diecinueve de la Ley 6 970, y por un monto del cinco por ciento

del aporte patronal. Estos fondos deben registrarse por separado contablemente.

- b) Crear la Reserva de Liquidez acorde con lo establecido por el Banco Central de Costa Rica y la Superintendencia General de Entidades Financieras.
- c) Para invertir en programas de crédito, vivienda, educación, y en general de actividades productivas, en los montos, planos y demás condiciones que fijen los reglamentos que para tal fin emita la Junta Directiva.

Según lo mencionado anteriormente, se procede a observar la captación de recursos que maneja la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., según los estados financieros auditados al cierre del 30 de setiembre de cada año, en las cuentas de patrimonio:

Cuadro 5. Composición de captación

Partida Contable	2013	2012	2011	2010
Ahorro Obrero	303 442 322	199 515 429	151 638 519	146 201 093
Aporte Patronal	348 855 225	245 942 029	196 345 527	191 748 694
Aporte Patronal en custodia	9 263 718	10 935 176	7 350 803	6 883 302
Excedentes Capitalizados	2 606 098	1 796 294	1 151 714	1 152 358
Excedente neto acumulado	693 965	36 538 569	31 676 194	28 810 400
TOTAL	664 861 328	494 727 497	388 162 757	374 795 847

Fuente: Elaboración propia

Ahorro Obrero: El asociado contribuye mensualmente para incrementar el patrimonio de la Asociación con un importe equivalente al 5% del salario bruto mensual del asociado. El ahorro obrero es devuelto al asociado en el momento en que este deja de pertenecer a la Asociación, ya sea por libre voluntad o cuando se produce la ruptura del vínculo obrero-patronal.

Aporte Patronal: El patrono contribuye mensualmente para incrementar el patrimonio de la Asociación con un importe equivalente al 5% del salario bruto mensual del asociado. El aporte patronal solo le puede ser devuelto al asociado cuando este deja de laborar para Ernst & Young, S.A.

Aporte Patronal en Custodia: En esta cuenta se mantienen los aportes patronales de ex-asociados que continúan laborando para Ernst & Young, S.A. Estos aportes son pagados en el momento en que la persona deja de laborar para Ernst & Young, S.A. o son trasladados al aporte patronal en la sección patrimonial si la persona se afilia nuevamente a la Asociación.

Excedentes Capitalizados: El estatuto de ASEEY establece que de los excedentes habidos en cada período, se capitalizará un 5% en forma proporcional al aporte patronal y al ahorro personal de cada asociado. Los excedentes capitalizados son entregados al asociado cuando éste deja de pertenecer a la Asociación.

Aparte de los ahorros y aportes anteriormente mencionados, ASEEY obtiene recursos a un corto plazo por medio de ahorros extraordinarios y por ahorros navideños, los cuales al 30 de setiembre de cada año son los siguientes:

Cuadro 6. Composición de captación extraordinaria

Partida Contable	2013	2012	2011	2010
Ahorro Extraordinario	64 773 112	38 424 068	22 055 078	21 150 704
Ahorro navideño	15 553 921	16 371 792	11 305 834	11 537 036
TOTAL	80 107 033	54 795 860	33 360 912	32 687 740

Fuente: Elaboración propia

Ahorro Extraordinario: El ahorro extraordinario constituye un ahorro que voluntariamente realiza el asociado, quien puede disponer de estos recursos en cualquier momento. ASEEY no reconoce intereses sobre el ahorro extraordinario, sin embargo el mismo puede ser utilizado como respaldo para solicitar un préstamo y además es considerado para determinar la proporción del excedente neto que le corresponden a cada asociado.

Ahorro Navideño: Los asociados participan voluntariamente en un plan de ahorro navideño del cual la Asociación durante el 2013 está reconociendo un 5% de interés anual. El ahorro navideño se liquida en el mes de diciembre de cada año.

2.5 Análisis de la información financiera de ASEEY

2.5.1 Instrumentos de inversión de la Asociación Solidarista

Las inversiones en valores son clasificadas como inversiones mantenidas hasta su vencimiento. Las inversiones en valores están conformadas por certificados de depósito en colones con plazos de vencimiento originales que oscilan entre tres meses y un año.

Reserva de liquidez: De acuerdo con las regulaciones y políticas monetarias establecidas por el Banco Central de Costa Rica, la Asociación debe mantener una reserva de liquidez. Esta reserva de liquidez equivale al 15% del ahorro obrero, ahorro navideño, ahorro voluntario y debe mantenerse “invertida” en instrumentos financieros Banco Central de Costa Rica, exclusivamente.

2.6 Aplicación contable de los instrumentos financieros en la información financiera

2.6.1 Tratamiento contable de los instrumentos financieros.

La valuación de los instrumentos financieros de la Asociación se determina por medio del valor razonable o el costo amortizado, según se define a continuación:

Valor razonable: El valor razonable de una inversión que es negociada en un mercado financiero organizado es determinado por referencia a precios cotizados en ese mercado financiero para negociaciones realizadas a la fecha del estado de situación financiera.

Para aquellas inversiones para las que no existe un mercado financiero activo, el valor razonable es determinado, utilizando técnicas de valuación. Tales técnicas incluyen transacciones de mercado recientes entre partes interesadas y debidamente informadas que actúen en condiciones de independencia mutua; referencias al valor

razonable de otro instrumento financiero sustancialmente semejante; y el descuento de flujos de efectivo u otros modelos de valuación.

Costo amortizado: El costo amortizado es calculado, utilizando el método de la tasa de interés efectiva menos cualquier estimación por deterioro. El cálculo toma en consideración cualquier premio o descuento en la adquisición e incluye costos de la transacción, y honorarios que son parte integral de la tasa de interés efectiva.

Activos financieros

Reconocimiento y medición inicial de los activos financieros

Los activos financieros contemplados, en el alcance de NIC 39, son clasificables como activos financieros al valor razonable con cambios en resultados, documentos y cuentas por cobrar, inversiones mantenidas hasta su vencimiento. La Asociación determina la clasificación de sus activos financieros a la fecha de su reconocimiento inicial. La Asociación reconoce todos sus activos financieros, inicialmente, al valor razonable más los costos directamente atribuibles a la transacción, excepto los activos financieros valuados al valor razonable con cambios en resultados en los que no se consideran, tales costos. Las compras o ventas de activos financieros son reconocidas por la Asociación en las fechas en que realiza cada transacción, siendo la fecha de contratación, la fecha en que la Asociación se compromete a comprar o a vender un activo financiero.

Los activos financieros de ASEEY incluyen efectivo en caja y bancos, inversiones mantenidas hasta el vencimiento y documentos y cuentas por cobrar.

Medición subsecuente de los activos financieros

La medición subsecuente de los activos financieros depende de su clasificación como se describe a continuación:

Activos financieros mantenidos hasta su vencimiento: Los activos financieros no derivados con amortizaciones fijas o determinables y vencimiento definido, son clasificados como inversiones mantenidas hasta el vencimiento cuando la Asociación tiene la positiva intención y habilidad para mantenerlas hasta la fecha

de vencimiento. Después de su reconocimiento inicial, los instrumentos financieros mantenidos hasta el vencimiento son medidos al costo amortizado, utilizando el método de la tasa de interés efectiva. Las ganancias o pérdidas se reconocen en resultados cuando el instrumento financiero sea desapropiado o se haya deteriorado, así como por medio del proceso de amortización.

Deterioro de activos financieros

La Asociación evalúa a la fecha del estado de situación financiera si existe evidencia objetiva de que un activo financiero o un grupo de ellos pudieran estar deteriorados. Un activo financiero o un grupo de activos financieros es considerado deteriorado si, y solo si, existe evidencia objetiva de deterioro como resultado de uno o más eventos que han ocurrido después del reconocimiento inicial del activo financiero y que el evento de pérdida detectado tiene un impacto en los flujos de efectivo futuros estimados para el activo financiero o del grupo de activos financieros que pueda ser confiablemente estimado. La evidencia del deterioro puede incluir indicadores de que los deudores están experimentando significativas dificultades financieras, retrasos en el pago de intereses o pagos del principal, la probabilidad de que tales deudores se encuentren en un proceso de quiebra u otro tipo de reorganización financiera y cuando la información indique que existe una disminución estimable en los flujos de efectivo de la Asociación provenientes de incumplimientos contractuales.

Baja de activos financieros

Los activos financieros son dados de baja por la Asociación cuando expiran los derechos contractuales sobre los flujos de efectivo del activo financiero; o cuando transfiere el activo financiero, desapropiándose de los riesgos y beneficios inherentes al activo financiero y ha cedido los derechos contractuales de recibir los flujos de efectivo del activo financiero; o cuando reteniendo los derechos contractuales a recibir los flujos de efectivo, la Asociación ha asumido la obligación contractual de pagarlos a uno o más perceptores.

2.7 Regulaciones y restricciones de efectivo de la Asociación Solidarista:

Beneficios post-empleo: Las compensaciones que se van acumulando a favor del personal de ASEELY, de acuerdo con las disposiciones del Código de Trabajo de Costa Rica, son exigibles en caso de muerte, jubilación o despido sin causa justificada.

El porcentaje de pago por dicho concepto es de un 8,33% del promedio de los salarios devengados por el personal durante los últimos seis meses laborados por cada año laborado hasta un máximo de 8 años. El equivalente al 3% de los salarios mensuales devengados por los empleados es transferido por la Asociación al Fondo Complementario de Pensiones durante la vigencia de la relación laboral, conforme lo establece la Legislación Laboral costarricense.

Cualquier monto en exceso que deba cubrir la Asociación en una liquidación laboral, entre los importes traspasados y la liquidación definitiva calculada con base en los derechos laborales mencionados, se reconoce como un gasto del año en que ocurra.

Reconocimiento de los ingresos

La Asociación mide sus ingresos provenientes de actividades ordinarias utilizando el valor razonable de la contrapartida, recibida o por recibir, derivada de los ingresos.

Ingresos por intereses: Los ingresos por rendimientos sobre inversiones en valores se reconocen sobre los saldos promedios mensuales “invertidos”, tomando en cuenta el rendimiento efectivo del activo. Los ingresos por la medición al valor razonable de los fondos de inversión se reconocen de acuerdo con los valores de las participaciones informadas, mensualmente, por las entidades financieras que administran dichos fondos.

