

Universidad de Costa Rica  
Sistema de Estudios de Posgrado

Valoración del factoreo como estrategia de inversión en la Asociación Solidarista  
de Empleados del BAC San José

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 al grado de Magíster en Administración y Dirección de  
Empresas con énfasis en Finanzas.

Luis Diego Quesada Madrigal  
Carné A28169

Ciudad Universitaria “Rodrigo Facio”, Costa Rica  
2005

## **DEDICATORIA**

A Dios por darme fortaleza, perseverancia y bendecirme con su presencia.

A mis padres por el regalo de la vida, por estar siempre a mi lado y enseñarme el camino más correcto para realizar las cosas.

A Tati, por todo su amor, apoyo y comprensión.

A mi hijo Carlos Andrés, por convertirse en la fuente de inspiración para mí.

## **AGRADECIMIENTOS**

Mi eterna gratitud a las siguientes personas:

MBA Tarcisio Salas Bonilla;  
Profesor Guía

Lic. Juan Carlos Monge Aguilar;  
Supervisor Laboral

MBA Juan Ricardo Jiménez Montero;  
Coordinador Curso Práctica Profesional II - Finanzas

Miembros de la Junta Directiva de ASEBAC y personal administrativo, por su total colaboración.

A todas aquellas personas, que de una u otra forma colaboraron para coronar mis estudios.

## **HOJA DE APROBACIÓN**

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.

---

MBA Marco Antonio Morales Zamora  
Director Programa Posgrado

---

MBA Juan Ricardo Jiménez Montero  
Profesor Coordinador

---

MBA Tarcisio Salas Bonilla  
Profesor Guía

---

Lic. Juan Carlos Monge Aguilar  
Supervisor Laboral

---

Bach. Luis Diego Quesada Madrigal  
Estudiante

## CONTENIDO

### Valoración del factoreo como estrategia de inversión en la Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José

Dedicatoria.....	ii
Agradecimientos.....	iii
Hoja de aprobación.....	iv
Contenido.....	v
Índice de anexos.....	viii
Índice de diagramas.....	ix
Índice de gráficos.....	x
Índice de cuadros.....	xi
Siglas y abreviaturas.....	xii
Resumen.....	xiii
Introducción.....	15
Capítulo I: Decisiones financieras de inversión.....	21
Aspectos financieros generales.....	21
1.1.1 Análisis financiero básico.....	22
1.1.2 Análisis de razones financieras.....	22
1.1.3 Tipos de inversión.....	23
1.1.4 Rendimiento y riesgo asociado a las distintas inversiones.....	24
1.1.5 Objetivo de la inversión financiera.....	27
1.2 Factoreo.....	27
1.2.1 Concepto.....	28
1.2.2 Antecedentes.....	30
1.2.3 Tipos de factoreo.....	30
1.2.4 Participantes.....	31
1.2.5 Marco jurídico.....	32
1.2.6 Ventajas del descuento de facturas.....	34
1.2.7 Desventajas del descuento de facturas.....	35

Capítulo II: La Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José.....	36
2.1 Generalidades.....	36
2.2 Fundación, constitución y actividades de la asociación.....	36
2.3 Estatutos y normativa vigente.....	37
2.4 Estructura organizacional.....	38
2.5 Servicios que ofrece.....	40
2.6 Fuentes de sus recursos.....	41
2.7 Reglamentos.....	42
2.8 Análisis FODA.....	42
Capítulo III: Análisis de las estrategias implementadas.....	47
3.1 Análisis financiero de los resultados de ASEBAC.....	47
3.2 Descripción de las estrategias implementadas por ASEBAC en los últimos dos períodos.....	61
3.3 Clasificación de las inversiones de corto y largo plazo.....	63
3.4 Valuación del rendimiento del portafolio de inversiones de ASEBAC. ....	64
3.5 Riesgos inherentes asumidos en cada una de las estrategias.....	65
3.6 Comparativo del rendimiento alcanzado en los últimos dos períodos versus una tasa de mercado. ....	66
Capítulo IV: Cuantificación del riesgo y rendimiento del descuento de facturas.....	70
4.1 Identificación de los riesgos del factoreo como forma de inversión.....	70
4.2 Mercado meta para ASEBAC del descuento de facturas.....	71
4.3 Proyectar los ingresos que se pueden derivar de la utilización del factoreo como estrategia de inversión.....	73
4.4 Establecer el impacto tanto del riesgo como el rendimiento que el factoreo introduce en el portafolio de inversión que tiene actualmente ASEBAC.....	75
Capítulo V: Elaboración de una estrategia de inversión.....	80
5.1 Objetivos de la nueva estrategia.....	80
5.1.2. Consideraciones del perfil de riesgo y rendimientos a asumir.....	80