Los ingresos por intereses sobre préstamos otorgados a asociados y al patrono se reconocen sobre los saldos insolutos de los créditos otorgados en proporción con tiempo transcurrido, aplicando las tasas de interés pactadas en los respectivos préstamos.

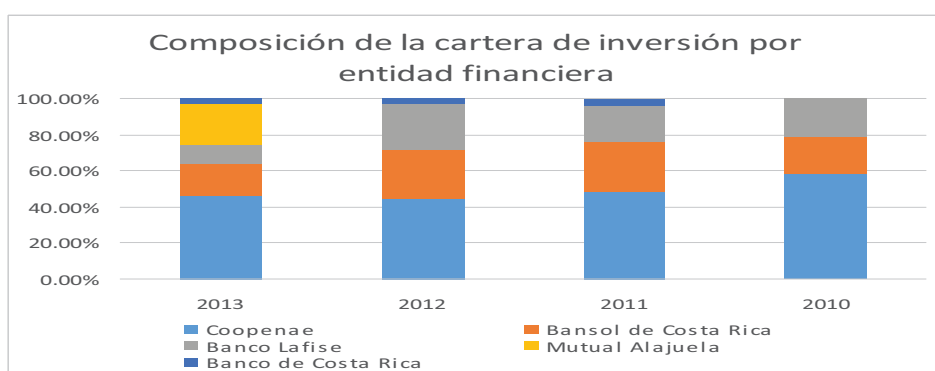
Reserva de liquidez: De acuerdo con las Regulaciones de Política Monetaria dictadas por el Banco Central de Costa Rica (Ley 7 758 del 27 de noviembre de 1995), las Asociaciones Solidaristas deben mantener una reserva de liquidez sobre la totalidad de los aportes de los trabajadores y por captación de ahorro voluntario realizado por los asociados. El porcentaje a reservar es de un 15% de los ahorros personales de los asociados.

Impuestos: De acuerdo con el artículo 3 de la Ley del Impuesto sobre la Renta y el artículo 6 del Reglamento de esta Ley, las Asociaciones Solidaristas están exentas del pago del impuesto sobre la renta. Sin embargo, conforme con el artículo 23 de la Ley antes mencionada, las Asociaciones Solidaristas deben fungir como agentes retenedores del impuesto de renta, la retención (5%) será practicada sobre los excedentes pagados a los asociados.

2.8 Composición de la cartera de inversión en ASEEY

La cartera de inversión de la Asociación Solidarista se ha centrado en unas pocas entidades financieras, tanto públicas como privadas y en cooperativas de ahorro y crédito; a continuación se presenta el reparto de las inversiones en las diferentes entidades al 30 de setiembre de cada año:

Figura 4. Composición de la cartera por entidad financiera

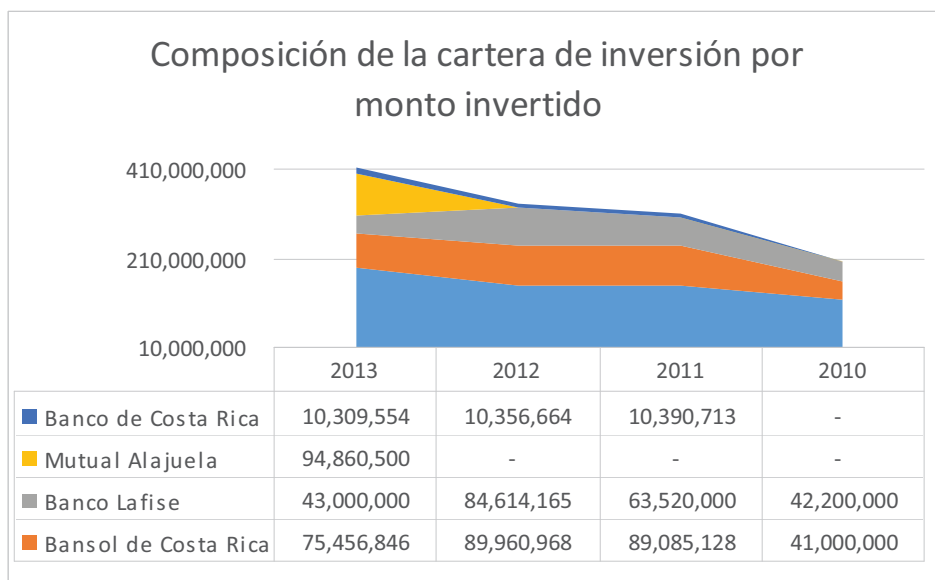


Fuente: Elaboración propia

Se tiene invertido en las diferentes entidades financieras, en una proporción centrada en las Coopenae, en donde se ha concentrado entre un 58% en el 2010 y un 46% en el 2013, y nuevas inversiones que se han ido realizando en inversores en

los que ASEEY no había invertido anteriormente. A continuación se presenta un gráfico con la distribución de la cantidad invertida por entidad financiera:

Figura 5. Composición de la cartera por monto invertido



Fuente: Elaboración propia

Es importante mencionar que el 100% de las inversiones corresponden a certificados de depósito a plazo (CDP), entre los 3 meses y un año para su vencimiento, porque la política de inversión de la Asociación ha sido hasta la fecha invertir a la vista y evitar correr algún tipo de riesgo que pueda generar alguna pérdida del principal movilizado.

2.9 Identificación de las inversiones mantenidas por entidad financiera

2.9.1 Inversión mantenida en el Banco de Costa Rica (BCR)

El certificado de depósito a plazo que tiene ASEEY con el Banco de Costa Rica fue realizado por un periodo de un año con las siguientes características:

Monto	10 309 554
Fecha Inicio	15/03/2013
Vencimiento	14/03/2014
Tasa Fija	8,34%

2.9.2 Inversión mantenida en el Banco Lafise

Con esta entidad financiera ASEEY mantiene dos Certificados de Depósitos a Plazo por un periodo de un año cada uno, los cuales son los siguientes:

Monto	20 720 721	22 279 279
Fecha Inicio	17/09/2013	17/08/2013
Vencimiento	16/09/2014	16/08/2014
Tasa Fija	8,00%	8,34%

2.9.3 Inversión mantenida en el Banco de Soluciones (BANSOL)

Los certificados de depósitos a plazo que tiene ASEEY con el Banco de Soluciones BANSOL fueron realizados por un periodo de un año con las siguientes características:

Monto	21 754 700	22 005 636	11 696 510	20 000 000
Fecha Inicio	01/10/2012	02/09/2013	24/09/2013	17/09/2013
Vencimiento	01/10/2013	02/09/2014	24/09/2014	17/09/2014
Tasa Fija	10,00%	7,05%	7,05%	7,05%

2.9.4 Inversión mantenida en Grupo Mutual Alajuela – La Vivienda

Se tienen certificados de depósitos a plazo con el Grupo Mutual que fueron realizados por un periodo de un año con las siguientes características:

Monto	20 000 500	54 860 000	20 000 000
Fecha Inicio	27/12/2012	12/08/2013	16/09/2013
Vencimiento	27/12/2013	12/08/2014	16/09/2014
Tasa Fija	8,75%	7,15%	7,15%

2.9.5 Inversión mantenida en Coopenae

Los certificados de depósitos a plazo que tiene ASEEY con el Coopenae fueron realizados por un periodo de un año con las siguientes características:

Monto	49 240 938	46 852 364	74 864 688	20 000 000
Fecha Inicio	27/06/2013	20/03/2013	20/12/2012	16/09/2013
Vencimiento	27/06/2014	20/03/2014	20/12/2013	16/09/2014
Tasa Fija	11,75%	12,50%	13,75%	11,75%

2.10 Evaluación de la cartera de inversión actual

Rendimiento histórico.

Para realizar la evaluación de la cartera de inversión que actualmente tiene la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst and Young, S.A. (ASEEY); se obtuvo las tasas de interés históricas de cada una de las entidades financieras en las que ASSEY mantiene inversiones en depósitos a plazo, considerando los periodos de vencimiento de cada título, además para fines comparativos se toma como base las tasas de interés históricas diarias del Banco Central de Costa Rica para las inversiones en depósitos a plazo por medio de Central Directo, para los últimos 5 años terminados el 30 de setiembre del 2013. El análisis realizado corresponde al rendimiento histórico de las inversiones en CDP por cada entidad financiera en la que se tiene inversión actualmente, los resultados son los siguientes:

	BCCR	BCR	LAFISE	BANSOL	Coopenae	Mutual - Alajuela
Rendimiento Anual	6,46%	7,56%	8,97%	8,98%	11,04%	9,86%

Al realizar el análisis de rendimiento promedio de los últimos cinco años, se observa que el rendimiento promedio generado por las entidades financieras en las que se tienen invertido actualmente es superior al entregado por el Banco Central de

Costa Rica, es importante mencionar que en el caso de Coopenae no se aplica la deducción del 8% de renta a las ganancias a las utilidades financieras.

Desviación Estándar

La desviación estándar que corresponde a la medida del grado de dispersión de los datos con respecto al valor promedio, en este caso se refiere a la de las tasas de interés de las inversiones en certificados de depósitos a plazo, en las entidades financieras en las que actualmente se invierte, la misma es obtenida con la tasa de interés diaria de los últimos cinco años, a continuación se presentan los resultados:

	BCCR	BCR	LAFISE	BANSOL	Coopenae	Mutual - Alajuela
Desviación Estándar	1,31%	1,49%	1,88%	1,88%	1,47%	1,55%

En la observación se demuestra que las tasas de interés más variables según su desviación estándar corresponde a la de Banco Lafise y a la del Banco de las Soluciones con una dispersión de un 1,88% y la menos variable corresponde a la del Banco Central de Costa Rica la cual es la base de mercado y en las que se invierte actualmente la de menos desviación estándar corresponde a Coopenae con un 1,47%.

Coeficiente de variación.