5.2 Identificación de los responsables en cada uno de los procedimientos a ejecutar.....	82
5.3 Conclusiones y recomendaciones.....	83
Bibliografía.....	87
Anexo metodológico.....	89
Anexo complementarios.....	99

## ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo metodológico.....89

No. 1 Perspectiva teórica de la metodología

No. 2 Metodología

Anexo complementario.....99

No. 1 Valoración a precios de mercado de la cartera de inversión de ASEBAC

No. 2 Turbulencia de la industria de inversión colectiva

No. 3 Precio de la acción de Florida Ice and Farm

## **ÍNDICE DE DIAGRAMAS**

N° 1	Estructura administrativa ASEBAC.....	39
N° 2	Proceso de proveeduría BAC San José S.A.....	72

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

No.1	Comparación de ingresos y gastos deflatados comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004.....	48
No.2	Composición porcentual de los activos totales comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004.....	49
No.3	Composición porcentual de los ingresos totales comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004.....	50
No.4	Inversiones según instrumento comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004.....	62
No.5	Histórico tasas de interés setiembre 2003, 2004.....	64

## ÍNDICE DE CUADROS

N° 1	Análisis FODA.....	43
N° 2	Resultados comparativos comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004.....	47
N° 3	Balance General y análisis vertical.....	51
N° 4	Estado de Resultados y análisis vertical.....	53
N° 5	Balance General y análisis horizontal.....	55
N° 6	Estado de Resultados y análisis horizontal.....	57
N° 7	Principales razones financieras.....	59
N° 8	Comparativo de tasas de interés y rendimientos de las inversiones de ASEBAC Setiembre 2003, 2004.....	66
N° 9	Comparativo de rendimientos de algunos fondos de inversión seleccionados Setiembre 2003, 2004.....	67
N° 10	Ingresos proyectados descuento de facturas.....	74
N° 11	Flujo de efectivo del descuento de facturas ASEBAC.....	77

## **SIGLAS Y ABREVIATURAS**

Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José

ASEBAC

Asociación Solidarista Empleados del Banco de  
Costa Rica

ASOBANCOSTA

Asociación Solidarista Empleados de la Compañía  
Nacional de Fuerza y Luz

ASEFYL

## **RESUMEN**

Quesada Madrigal, Luis Diego.

Valoración del factoreo como estrategia de inversión en la Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José.

Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas. –San José, C.R.:

L. Quesada M., 2005

105 h. - 2 il. - 20 refs.

El objetivo general del trabajo es valorar el impacto del descuento de facturas como estrategia de inversión utilizada por la Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José (en adelante referida como ASEBAC), mediante la determinación del rendimiento y los riesgos que esta nueva estrategia, introduce al portafolio de instrumentos desallorados hasta el momento.

La organización investigada es ASEBAC una entidad social cuyos fines primordiales son procurar la justicia y la paz social, la armonía obrero-patronal y el desarrollo integral de sus asociados, utilizando los recursos obrero-patronales para satisfacer esas necesidades y aspiraciones de manera justa y pacífica.

Para ello, el proyecto se fundamenta en el desarrollo de una investigación de tipo descriptiva-explicativa; en los primeros cuatro capítulos, ya que se define la base conceptual, los elementos financieros, los componentes del descuento de facturas, la información que colabore a ubicar cual es el contexto de la asociación, además de explicar las estrategias y las diversas repercusiones de éstas en el portafolio de inversión de la asociación. Por último, en el quinto capítulo se utilizará una investigación propositiva, para establecer una estrategia para implementar el descuento de facturas.

Dentro de las principales conclusiones esta la necesidad de diversificar las estrategias de inversión; para así diluir los riesgos de mercado y la fuerte concentración en un solo instrumento.

Con base en todo lo anterior, se recomienda que ASEBAC incurriere en el corto plazo en el descuento de facturas, para así obtener un mayor rendimiento global de sus recursos, sin que esto implique asumir un mayor riesgo.