Para definir más la relación entre el tamaño de la media y la variabilidad de los datos de los rendimientos, se obtuvo el coeficiente de variación de las entidades financieras, el cual fue calculado como el resultado de realizarla división de la desviación estándar entre el rendimiento promedio anualizado; a continuación se representan los resultados obtenidos:

	BCCR	BCR	LAFISE	BANSOL	Coopenae	Mutual - Alajuela
Coeficiente de variación	20,36%	19,76%	20,98%	20,90%	13,28%	15,77%

Con lo obtenido en el resultado, se demuestra que los valores son relativamente homogéneos y las variaciones no son muy significativas de un mes a otro en cuanto a las tasas de interés.

Razón Alfa y Beta

Para evaluar la volatilidad y el riesgo década una de las inversiones en certificados de depósitos a plazo, para ello se calcula el Beta como medida de volatilidad en los rendimientos y la medida Alfa para evaluar el riesgo de esta, se presentan en seguida los resultados de las medidas mencionadas:

	BCCR	BCR	LAFISE	BANSOL	Coopenae	Mutual – Alajuela
BETA	1,00	1,06	1,35	1,35	0,99	0,44
ALFA	0,0000	0,0074	0,0024	0,0028	0,0466	0,0699

El BCCR al ser la base de medición como libre de riesgo en el Beta mantiene un uno, porque la volatilidad de esta es sobre sí misma y en el caso del Alfa el nivel de riesgo es 0 por ser tomado en cuenta como la tasa libre de riesgo para la evaluación de los certificados de depósitos a plazo. Con base en los resultados anteriores vemos que el instrumento más volátil es el de Mutual Alajuela La Vivienda y, por ello, en el indicador Alfa presenta el número más alto de los obtenidos. Y el de menos volatilidad, corresponde al del Banco de Costa Rica, que tiene un Beta de 1,06 y un Alfa de 0,0074, que lo ubica como el título de menor riesgo de los que, actualmente, se tienen en la cartera de inversión.

Ratio de Sharpe

Este ratio muestra la medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión, la cual se calcula de la siguiente manera:

$$S = \frac{E[R - R_f]}{\sigma}$$

Donde:

S: Ratio Sharpe

R: Rendimiento de la inversión

Rf: Rendimiento de la inversión referencia (en este caso la del BCCR)

$E(R-R_f)$: es el valor esperado del exceso de rendimiento de inversión comparado con el retorno de la inversión de referencia

σ : Desviación estándar

	BCR	LAFISE	BANSOL	Coopenae	Mutual Alajuela
Sharpe	0,74	1,33	1,34	3,12	2,19

Los datos muestran que el Certificado de Depósitos a Plazo que según la medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión es la de Coopenae ya que el ratio de Sharpe es de 3.12 siendo el más alto de las otras inversiones.

Relación Teynor

Para calcular una medida de los rendimientos obtenidos en exceso de lo que podría haber sido ganados con una inversión que no tiene ningún riesgo diversificable, se calcula la relación de Treynor, los resultados son los siguientes:

	BCR	Lafise	BANSOL	Coopenae	Mutual-Alajuela
Treynor	1,04%	1,86%	1,87%	4,64%	7,66%

Con base al resultado del ratio de Treynor se observa que la mejor inversión en CDP que se tiene es la de Mutual Alajuela (7,66%) seguida por COPENAE (4,64%), lo que hace que las inversiones sean las que más rendimientos generan con respecto al riesgo asociado de cada una de las inversiones.

Evaluación del portafolio de inversión

Calculando el indicador Beta del portafolio, con base en el producto de las Betas de cada una de las inversiones y con base en la participación de los CDP dentro del portafolio de inversión.

Modelo	Composición	Porcentaje de rentabilidad promedio	Beta
Banco de Costa Rica	2,49%	7,56%	1,06
Banco Lafise	10,37%	8,97%	1,35
BANSOL	18,20%	8,98%	1,35
Coopenar	46,06%	11,04%	0,99
Mutual Alajuela	22,88%	9,86%	0,44
	100%	Beta Portafolio	0,97

El rendimiento del portafolio bajo revisión es obtenido como el producto, según las participaciones de los CDP en el portafolio y los rendimientos anualizados de cada uno, se obtiene que la cartera de inversión tiene un rendimiento promedio de:

Rendimiento del Portafolio 7,83%

El rendimiento del portafolio es superior en 1,38% al del mercado aquí definido como el rendimiento de las inversiones en Central Directo.

En el caso de las dispersiones de los rendimientos, se calcula la desviación estándar de los rendimientos de las inversiones de los CDP, la cual corresponde a:

Desviación estándar 1,69%

Además se con base a Treynor el reparto de los rendimientos con base al riesgo asociado de la inversión es de 1,42%, y que con base en la unidad de riesgo según Sharpe el portafolio genera un 0,81.

Sharpe	0,81
Treynor	1,42%

El portafolio de inversión es muy volátil por la tasa que corresponde a Coopenae, la cual ha variado, constantemente, en el tiempo y de manera significativa; además, la cartera es poco riesgosa en cuanto a riesgo crediticio.

**Capítulo III. Instrumentos financieros de inversión del mercado costarricense:
tipos, características y rendimientos**

3.1 Entidades financieras

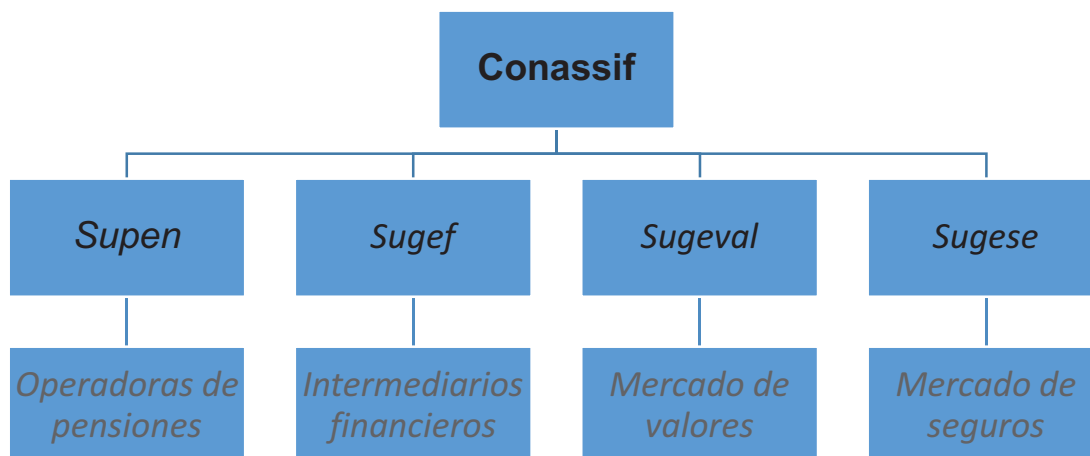
Para conocer los tipos de inversiones que pueden realizarse en Costa Rica, es importante también conocer acerca de la composición del mercado financiero nacional, tanto su historia como su estructura, la cual se muestra a continuación.

3.2 Organización del Sistema Financiero de Costa Rica

El sistema financiero es un conjunto de instituciones y participantes que generan, captan, administran y dirigen el ahorro de los inversionistas. Se rige por las legislaciones que regulan las transacciones de activos financieros y por los mecanismos e instrumentos que permiten la transferencia de estos entre ahorrantes e inversionistas.

En Costa Rica la supervisión del sistema financiero está a cargo de cuatro superintendencias las cuales son:

Figura 6. Organigrama del sistema financiero



Fuente: Superintendencia General de valores.

Supen (Superintendencia de Pensiones): es la encargada de supervisar las operaciones relacionadas con el mercado de pensiones.

Sugef (Superintendencia General de Entidades Financieras): esta entidad supervisa las financieras, mutuales, cooperativas, bancos y demás entidades que realizan intermediación financiera.

Sugeval (Superintendencia General de Valores): Supervisa a las entidades que realizan intermediación bursátil y otros participantes del mercado. Esta tiene la regulación de la “Ley Reguladora del Mercado de Valores” (Ley 7 732), la cual fue publicada en el diario oficial La Gaceta número 18 del 27 de enero de 1998.

Sugese (Superintendencia General de Seguros): Encargada de supervisar las entidades comercializadoras de seguros.

Las superintendencias están bajo la dirección del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conasiff).

El Conasiff es el órgano responsable de aprobar los reglamentos aplicados al sistema financiero costarricense y las políticas generales que rigen a las cuatro superintendencias.

La Junta Directiva del Conasiff está conformada por:

- Cinco miembros (no funcionarios públicos), designados por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica por un periodo de 5 años -reelección por una sola vez.
- El Ministro de Hacienda o, en su ausencia, un Viceministro de esa cartera.
- El Presidente del Banco Central de Costa Rica o el Gerente.
- Los Superintendentes (Sugef, Supen, Sugeval y Sugese) asisten a las sesiones del Consejo, con voz pero sin voto.

En este caso nos centraremos en la Sugeval y en la Sugef que son las entidades que se encuentran relacionadas con el mercado de inversiones en Costa Rica.

En el mercado de valores participan:

- Los emisores de valores

- Los intermediarios de valores, que son los puestos de bolsa y las sociedades administradoras que ofrecen sus fondos de inversión
- Las Bolsa de Valores
- Los inversionistas
- Las calificadoras de valores
- Las entidades de custodia
- El regulador del mercado de valores
- Los proveedores de precios

Emisores de valores: Son las empresas o fideicomisos que ofrecen emisiones de valores a la venta para captar ahorros del público inversionista para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo para su operación normal.

Los emisores pueden ofrecer distintos tipos de emisiones:

- De renta fija: son los valores emitidos por empresas e instituciones públicas, que representan préstamos que éstas reciben de los inversionistas. No confiere derechos políticos, sino solo derechos económicos por percibir los intereses pactados y a recibir la totalidad o parte del capital “invertido” en una fecha dada. En este tipo de valores, los intereses se establecen:
 - a. Fijos desde el momento de la emisión y hasta su vencimiento
 - b. Referenciados a determinados indicadores
 - c. Otros tipos de interés (TBP, Libor, Prime, etc.)
 - d. Índices bursátiles (S&P, DOW, IBEX, CAC, etc.)
 - e. Evolución de una determinada acción, bono, índice, etc.
 - f. Cupones: importe de pagos periódicos de los intereses pactados (trimestral, mensual, anual, etc.)
 - g. Cero cupón: intereses se abonan al vencimiento junto con el principal
- De renta variable: se caracterizan por ser activos que representan la parte alícuota de un capital. Su rendimiento depende del volumen de beneficios que obtenga la sociedad o el fondo, y de su política de distribución. Ejemplos: las acciones y las participaciones de los fondos de inversión.