Palabras claves:

DIVERSIFICACIÓN, ESTRATEGIA, FACTOREO, RENDIMIENTO, RIESGO.

Profesor Guía de la Investigación:

MBA Tarcisio Salas Bonilla

Unidad Académica:

Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas

Sistema de Estudios de Posgrado

## INTRODUCCIÓN

El solidarismo costarricense se fundamenta 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, producto de la promulgación del Código de Trabajo y las Garantías Sociales. En la última década de los cincuenta, don Alberto Martén Chavarría, buscando contribuir con la paz social del país, promueve el solidarismo en Costa Rica con el objetivo de trabajar por la armonía y cooperación entre 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.

El movimiento ha ido creciendo y tomando fuerza con el transcurso de los años; en el año 2003 el patrimonio acumulado supera los 2,175 millones de dólares representando esta importante cifra el 74% del total de activos administrados por los fondos de inversión en este período, con aproximadamente 335,000 trabajadores solidaristas<sup>1</sup>. El gran número de participantes, así como la importancia relativa de los recursos con que cuentan, hacen de la administración eficiente de los mismos, una verdadera necesidad, pues esto se ve reflejado en beneficios para todos sus miembros.

Los recursos de las asociaciones solidaristas provienen de dos fuentes: el ahorro mensual de los trabajadores que, según la ley, puede ser entre el 3 y el 5 por ciento y un aporte mensual de la empresa cuyo porcentaje se pacta entre ésta y los trabajadores. En su mayoría estos entes son superavitarios y con ingresos mensuales; no obstante, es conocido que la mayoría de las agrupaciones se han limitado básicamente a canalizar estos fondos para generar rendimientos sobre los aportes anteriormente mencionados a través de inversiones en títulos valores, fondos de inversión y otorgamiento de líneas de crédito a sus asociados, en ocasiones sin evaluar elementos como la rentabilidad y la medición objetiva de los riesgos asociados.

---

<sup>1</sup> Movimiento Solidarista Costarricense, *Estudio del sector Solidarista 2004*, Capítulo Económico-Financiero, p. 1.

Es importante analizar nuevas opciones, con el fin de lograr una diversificación de las fuentes de inversión, sin olvidar los riesgos y el impacto generado en las estrategias existentes.

La Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José (ASEBAC) fue fundada en el año 1990, producto de la inquietud, tanto del patrono como de un grupo de empleados, por fomentar la armonía, vínculos de unión y cooperación entre las diferentes empresas del Grupo Financiero BAC San José y sus empleados.

La asociación la conforman todos sus socios, que actualmente corresponde a 782 colaboradores, quienes representan el 73% de todos los empleados de la corporación. Son ellos representados por una Junta Directiva, elegida mediante una Asamblea General. Esta junta trabaja en función de los asociados, con el compromiso de administrar eficientemente los recursos, buscar medios para mejorar la calidad de vida de sus miembros y sus familias, así como, mantener la armonía con el patrono.

Es importante resaltar que cada uno de los integrantes de la Junta Directiva es elegido por un período de dos años, lo que provoca, en algunos casos, una limitante para impulsar proyectos con una visión de largo plazo. Para el desarrollo de sus funciones la junta cuenta con una administración propia, donde personal de la asociación cumple las funciones de atender, apoyar y facilitar gestiones a la misma y a todos sus asociados.

A partir del momento en que un colaborador se afilia a la asociación, inicia un ahorro personal del 5% mensual de su salario, el patrono aporta el 2% de su cesantía, el cual pasa a ser parte del patrimonio del socio de forma inmediata.

ASEBAC maneja recursos por un monto superior a los 600 millones de colones los cuales se han canalizado, a través de inversiones, en la compra de títulos valores y mecanismos de inversión colectiva como los fondos de inversión. El dinero invertido en estos instrumentos representa el remanente de los recursos luego de prestar los servicios

que la asociación ofrece a sus miembros; como por ejemplo préstamos de caja chica, fiduciarios y prendarios.

La estrategia de inversión, junto con las operaciones crediticias que cumplen primordialmente un beneficio social para los asociados, han generado una rentabilidad baja que repercute en los excedentes a distribuir, lo que inevitablemente provoca que los miembros observen en ASEBAC una forma de ahorro algo similar a un plan anual, cuya rentabilidad no es atractiva.