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).

Bolsas de Valores

Son entidades, que 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 y 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.

Puestos de bolsa

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

- 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 este
- Administrar carteras individuales de inversión.

Los inversionistas

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

Entidades de custodia

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 que le fueron entregados para su custodia.

Sociedades calificadoras de riesgo

Son entidades autorizadas por la Sugeval, para emitir calificaciones de riesgo de los valores. Las calificaciones de riesgo son una opinión técnica y objetiva sobre la capacidad de pago de un emisor, expresada mediante una escala de letras y números, que se obtiene a partir de una metodología que debe ser inscrita ante la Superintendencia.

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.

El Regulador del mercado

Es la entidad responsable de la regulación y supervisión del mercado de valores y de velar por su buen funcionamiento. En Costa Rica, dicha supervisión está a cargo de la Superintendencia General de Valores.

Su principal misión es la protección al inversionista, por medio de la transparencia, la

correcta formación de precios y la difusión de información suficiente y oportuna. Algunas de las funciones que la Ley Reguladora del Mercado de Valores encomienda a la Sugeval son:

- Emitir normativa
- Supervisar la oferta pública de los valores
- Autorizar los participantes y los productos del mercado de valores
- Supervisar el cumplimiento de la normativa
- Suspender o revocar la autorización y establecer las sanciones en el marco de la Ley reguladora del Mercado de Valores
- Suministrar información al público para la toma de decisiones.

Productos que ofrece el mercado de valores

A continuación se presentan las opciones que brinda el Mercado de Valores de Costa Rica, para un inversor:

1. Emisiones de Deuda

Estas emisiones surgen de la necesidad de financiar capital de trabajo, proyectos de expansión, diversificación u otras actividades productivas, por parte de las empresas privadas o las entidades estatales.

En el caso de las entidades públicas, el mecanismo de emisión está dirigido, principalmente, al financiamiento del gasto público, al desarrollo de proyectos de infraestructura y a Operaciones de Mercado Abierto (OMA) por parte del Banco Central de Costa Rica, para disminuir la cantidad de dinero circulante en la economía.

En el Registro Nacional de Valores e Intermediarios que mantiene la Superintendencia General de Valores aparecen inscritas emisiones de deuda de papel comercial y de bonos. La diferencia fundamental entre ambos instrumentos se relaciona con el plazo de inversión, en el primer caso, es a corto plazo (menos de 360 días) y, en el segundo, a largo plazo (a más de un año).

Estos se dividen en: Bonos (de gobiernos o empresas privadas nacionales o extranjeras) y papel comercial.

- Bonos

A través de este instrumento, el emisor público o privado se compromete a devolver al inversionista -en una fecha pactada- el monto que invirtió, además del pago de intereses, los cuales cancelará en forma periódica. Esta tasa de interés llamada tasa de interés nominal se cancela generalmente, con frecuencia trimestral o semestral. Sin embargo, puede realizarse también mensual o anual.

Estas condiciones ya están definidas en el momento de emitir los bonos, en otras palabras las características se conocen cuando estos salen al mercado por primera vez.

El mercado de valores, como cualquier otro mercado, responde a las condiciones de oferta y demanda de valores. Uno de los factores que afecta el mercado de bonos es el cambio en las tasas de interés. Si se presenta aumento o disminución en las tasas de interés y una empresa desea salir a vender bonos, debe ofrecer una tasa que sea atractiva de acuerdo con la tendencia que se presenta en el mercado en ese momento.

Si un inversionista que ya tiene un bono desea venderlo en el mercado y este posee una tasa de interés más alta que la del mercado en ese momento, el precio del bono aumentaría pues existen más compradores dispuestos al adquirirlo.

Por otra parte, si la tasa de interés del bono del inversionista es más baja que la del mercado en ese momento, el precio de éste bajaría, al existir otros bonos en el mercado con una tasa de interés más alta y, por ende, más competitiva.

- Papel Comercial

Como antes se indicó, este es un instrumento de deuda de corto plazo ya que, a diferencia de las emisiones de bonos, su vencimiento es menor a un año. Puede adquirirse con cupones de interés (o sin ellos, cero cupón), cuya última opción es la más común en el mercado.

Al adquirir un título cero cupón el rendimiento que genera el instrumento se percibe en el momento de su vencimiento.

2. Acciones

Las acciones son otro mecanismo de financiamiento para las empresas. Por medio de este instrumento el inversionista es propietario de una parte del capital social de la empresa, lo que lo convierte en socio de esta.

De acuerdo con la legislación costarricense, las acciones deben ser nominativas (identificar a su titular) y registradas en un libro de accionistas. En general, existen dos tipos de acciones: las acciones comunes y las preferentes.

- Acciones comunes

Las acciones comunes son aquellas que le dan al inversionista derecho a voz y a voto en las asambleas de accionistas.

La rentabilidad percibida está dada en términos de dividendos y ganancias de capital. Los dividendos recibidos y la periodicidad de su pago van a depender de las políticas definidas por la junta directiva y podrán pagarse en efectivo o con acciones; sin embargo, el primer caso es el más común.

Las ganancias de capital son consideradas como la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de la acción. Sin embargo, puede suceder que al momento de su venta el precio sea inferior al de su compra con lo que se percibiría una pérdida de capital.

- Acciones preferentes

Los accionistas propietarios de acciones preferentes, al igual que los de comunes, son dueños de una parte del capital social de la empresa. Sin embargo, estos últimos tienen asegurado un dividendo anual mínimo o algún otro tipo de preferencia; mientras que los accionistas comunes percibirán dividendos una vez que sean cumplidas las obligaciones con los preferentes. Esta característica hace que se vean con cierta similitud a los bonos, ya que tienen derecho a un pago en un monto fijo.

3. 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.

A diferencia de lo que ocurre cuando uno “mete” su dinero en una cuenta corriente, al invertir en un fondo de inversión, el inversionista pasa a ser copropietario de todos los valores en que ha invertido el fondo. Por esa razón, su inversión depende de lo que ocurra con el precio de los títulos o de los activos que en su nombre ha comprado el fondo de inversión.

De acuerdo con la normativa vigente, los fondos de inversión pueden ser administrados de manera exclusiva por las sociedades administradoras de fondos de inversión.

Antes de invertir, el inversionista debe ubicar claramente el tipo de fondo de inversión que se adapte a sus recursos y necesidades. Adicionalmente, es de vital importancia que antes de tomar su decisión consulte el prospecto del fondo, el cual le permitirá conocer todas las características asociadas a este.

Clasificación

1. Por la naturaleza de los 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.

2. Por 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.

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

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, sino que deberán negociarse en el mercado secundario.

3. Por objetivo de inversión

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

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

Crecimiento: fondo de inversión en el que se capitalizan los rendimientos, buscando aumentar el capital inicial de inversión y que, por lo tanto, no entrega beneficios periódicamente.

3.3 Productos de inversión que ofrece el mercado en las entidades financieras

A continuación se hace mención de las opciones de inversión que ofrecen las entidades financieras en sus plataformas de servicios:

1. Certificados de depósitos a plazo

Un depósito a plazo es un monto de dinero que se deposita por un plazo definido de antemano, sobre el cual se recibe un rendimiento determinado desde la

fecha inicial del depósito. Históricamente, se ha relacionado el certificado de depósito a plazo con un título valor.

- *Materializados:* Este es un certificado de inversión que es impreso en un papel legal de la entidad financiera, el cual representa el valor del título y que es canjeable en el momento de su redención.
- *Desmaterializados:* Este es un certificado de inversión que no requiere la impresión de un título valor y sus cupones, por lo que todo es manejado electrónicamente.

2. Certificados de deposito a plazo exentos de impuesto de renta

Existen las opciones de certificados de depósitos a plazo que están exentos del pago del impuesto de renta a las ganancias financieras, y estos tienen las mismas características que los certificados de depósitos a plazo simples, solo que son aplicables para bancos estatales y cooperativas.

3.4 Evaluación del mercado de valores de Costa Rica

3.4.1 Estructura Legal del Mercado de Valores

A pesar de que el mercado bursátil de Costa Rica tiene más de 20 años de existencia, el pilar de su estructura legal se encuentra en la Ley Reguladora del Mercado de Valores 7 201, del 29 de octubre del 1990. En este instrumento, se crea la Comisión Nacional de Valores como órgano rector del mercado y se establecen las disposiciones relacionadas con:

- La promoción y regulación del mercado en general (capítulos I y II),
- de las bolsas de valores (capítulo III),
- de las Centrales para el Depósito de Valores (capítulo IV),
- de los Puestos de Bolsa (capítulo V),
- de los Agentes de Bolsa (capítulo VI),
- de las Sociedades de Inversión (capítulo VII),
- de las Sociedades Anónimas de Capital Abierto (capítulo VIII),

- de los Incentivos Fiscales para las Sociedades Anónimas de Capital Abierto y sus Socios (capítulo IX),
- de las Obligaciones (capítulo X),
- de los Contratos de Bolsa (capítulo XI) y de la Liquidación de Operaciones (capítulo XII)

Sin embargo, en la actualidad, se ha emitido en la Asamblea Legislativa un Dictamen Afirmativo de Mayoría por parte de la Comisión Especial para que dictamine y recomiende la legislación necesaria para modernizar el sistema financiero y bancario nacional, en el cual se propone una Reforma Global a la Ley Reguladora del Mercado de Valores con el propósito de incentivar el desarrollo del mercado accionario y de capitales de largo plazo.

Adicionalmente, el ente regulador costarricense ha emitido un Reglamento de Procedimientos de la Comisión Nacional de Valores, que entró en vigencia el 17 de mayo, 1994 en el cual se norman Disposiciones Generales en su primer capítulo, pero además las Sanciones e Intervenciones (capítulo II), las Apelaciones (capítulo III), las Denuncias (capítulo IV) y demás disposiciones finales (capítulo V).

En Costa Rica, la Comisión Nacional de Valores (CNV) es un órgano de desconcentración máxima del Banco Central de Costa Rica, que goza de plena independencia a nivel administrativo, pero no en el área financiera. A diferencia de otros países, la CNV obtiene todos sus recursos financieros por parte del Banco Central y los entes regulados no participan en el financiamiento de sus actividades. A pesar de ello ha logrado ir desarrollando una infraestructura que le ha permitido absorber paulatinamente las funciones designadas en la ley y ha suscrito convenios de cooperación internacional con la Securities Exchange Commission de los Estados Unidos y las entidades equivalentes en España, Chile, Argentina, México, Colombia, Bolivia, Ecuador, Panamá, El Salvador y Paraguay.

Costa Rica cuenta con dos Bolsas de Valores. La primera en establecerse fue la Bolsa Nacional de Valores (BNV), la cual opera hace 21 años. A principios de la presente década, apareció la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica (BEVCR). Ambas bolsas poseen sus propios reglamentos internos, donde se presentan tanto disposiciones generales como específicas relacionadas con los objetivos y potestades de las bolsas, las funciones de los órganos administrativos, los recursos

de revocatoria y apelación, los puestos de bolsa, los agentes de bolsa, los registros de operaciones bursátiles, los mercados de títulos inscritos y no inscritos, y de sus emisores, las operaciones bursátiles, las liquidaciones, el régimen de publicidad y autorización de oferta pública, las centrales de valores, los regímenes de fiscalización y sanciones entre otros.

A pesar de que estos reglamentos han estado continuamente sujetos a reformas importantes, la figura de la autorregulación de las bolsas de valores ha sido desarrollada a lo largo de muchos años, por lo que el legislador la ha incorporado como un elemento fundamental de la estructura normativa del mercado de valores costarricense.

Organización del Mercado

Como ya se indicó, Costa Rica cuenta con dos bolsas de valores (BNV y Bevcr) reguladas por medio de la CNV. Con lo que respecta a la BNV, en la actualidad un total de 29 puestos de bolsa operan por medio de sus sistemas, los cuales se encuentran automatizados en un 100%. Estos puestos de bolsa tienen inscritos ante la BNV aproximadamente 235 corredores de bolsa, quienes realizan operaciones bursátiles durante sesiones diarias de cuatro horas. Estas mismas casas de bolsa constituyen por medio de la Cámara de Concesionarios de Puestos de Bolsa de la Bolsa Nacional de Valores (Cambolsa) los accionistas mayoritarios de la BNV que, a la vez, es propietaria de la Central de Valores de Costa Rica (Ceval), institución depositaria que ha establecido relaciones con clearing houses internacionales como Cedel (Luxemburgo) y Euroclear (Bélgica) y que para 1996 custodiaba más de US\$1 800 mm.

En cuanto al procedimiento de acreditación de agentes corredores de bolsa, la BNV exige la culminación de un curso de formación de agentes de bolsa impartido por instituciones por ella autorizadas. Luego de finalizar este requisito de aproximadamente 11 meses se aplican dos pruebas adicionales antes de ser ratificados por la Junta Directiva de la BNV.

En relación con la Bevcr, existen 14 puestos de bolsa concesionarios y cerca de 65 corredores inscritos, que operan también en sesiones diarias de cuatro horas, 100% automatizadas. Se desconoce si existe algún tipo de agrupación que

congregue a estas casas de bolsa y, a diferencia de la BNV, la Bevcr imparte sus propios cursos de capacitación a sus agentes de bolsa. Finalmente, el proceso de inscripción de empresas emisoras se realiza por medio de la CNV, pero cada bolsa se reserva el derecho de negociación por intermedio de sus sistemas. Recientemente, el número de inscripciones y colocaciones vigentes ascendía a 120 empresas.

Estructura de mercado

En el agregado, el mercado de valores en Costa Rica experimenta sesiones bursátiles con volúmenes promedios de transacción cercanos a los US\$72 mm diarios. A manera de información y tomando en cuenta la problemática de comparación entre los volúmenes por bolsa, la BNV transa cerca de US\$64 mm por sesión mientras que la Bevcr negocia aproximadamente US\$8 mm. Cabe destacar que para los países donde existen dos bolsas de valores, Costa Rica es, tal vez, el lugar donde la estructura de las transacciones es más homogénea.

En promedio, un 63% de las operaciones registradas se realizan por medio de los sistemas de negociación de mercado primario, específicamente impulsado por colocaciones del sector público quien concentra cerca del 95% de todas las transacciones, tanto en el mercado primario como en el secundario. En particular, Costa Rica ha desarrollado esquemas de colocación de títulos del Ministerio de Hacienda y el Banco Central que agilizan la captación masiva de estas instituciones, lo que provoca, simultáneamente, un desplazamiento de las colocaciones del sector privado.

A causa de lo anterior, casi el 100% de las negociaciones se realizan por medio de instrumentos de deuda, con una participación cada vez más importante de títulos con renta variable, los cuales pueden concentrar cerca del 30% de las obligaciones emitidas. El desarrollo del mercado accionario, pese a ser el más grande del área, es realmente pequeño y motivado, principalmente, por incentivos de índole fiscal. En materia relacionada con la capacidad de invertir en instrumentos denominados en monedas diferentes al colón costarricense, este mercado de valores realiza tres transacciones en dólares de cada 10 transacciones efectuadas y ha logrado registrar operaciones con títulos emitidos en el exterior por más de US\$200 mm durante el año pasado, cifra que se espera duplicar para el presente año.

Finalmente, en Costa Rica, cerca del 65% de las operaciones se realizan con vencimientos inferiores a 90 días y un 90% inferiores a un año. Las transacciones por encima de los 360 días han venido creciendo durante los últimos años por medio de los denominados Títulos de Propiedad Tasa Básica emitidos por el Ministerio de Hacienda, especialmente los que tienen vencimiento a 15 años.

Además de los títulos Tasa Básica antes mencionados, los instrumentos más utilizados son los Títulos de Propiedad también emitidos por el Ministerio de Hacienda, los Certificados de Depósito emitidos por los bancos propiedad del Estado, los Certificados de Inversión ofrecidos por el sector privado y las operaciones de recompra denominadas tanto en dólares como en colones y con garantías de títulos valores locales e internacionales.

Metodologías de valoración

Durante aproximadamente 17 o 18 años, la BNV utilizó la metodología de interés simple para calcular el valor presente de los flujos futuros establecidos por los títulos valores. Es hasta hace pocos años y coincidiendo con la aparición de la Bevcr que se empezó por utilizar de manera generalizada la metodología de interés compuesto, particularmente justificada con la introducción en el medio de títulos valores con vencimientos en periodos muy superiores a un año plazo.

No obstante, que ambas bolsas utilizan la misma metodología de valoración, cada bolsa utiliza un factor de puja diferente. En el caso de la BNV se aplica la tasa de interés nominal como mecanismo más generalizado, y se entiende por interés nominal aquel que no contempla la periodicidad de pagos interanuales especificados en los títulos valores.

Por su parte, la Bevcr utiliza un concepto más cercano a lo que se denomina la tasa efectiva equivalente, es decir, aquel rendimiento que incorpora la información relacionada con la periodicidad de pago de intereses en los títulos valores y la convierte en una periodicidad estándar de un solo pago al año.

Para los títulos valores mayores a un año, las bolsas han decidido adoptar como factor de puja el precio del instrumento, y se entiende como precio la relación

que existe entre el valor presente de los flujos y el valor facial del título valor. Sin embargo, en este caso, no existe una estandarización entre el tratamiento de los intereses acumulados de los títulos en la fecha de operación, lo que dificulta la comparación de las cotizaciones.

Por último, es interesante verificar el tratamiento de las operaciones de reporto en Costa Rica en relación con algunos de los demás países del área, particularmente por la importancia de estas operaciones en otros mercados. En Costa Rica, las recompras son utilizadas como opciones de financiamiento de corto plazo que pueden ser acezadas por cualquier agente económico (físico o jurídico) que posea un título valor con un plazo al vencimiento más grande que el plazo durante el cual necesita el financiamiento transitorio, y que esté dispuesto a colocarlo como garantía de la operación.

Sin embargo, el monto de dinero que pueda recoger será una fracción del valor del mercado en el momento de la transacción del título puesto en garantía. Si, por alguna circunstancia del mercado, el valor de la garantía desciende, el inversionista que compró la recompra puede exigir ante la bolsa de valores que se añada una garantía adicional por parte del dueño original del título en garantía con el objetivo de volver a establecer las condiciones originales con las que fue pactada la operación. Como podrá verificarse, en otros mercados de valores, los sistemas de garantía no funcionan como el descrito anteriormente, lo que genera algunos problemas discutidos en el tercer capítulo del presente documento.

Costos de Intermediación

Como último ingrediente de esta visión preliminar del Mercado de Valores de Costa Rica, se presenta a continuación algunos de los principales componentes de los márgenes de intermediación bursátil.

En primera instancia, ambas bolsas aplican sistemas de cargos por servicios diferentes entre sí. Para el caso de la BNV, los costos cargados a los puestos de bolsa por concepto de utilización de los sistemas están estructurados de manera análoga tanto para el mercado primario como para el secundario. En ese sentido, la BNV aplica una comisión del 0,075% anualizada sobre el valor transado de las operaciones realizadas por el puesto de bolsa. A diferencia de lo anterior, la BEVCR

aplica por este tipo de servicios tarifas diferentes, dependiendo si las operaciones son de mercado primario o secundario.

En particular, para poder acceder el mercado primario los puestos de bolsa deberán cancelar mensualmente a la Bvcr la suma de US\$2 950 al mes, mientras que para transacciones en el mercado secundario aplican una tarifa de 50 colones por cada Colón de valor transado.

En materia de costos de custodia de títulos valores, la Central de Valores de Costa Rica Ceval ha establecido una escala de comisiones que oscilan desde un 0,0014% hasta un 0,005%, dependiendo del plazo, el monto y de si el título valor es emitido por un ente local o internacional.