De imperar esta situación sería, difícil cambiar la conducta que los asociados han mantenido a través de las distintas asambleas, ya que nunca se han capitalizado los excedentes, además algunos miembros evalúan la posibilidad de desafiliarse para retirar sus recursos con el fin de colocarlos en instrumentos de inversión que les generen rendimientos positivos, lo cual podría provocar en un mediano o largo plazo una descapitalización de la asociación.

La finalidad del tema a tratar es valorar el impacto, tanto en el rendimiento como en el riesgo, de un programa de colocación mediante factoreo, en la estrategia de inversión de ASEBAC. Es fundamental plantear una nueva estrategia que permita diversificar las opciones de inversión, que puedan maximizar los rendimientos de los recursos con que cuenta la misma, además de identificar y cuantificar los riesgos que aporta al portafolio utilizado por ASEBAC de inversiones en el mercado de valores y la prestación de servicios crediticios.

Será indispensable conocer la evolución del mecanismo de factoreo en nuestro país, el manejo de esta nueva forma de financiamiento, los competidores, las normativas y regulaciones existentes, para llegar a determinar los clientes potenciales que tendría el nuevo servicio de descuento de facturas, además de su interacción con las estrategias actuales.

El fundamento a lograr con la propuesta del descuento de facturas por parte de ASEBAC será generar un rendimiento superior a la Tasa Básica Pasiva, que en conjunto con las otras inversiones realizadas por parte de la asociación se obtengan rendimientos reales positivos.

También se evaluará la posibilidad de redireccionar los recursos de aquellos instrumentos cuya finalidad es proporcionar un rendimiento real positivo y que hasta el momento no se están logrando. Como parte integral del análisis y producto de esta canalización de recursos se medirá el riesgo que aporta este nuevo instrumento de inversión.

El interés profesional en este tema se orienta en aplicar los conocimientos adquiridos dentro de un proceso de formación en finanzas, el cual permitirá, con la ayuda de otros expertos en el campo, el planteamiento de una estrategia, que conlleva la utilización del factoreo como una nueva forma de invertir los recursos que hasta el momento muy pocas asociaciones solidaristas han utilizado.

El ser parte activa de ASEBAC y miembro de la Junta Directiva ha motivado el interés por tratar de lograr mayores rendimientos de los recursos con que se cuentan, y de esta forma incentivar una capitalización dada la optimización de los recursos.

El proyecto se fundamenta en canalizar parte de los recursos de ASEBAC a través del descuento de facturas, lo cual además de generar una nueva opción de inversión permite que el rendimiento global de los recursos disponibles se incremente.

Objetivos específicos:

- 1- Definir conceptualmente la inversión, las nociones de inversión real y financiera, los rendimientos y los riesgos asociados a éstas, así como el descuento de facturas o factoreo, y los elementos que constituyen esta nueva forma de inversión para la asociación.

- 2- Describir la Asociación de Empleados del BAC San José, sus actividades y servicios, su estructura y funcionamiento, los procedimientos y normativas para la inversión.
- 3- Analizar las estrategias implementadas por ASEBAC para la inversión de sus recursos en los períodos 2003 y 2004, para determinar el rendimiento obtenido y los riesgos asociados, y compararlo con el rendimiento de mercado para dichos períodos.
- 4- Determinar los riesgos del descuento de facturas y cuantificar el rendimiento que se puede obtener, además de relacionarlo con el impacto que aporta al portafolio de inversión que tiene actualmente ASEBAC.
- 5- Elaborar una estrategia para implementar una política de inversión en ASEBAC que defina los procedimientos que se aplicarán en la toma de decisiones de inversión

En el primer capítulo se realiza una caracterización de los conceptos financieros básicos, los tipos de inversión, los riesgos y rendimientos, los objetivos de las inversiones y su valoración. Adicionalmente se detallan todos los elementos del descuento de facturas.

En el segundo capítulo se ejecuta una descripción de la Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José, tanto en su constitución como antecedentes; su funcionamiento, administración, servicios prestados, fuente de sus recursos, reglamentos, entre otros.

En el tercer capítulo se realiza un análisis de las estrategias utilizadas por ASEBAC, sus implicaciones en los riesgos asumidos y el rendimiento derivado de las decisiones ejecutadas.