Para terminar, ambas bolsas de valores han liberalizado el esquema de comisiones que los puestos de bolsa puedan cargar a sus inversionistas, y que los emisores de títulos valores pagan a los colocadores de sus títulos en el mercado primario. En ese sentido, el porcentaje más típico de comisión cargado al inversionista es del 0,8% anualizado sobre el valor transado, mientras que en el lado de los emisores oscilan entre un rango de 0% (como es el caso de los entes estatales) hasta un 1%, dependiendo del título valor emitido.

Antes de finalizar con el caso de Costa Rica, es importante recalcar que las condiciones anteriormente citadas cambian frecuentemente, según sean las circunstancias del mercado, y que el objetivo de presentarlas no está dirigido a buscar una valoración exacta del costo de intermediación, sino de evidenciar la dificultad de realizar esa tarea y presentar la diversidad de mecanismos que son utilizados, aún por bolsas establecidas en un mismo país.

Capítulo IV. Propuesta de mejora de la gestión de la cartera de inversión, basado en la medición del riesgo y rentabilidad

4.1. Presentación del escenario

En este capítulo se hace la presentación del escenario para la evaluación del de la cartera de inversión en cuanto a riesgo y el rendimiento; en donde con base a la teoría del portafolio de Markowitz se evaluará una cartera de inversión que sea óptima y rentable para la Asociación Solidarista en cuanto a su rendimiento como a su nivel de riesgo.

4.1.1. Propuesta de mejora del de la cartera de inversión en cuanto a rendimiento

Se evaluará según la teoría del portafolio, una cartera diversificada con diferentes títulos, los cuales se mencionan en seguida:

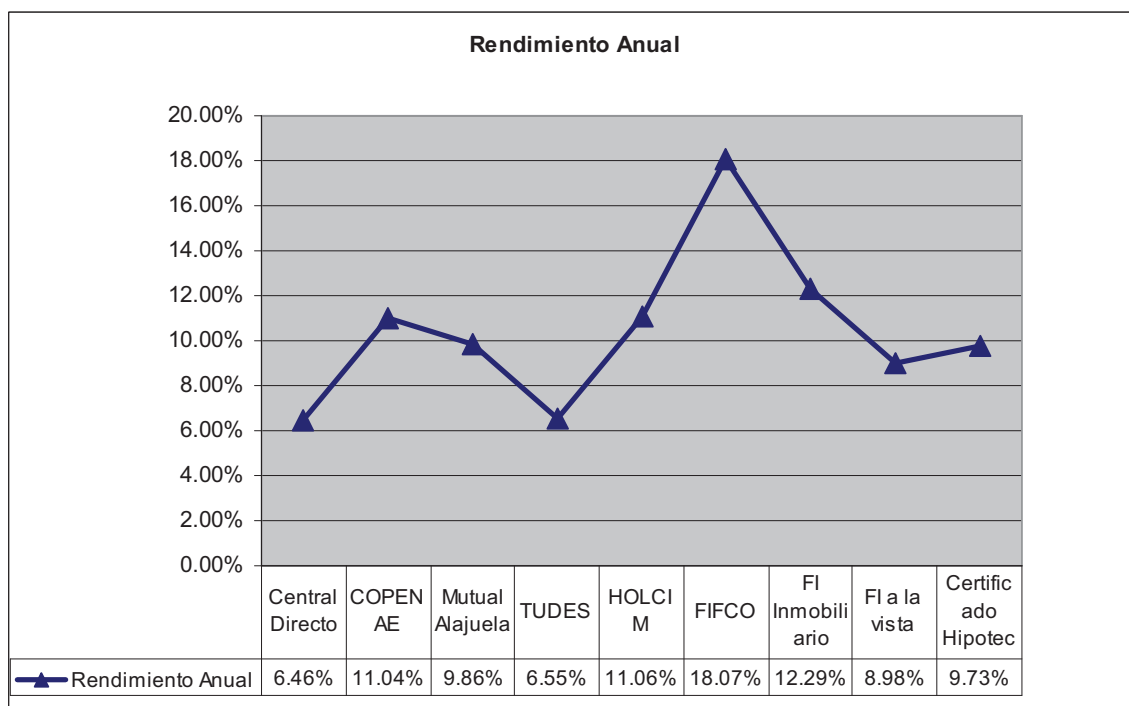
- Certificado de depósito a plazo en Central directo a un año plazo.
- Certificado hipotecario en el Banco Crédito Agrícola de Cartago a un año plazo.
- Certificado de depósito a plazo en la cooperativa Coopenae a un año plazo.
- Certificado de depósito a plazo en la Mutual Alajuela – La Vivienda a un año plazo.
- Títulos de Unidades de Desarrollo (Tudes-16) con posible venta en un año plazo.
- Acciones comunes de Holcim (Costa Rica), S.A. (Incsa) y con venta posible en un año plazo.
- Acciones comunes de Florida Ice and Farm Company S.A. (FIFCo) y con venta posible en un año plazo.
- BCR Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario, con venta estimada de las participaciones a un año.
- Fondo de Inversión BCR Mixto Colones, con venta posible en un año plazo.

Estos títulos fueron seleccionados con base a las rentabilidades del mercado y con base a las características de cada título, y en donde el riesgo de la inversión según las calificadoras de riesgo sea de AAA+; y para diversificar el portafolio se seleccionaron diferentes títulos para la evaluación.

4.1.1.2 Rendimiento anual de las inversiones seleccionadas

Con base a los datos históricos de los últimos 5 años, se calcularon los rendimientos anuales de cada una de las inversiones, las cuales se muestran la Figura número 6.

Figura 7. Rendimientos anuales



Fuente Elaboración propia

Los rendimientos anuales muestran que con base a este indicador las inversiones que tienen mayor rendimiento son las acciones de FIFCo y el fondo de inversión inmobiliario del BCR con un 18,07% y un 12,29% respectivamente.

4.1.1.3 Desviación estándar de las posibles inversiones

Para observar la variabilidad y la volatilidad de los rendimientos en el tiempo se calculó la desviación estándar, para con ello identificar los cambios que puedan darse en los rendimientos, las desviaciones estándar obtenidas se muestra a continuación:

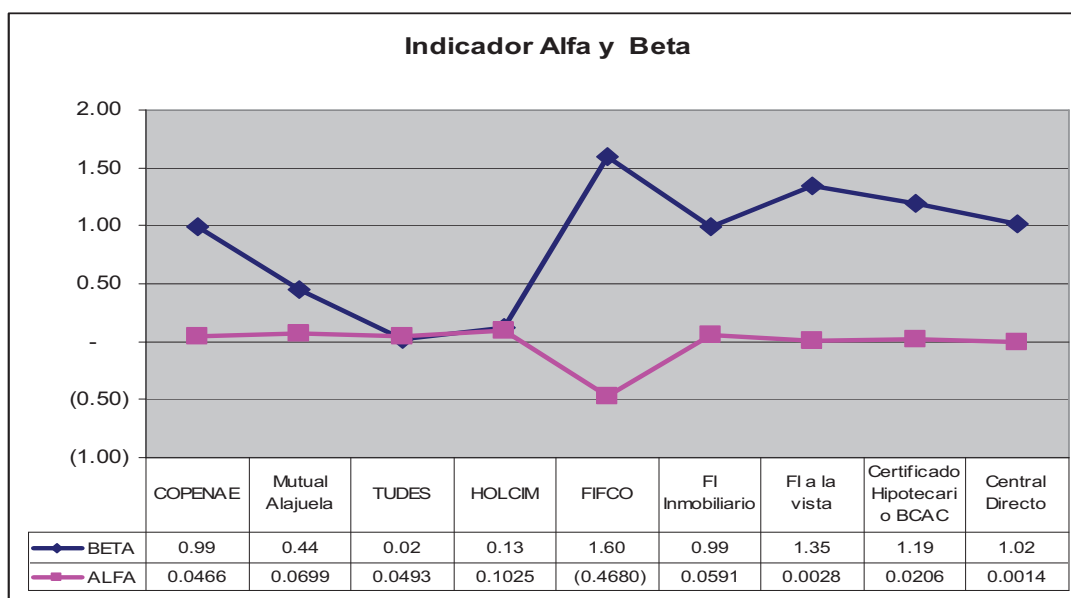
Cuadro 7. Desviación estándar de las inversiones

	Central Directo	Coopenae	Mutual-Alajuela	Tudes	Holcim
Desviación Estándar	1,31%	1,47%	1,55%	5,00%	29,16%
	Fifco	FI Inmobiliario	FI a la vista	Certificado Hipotecario BCAC	
Desviación Estándar	53,30%	1,47%	1,88%	1,84%	

Las inversiones accionarias tienden a tener mayor desviación estándar, porque se cotizan en un mercado abierto y organizado, en el cual las cotizaciones pueden cambiar constantemente, según las ofertas de los inversores tanto de compra y de venta; en el caso del CDP, tiene una menor desviación estándar porque varía muy poco en el tiempo en cuanto a su rendimiento.

4.1.1.4 Indicador Alfa y Beta

Para observar la volatilidad y el nivel de riesgo que mantiene cada una de las inversiones seleccionadas, se calculan los indicadores Alfa y Beta sobre los rendimientos y el riesgo. Los resultados son los siguientes.