El cuarto capítulo de este proyecto se analiza los distintos factores del descuento de facturas, los riesgos, mercado meta los ingresos proyectados y su impacto en el portafolio de inversión de ASEBAC.

En el quinto capítulo se establece una estrategia para implementar el factoreo, y así desarrollar oportunidades de mejora, tanto en el riesgo, como en el rendimiento del portafolio de inversiones de la asociación.

## Capítulo I: Decisiones Financieras

### 1.1 Aspectos financieros generales

Las finanzas pueden ser definidas como el arte-ciencia de administrar el dinero, prácticamente todos los agentes económicos ganan u obtienen dinero, y gastan o invierten dinero. Las finanzas se ocupan de los procesos, las instituciones, los mercados y los instrumentos relacionados con la transferencia de dinero entre individuos, empresas, instituciones y gobiernos.

La administración financiera que confiere un mayor grado de elementos se podría definir como:

*“la encargada de planear, dirigir y controlar los recursos aplicados e invertidos para satisfacer adecuadamente los objetivos, planes y actividades del negocio, con la finalidad de maximizar el valor de la empresa”<sup>2</sup>.*

En múltiples ocasiones las decisiones financieras se han orientado exclusivamente en la "la maximización de las utilidades", esta estrategia en algunas ocasiones fracasa por diversos motivos, entre ellos se pueden mencionar: que los flujos de efectivo reales generados por la empresa pueden diferir sustancialmente de sus utilidades, adicionalmente se ignora la periodicidad de ocurrencia de los mismos y los riesgos y rendimientos obtenidos. La anterior decisión financiera se ha utilizado con un criterio más amplio, como la "creación y maximización del valor" que involucra el rendimiento obtenido a través del descuento de los flujos de efectivo y los riesgos asumidos para su generación.

---

<sup>2</sup> Tarcisio Salas Bonilla, *Análisis y diagnóstico financiero*, 2 ed. San José, Costa Rica: Ediciones Guayacán, 2001, p. 5.

Frente a esto, en las decisiones de inversión existen recursos que se asignan y resultados que se obtienen de ellos. Los criterios para analizar inversiones hacen un tratamiento de los costos y beneficios producto de los riesgos asumidos.

Entre los criterios que han logrado un alto grado de aceptación técnica, por parte de los financistas, se encuentran el valor presente neto, que considera el valor en el tiempo del dinero, la relación costo-beneficio y la tasa interna de retorno. Adicionalmente se incorporan elementos como las correlaciones existentes entre las diferentes posibilidades de inversión así como los riesgos “no diversificables” derivados de las condiciones inherentes al mercado que complementan la información necesaria para el análisis de las inversiones.

### **1.1.1 Análisis financiero básico**

Como parte fundamental de la información financiera de cualquier entidad se encuentran el estado de resultados que proporciona un resumen financiero de las actividades de la empresa durante un período específico. Por su parte el balance general presenta un informe breve que indica la posición financiera de la empresa en un punto en el tiempo determinado.

El análisis financiero básico se compone de una serie de técnicas, herramientas y metodologías aplicadas a la evaluación de los estados financieros descritos anteriormente, con el propósito de transformar los datos disponibles en los estados en una fuente útil de información; la misma funciona como punto de partida para supervisar la condición financiera de la empresa y determinar el cumplimiento de las metas y planes en distintos períodos.

### **1.1.2 Análisis de razones financieras**

Un principio básico en el análisis de estados financieros es que debe existir una proporción adecuada entre las distintas partidas que ofrece la situación financiera de una empresa y el resultado de sus operaciones, *“el análisis de razones cuantifica y corrobora*

*estos efectos y establece toda una gama de relaciones, que examinan diferentes aspectos de la condición y desarrollo financiero de la compañía”<sup>3</sup>.*

Las razones financieras no son independientes unas con otras, existen implicaciones de causa y efecto entre muchos índices; es por ello, que la importancia y utilidad de las razones no radica en su cálculo y resultado numérico, sino en la adecuada interpretación de los resultados.