Figura 8. Indicador Alfa y Beta

Fuente: Elaboración propia

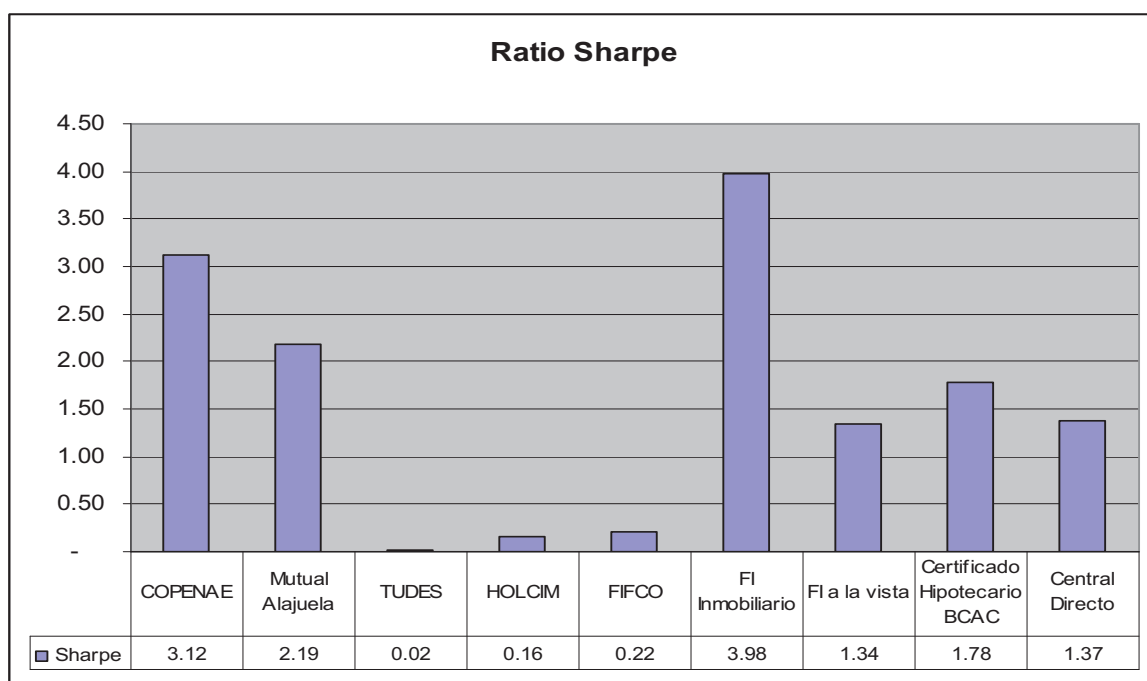
El activo financiero más volátil en cuanto al Beta es el de Fifco por la razón de su comportamiento de un 60% más volátil que el mercado y el menos volátil que el mercado corresponde a las Unidades de Desarrollo (Tudes) que un 80% menos volátil que el mercado financiero costarricense.

Con el indicador alfa se muestra que Fifco no compensa lo necesario con respecto al riesgo tomado por el valor de su título lo contrario sucede con Holcim, que los rendimientos obtenidos son superiores al riesgo tomado en la inversión.

4.1.1.5 Ratio de Sharpe

Se utiliza para verificar hasta qué punto el rendimiento de una inversión compensa al inversor por asumir riesgo en la inversión, el resultado que se obtuvo es el siguiente:

Figura 8. Ratio de Sharpe



Fuente: Elaboración propia

Basados en el Radio de Sharpe, la cual establece cual inversión genera un mejor rendimiento para un mismo nivel de riesgo, aquí los más rentables son la inversión en CDP de Coopenae y la inversión en Fondo Inmobiliario del BCR con un ratio de Sharpe de 3,12 y de 3,98 respectivamente.

4.2 Presentación del portafolio óptimo de inversión

En la evaluación y los análisis obtenidos, se definió.

Cuadro 8. Composición del portafolio

Modelo	Composición	Rentabilidad promedio	Beta	Desviación estándar
Central Directo	0,00%	6,46%	1,02	1,31%
COPENAE	34,78%	11,04%	0,99	1,47%
Mutual Alajuela	0,00%	9,86%	0,44	1,55%
TUDES	9,94%	6,55%	0,02	5,00%
HOLCIM	0,00%	11,06%	0,13	29,16%
FIFCO	0,00%	18,07%	1,60	53,30%
FI Inmobiliario	39,84%	12,29%	0,99	1,47%
FI a la vista	0,00%	8,98%	1,35	1,88%
Certificado Hipotecario BCAC	15,44%	9,73%	1,19	1,84%
Portafolio de inversión	100,00%	10,89%	0,92	1,87%

Fuente: Elaboración propia

El portafolio seleccionado genera en promedio un rendimiento de un 10,89% con un beta de 0,92, lo que demuestra que el comportamiento tiende a ser muy similar a la volatilidad del mercado, además de que los datos se pueden desviar en un 1,87% por la desviación estándar.

La cartera la componen activos con volatilidades superiores al de mercado como también volatilidades contrarias a la de mercado, lo que hace en este portafolio que se adecue y se compensen ganancias y/o pérdidas futuras en las inversiones realizadas.

La desviación del portafolio es razonablemente baja, con respecto a las inversiones con mayores índices de rentabilidad. Además de que el portafolio está diversificado en títulos de deuda (Tudes), títulos de renta fija (CDP de Coopenae y el

Certificado Hipotecario del Banco Crédito Agrícola de Cartago) y de títulos de renta variable (Fondo de Inversión Inmobiliario del Banco de Costa Rica).

4.3 Evaluación del riesgo del portafolio

Con la necesidad de cuantificar con determinado nivel de significancia o incertidumbre el monto o porcentaje de pérdida que un portafolio enfrentará en un período predefinido, se opta por verificar la opción de calcular el VaR (Valor en Riesgo) del portafolio que se está evaluando para recomendar.

Definiendo el nivel de significancia del 5% para definir las ocasiones en el tiempo en que el nivel de rendimiento caerá por debajo del mínimo establecido por la desviación estándar del portafolio.

Para este caso, la desviación estándar corresponde a un 1,87% y el rendimiento del portafolio es de 10,89%; además el nivel de significancia como ya se mencionó es de un 5%.

Los datos generados bajo este postulado del VaR son los siguientes:

Cuadro 9. Determinación del VaR

Significancia	5%
Grado	1,6450
Desviación estándar	1,87
Perdida de rendimiento	3,08%
Rendimiento portafolio	10,89%
Rendimiento bajo riesgo	7,80%

Fuente: Elaboración propia

Un 5% de las ocasiones el portafolio podría generar menos de un 7,80% de rendimiento, por el impacto de la desviación estándar en los resultados. Esto provocará que la ganancia por rentabilidad sea igual a la mantenida actualmente por la cartera de inversión que tiene la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.

Este resultado nos demuestra que el portafolio de inversión es efectivo, ya que el riesgo que se tiene es aceptablemente bajo con respecto a otras inversiones, y las características de diversificación en el portafolio disminuye el impacto de resultados poco alentadores en las ganancias generadas.

Capítulo V. Conclusiones y recomendaciones para la mejora de la cartera de inversión en cuanto a riesgo y rendimiento de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A.

5.1. Conclusiones.

El mercado costarricense es un mercado limitado en cuanto a instrumentos financieros en los cuales se pueda invertir, porque la cantidad de las opciones para realizar inversiones son muy limitadas y con pocas compañías que participan activamente en el mercado financiero.

Costa Rica cuenta con dos Bolsas de Valores. La primera en establecerse fue la Bolsa Nacional de Valores (BNV). A principios de la presente década apareció la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica (Bevcr). Ambas bolsas poseen sus propios reglamentos internos, donde se presentan tanto disposiciones generales como específicas relacionadas con los objetivos y potestades de las bolsas.

El mercado financiero nacional está regulado por la Sugeval como Superintendencia encargada de la supervisión del mercado de valores y la Sugef que es la encargada de regular el mercado de las entidades financieras que realizan las entidades bancarias; la Bolsa Nacional de Valores funge como un ente intermediario el cual relaciona con los emisores de valores con los inversores.

Existe la normativa aplicable al mercado financiero, la cual es la Ley Reguladora del Mercado de Valores, esta establece los lineamientos que dictan las operaciones y las transacciones de como se deben de dar entre todas las partes involucradas en el proceso de negociación de los instrumentos financieros.

En el momento de invertir, debe tenerse conocimiento de todos los riesgos que se adquieren al realizar alguna inversión, ya que debe enfrentarse al riesgo de mercado, riesgo crediticio, riesgo de tipo de cambio, riesgo país y al riesgo financiero, y estos conllevan a hacer que la volatilidad de un instrumento financiero sea mayor o bien, que los rendimientos recibidos no sean los que se esperaban.

Una buena gestión de riesgos en una entidad es de importancia porque se pueden definir criterios de aceptación general de riesgos de acuerdo a la actividad económica de las Asociaciones Solidaristas y su capacidad para lograr mantener las inversiones en un plazo definido.

El mercado de valores de Costa Rica. Está debidamente reglamentado con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, la misma que, actualmente, deja por fuera algunas nuevas inversiones, como fueron la de instrumentos financieros derivados que fue incluida por medio de una modificación a la ley, esto ha provocado que las negociaciones y las transacciones requieran de muchos trámites.

Existe una gran variedad de títulos en los que pueden invertirse, cada uno con las diferentes características de riesgo y rendimiento en las que puede optarse, desde títulos con riegos AAA+ hasta títulos con riesgo tipo B+, lo que provoca que haya incertidumbre en el mercado.

Los inversionistas prefieren correr poco riesgo a la hora de realizar inversiones, y además por el poco conocimiento del mercado de valores, lo que ha hecho que gran parte de los recursos invertidos se tengan en Certificados de Depósitos a Plazo con un riesgo bajo y que, además, se incline por un rendimiento fijo; esto para tener la seguridad de un ingreso de efectivo fijo y constante.

Las características del mercado de valores costarricense ha logrado que se diversifique en la cantidad de opciones para invertir, desde corto plazo como a largo plazo, y con niveles de riesgo variados al igual que los rendimientos.

Las empresas emisoras de valores en el mercado nacional son relativamente pocas comparado a los mercados más organizados, además existen empresas que se han salido de este mercado como lo es Atlas Eléctrica S.A., que se salió de la Bolsa de Valores cuando fue adquirida por la mexicana MABE, y otro caso es el del Grupo Nación que está en proceso de salirse del mercado accionario.

Los entes gubernamentales encargados de la supervisión del sistema financiero nacional, deben buscar medidas para incentivar a los emisores de valores y a los inversionistas atraerlos a participar más activamente, donde se obtenga una mejor tasa de rendimiento y un nivel de recolección de recursos óptimo para los emisores.

5.2. Recomendaciones

Establecer una política de inversiones en las que se identifiquen los plazos en los cuales se realicen las inversiones y también se definan las categorías y los mercados financieros en los cuales pueden realizarse inversiones.

Al realizar una inversión evaluar las características y el rendimiento relacionado con el riesgo que generan cada inversión, para seleccionar la inversión que con menos riesgo se obtenga el máximo rendimiento.

La Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young S.A., debe diversificar su cartera de inversión, porque el nivel de riesgo puede ser controlado y mantenido a nivel aceptablemente bajo.

Se debe de evaluar el riesgo de las inversiones e identificar que inversión genera más rendimiento con un mismo nivel de riesgo, para mejorar las ganancias de la Asociación sin la necesidad de correr más riesgo que puede generar una pérdida importante en el principal invertido o en los rendimientos generados.

En Asociación Solidarista debe monitorearse las inversiones en las que invierte para controlar las variaciones y las fluctuaciones que ocurran en el mercado y evitar contratiempos con los ingresos financieros o con el capital invertido en los instrumentos financieros.

Cuando se evalúen las inversiones se debe de utilizar modelos para la evaluación de un portafolio de inversión como puede ser el modelo de la teoría del portafolio de Markowitz, y también evaluar el valor del riesgo y el rendimiento que se genera por cada unidad de riesgo aceptado.

Antes de realizar una inversión es importante que la Asociación Solidarista haga un estudio financiero de su información financiera – contable para identificar los niveles de riesgo a los cuales puede exponerse, como también como a la liquidez que ocupa en el efectivo, esto para definir una plazo sea corto o largo de las inversiones según las necesidades de los flujos de efectivo de ASEEY.

La Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young, S.A., puede ser más ambiciosa en la participación en el mercado de inversiones, ya que, actualmente, es un inversor conservador, y que prefiere no correr muchos riesgos a la hora de invertir los recursos captados por los aportes de los asociados. Por ello que se invierte en Certificados de Depósitos a Plazo que dan un rendimiento fijo en un plazo establecido y que el nivel de riesgo a correr es relativamente bajo; pero con esta decisión, se está dejando de percibir mayores rendimientos en las inversiones que se están realizando.

La capacidad financiera que tiene ASEEY hoy en día, es de una asociación estable y constante en la captación de nuevos recursos, además con base en los análisis realizados la salida de personal de la empresa y renuncias a la asociación no ha permeado la captación; por ello, debe realizarse un análisis con los datos históricos de salidas de la asociación para estimar la cantidad de recursos que se deben de mantener a corto plazo.

En los análisis realizados se observa que la asociación, constantemente renueva sus inversiones que realiza a un año plazo (100% de la suma “invertida”), esto evidencia una capacidad financiera fuerte y que la necesidad de liquidez no debe ser muy alta.

Siempre en el momento de realizar una inversión deben tomarse en cuenta las comisiones de Bolsa, y verificar los plazos a los que desean invertirse para evitar multas por redenciones anticipadas y que se pierda rendimiento ganado por estas inversiones.

Es importante definir el perfil del inversionista de la Asociación Solidarista, ya que con este perfil se definen las posibilidades de inversión, si es un inversionista sofisticado, agresivo o bien conservador, puede hacer la diferencia entre invertir a corto plazo o a largo plazo, invertir en acciones o en certificados a plazo, correr un riesgo alto para buscar un mayor rendimiento o un riesgo bajo pero tasa menor y por último y no menos importante las características de diversificación en el momento de realizar el portafolio de inversión.

Referencias bibliográficas

Libros

Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica. Ley de las Asociaciones Solidaristas. Diario Oficial La Gaceta, Costa Rica. 4 de noviembre de 1988.

Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica. Ley Reguladora del Mercado de Valores. Diario Oficial La Gaceta, Costa Rica. 27 de enero de 1998.

Cepeda, G. (1997). Auditoría y control interno. Primera edición. Colombia: Mc Graw Hill Interamericana.

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Gestión de riesgos corporativos – Marco Integrado, modelo COSO II

Dearden, J. (1976). Sistema de contabilidad y control financiero. Fondo Educativo Interamericano, Colombia.

Fleitman, J. (2000). Negocios Exitosos: como empezar, administrar y operar eficientemente un negocio. (5a ed.). México. Mc Graw Hill Interamericana.

Hernández, R. (2004). Metodología de la Investigación (3a ed.). México. McGraw Hill Interamericana.

IASB. Normas Internacionales de Información Financiera. Londres. 2001.

Instituto Mexicano de Contadores Públicos (2004). Normas Internacionales de Auditoría. Pronunciamientos técnicos. (7ª ed.). México: Mc Graw Hill Interamericana.

Ronchi, L. (1996). El control económico y financiero por la alta dirección. Bilbao, (2ª ed.).

Otero, D.; Carvajal A. (2001). Administración del riesgo: tendencias internacionales en la administración del riesgo. Panamá: Price Water House Coopers.

Wiley IFRS. (2008). Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards.

Trabajos Finales de Graduación

Álvarez, S. (2006). Propuesta para administrar el riesgo financiero de las inversiones internacionales en la Operadora de Pensiones Complementarias de la Caja Costarricense del Seguro Social. Trabajo Final de Graduación, Universidad de Costa Rica.

Durán, K; Granados, M; Vargas, R. y Zumbado, F. (2007). Sistema de administración de riesgo para la gestión operativa en instituciones microfinancieras. Trabajo Final de Graduación, Universidad de Costa Rica.

Márquez-Massino, A. y Vargas, K. E. (2003). Análisis y evaluación de la gestión de riesgo de Coope-Ande N°1, R.L.. Trabajo Final de Graduación, Universidad de Costa Rica.

Rodríguez, B; Bonilla, J; Torres, R. (2003). Riesgo financiero: la metodología del valor en riesgo (VaR) aplicada a una cartera de crédito corporativo. Trabajo Final de Graduación, Universidad de Costa Rica.

Vargas, T. (1969). Teoría del Riesgo. Trabajo Final de Graduación, Universidad de Costa Rica.

Revistas

Barrientos, I., Pineda H. & Valverde, C. (2007). “¿Pierde atractivo el mercado bursátil nacional?” TEC Empresarial, 1 (3).

Fama, E. & French, K. (1992). “The Cross Section of Expected Returns”. Journal of Finance 47, 427-465.

Karceski, J. (2002). "Returns chasing behavior, mutual funds and Beta's death". The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 37 (4), 559-594

Matarrita, R. (1994). "El mercado accionario en Costa Rica un análisis de los determinantes bursátiles de las empresas". Serie Comentarios sobre asuntos económicos (126).

Páginas de Internet

Ley de Asociaciones Solidaristas de la República de Costa Rica
http://www.pgr.go.cr/scij/scripts/TextoCompleto.dll?Texto&nNorma=35047&nVersion=36957&nTamanoLetra=10&strWebNormativa=http://www.pgr.go.cr/scij/&strODBC=DSN=SCIJ_NRM;UID=sa;PWD=scij;DATABASE=SCIJ_NRM;&strServidor=\\pgr04&strUnidad=D:&strJavaScript=NO. Consultada 16 de junio del 2013, 1.05 p.m.

Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica.
<http://www.sugeval.fi.cr/normativa/Paginas/LeyReguladoradelMercado.aspx>
 Consultado el 11 de Junio del 2013, 11.31 a.m.

Administración del Riesgo Empresarial
http://www.cecilianocr.com/pdf/administracion_riesgos_v1.pdf Consultado el 23 de Junio del 2013, 10.53 a.m.

Gestión del rendimiento empresarial
<http://www.cionetsolutions.com/gestion.html> Consultado el 30 de junio del 2013, 2.05 p.m.

Gestión del rendimiento
<http://www.revista-ays.com/DocsNum27/FirmasInvitadas/Senen.pdf>
 Consultado el 1° de julio del 2013, 12.15 p.m.

Anexos.

- Estados Financieros de la Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young S.A. (ASEEY).

Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young S.A. (ASEEY) Estado de Situación Financiera Al 30 de setiembre de 2013, 2012 y 2011			
	2013	2012	2011
ACTIVO			
Efectivo	7 244 719	24 733 665	6 172 779
Inversiones en valores	475 842 137	376 364 729	307 407 895
Documentos por cobrar	316 258 994	145 511 207	106 771 727
Gastos pagado por anticipado	163 800	2 490 917	197 400
Total Activo circulante	799 509 650	549 100 518	420 549 801
Mobiliario y equipo	74 400	110 972	194 200
Activos intangibles	-	311 867	779 668
Total Activo	799 584 050	549 523 357	421 523 669
PASIVO Y PATRIMONIO			
Pasivo			
Ahorro Extraordinario	67 157 592	38 424 068	22 055 078
Ahorro Navideño	16 159 983	16 371 792	11 305 834
Total Pasivo	83 317 575	54 795 860	33 360 912
Patrimonio			
Ahorro obrero	303 442 322	199 515 429	151 638 519
Aporte patronal	358 118 943	245 942 029	196 345 527
Aporte patronal en custodia	9 263 718	10 935 176	7 350 803
Exedentes capitalizados	(5 963 656)	1 796 294	1 151 714
Exedente neto acumulado	51 405 148	36 538 569	31 676 194
Total Patrimonio	716 266 475	494 727 497	388 162 757
Total pasivo y patrimonio	799 584 050	549 523 357	421 523 669

Asociación Solidarista de Empleados de Ernst & Young S.A. (ASEEY)			
Estado de resultados integral			
Por el año terminado al 30 de setiembre de 2013, 2012 y 2011			
	2013	2012	2011
Ingresos			
	44 846	31 048	26 390
Intereses en inversiones	436	392	416
	23 718	13 619	14 453
Intereses en prestamos	996	324	722
	1 669		2 580
Intereses financiamiento EY	523	2 612 085	872
			81
Venta de desechos reciclaje	82 555	93 854	288
Intereses sobre cuenta bancaria	203	42	-
	9 875		7 493
Otros	086	5 990 861	250
Total Ingresos	80 192 799	53 364 558	50 999 548
Gastos			
	8 497		787
Servicios profesionales	000	8 200 000	245
	18 374		7 417
Actividades asociados	060	6 234 917	341
			715
Mantenimiento software	701 190	629 640	034
			462
Amortización Software	311 867	467 801	500
			403
Gastos de junta directiva	399 852	460 155	851
			330
Interés sobre ahorro navideño	363 207	397 743	367
			83
Depreciación mobiliario	86 561	83 229	229
			8 718
Salario y cargas sociales	-	-	567
			405
Otros	53 914	352 504	220
Total Gastos	28 787 651	16 825 989	19 323 354
Excedente neto	51 405 148	36 538 569	31 676 194
Excedente integral neto del año	51 405 148	36 538 569	31 676 194