### **1.1.3 Tipos de inversión**

La inversión es el uso de los recursos liberados del consumo, que pueden ser destinados a la adquisición de bienes de capital o activos financieros. Existen diversos tipos de inversiones, según Chaves se debe distinguir entre inversión real y la inversión financiera. El concepto de inversión real se refiere

*“a la adquisición de bienes de capital, la adquisición de bienes que sirven para producir otros bienes y servicios y no para ser consumidos directamente”<sup>4</sup>.*

Este tipo de inversión es el que aumenta la capacidad productiva de una empresa, como ejemplo se pueden citar la maquinaria, equipos, edificios, investigación y desarrollo, entre otros. Por su parte, la inversión financiera se enfoca en

*“la adquisición de activos financieros, concretamente de activos financieros que producen un rendimiento”<sup>5</sup>*

Una particularidad es que el activo financiero aparecerá en dos cuentas del balance en forma simultánea: en la cuenta del propietario o acreedor como activo y en la cuenta del deudor como pasivo. Se habla de proyectos de inversión en activos financieros tales

---

<sup>3</sup> *Ibíd.*, p. 25.

<sup>4</sup> Ronald Chaves, *Tópicos de Inversión*, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica. Capítulo 1, p.5.

<sup>5</sup> *Ibídem.*

como títulos de renta fija o variable, productos derivados o adquisición de derechos por medio de inversionistas institucionales (fondos de inversión y fondos de pensiones).

#### 1.1.4 Rendimiento y riesgo asociado a las distintas inversiones

Siempre que se realiza una inversión, se espera obtener una retribución por diferir el consumo presente, el concepto de rendimiento de una inversión es medido como la ganancia o pérdida total experimentada por parte de su propietario durante un período específico.

La expresión para calcular la tasa de rendimiento  $k_t$  obtenido por cualquier activo durante un período  $t$ , se define como<sup>6</sup>:

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

donde:  $k_t$  = tasa real de rendimiento durante el período  $t$

$P_t$  = precio del activo al tiempo  $t$ .

$P_{t-1}$  = precio del activo al tiempo  $t-1$ .

$C_t$  = efectivo recibido por la inversión en el activo durante el período  $t$ .

La tasa de rendimiento de una inversión tienen dos componentes: los flujos de efectivo que se reciben por concepto de pago de interés o dividendos y el cambio en el valor de mercado del activo, sea la ganancia de capital proveniente de un aumento del valor de la inversión o la pérdida provocada por una disminución, medida como la diferencia entre el valor original de un título y su valor final o precio de mercado, en el caso que el instrumento se negocie antes de su vencimiento.

En contraposición al rendimiento asumido en las decisiones de inversión se tiene el riesgo, que se define como:

---

<sup>6</sup> Lawrence J. Gitman, *Fundamentos de Administración Financiera*, 7 ed. México: Editorial Oxford University Press, 1997, p. 233.

*“la incertidumbre con respecto a la tasa esperada de rendimiento de una inversión”<sup>7</sup>*

El riesgo forma parte fundamental de las decisiones, al seleccionar una cartera de inversión, lo anterior producto de la incertidumbre respecto a las posibles variaciones de la tasa de rendimiento esperada y la aversión al riesgo que cada uno de los agentes económicos posee.

Es por esta razón que se vuelve necesario identificar los diferentes riesgos que se asumen, los mismos se pueden clasificar en dos grandes clases:

- a) *“riesgo operativo o de manejo: el riesgo de fraude, malversación o los malos manejos de las inversiones, por parte de quienes intervienen en su administración, o en alguna de las fases de transacción.”<sup>8</sup>*

Y el otro grupo que se conoce como los riesgos financieros:

- b) *“riesgo a que se exponen los participantes del mercado financiero por las características propias del mismo. Este riesgo puede ser sistemático, cuando afecta a toda la economía, o no sistemático, cuando afecta a solo u sector, una actividad o a una empresa particular.”<sup>9</sup>*

El riesgo financiero puede ser de distintos tipos, los más frecuentes son:

- I. *“Riesgos de mercado (precio o de tasa de interés). variaciones que se pueden producir en el ingreso provenientes de las fluctuaciones del*

---

<sup>7</sup> Ronald Chaves, op. cit., p. 16.

<sup>8</sup> *Ibídem*

<sup>9</sup> Ronald Chávez, op. cit., p. 17.

*mercado, es decir, de las variaciones en la tasa de interés o en el precio de los instrumentos y que pueden generar variaciones en el rendimiento, ya sea en la forma de costo de oportunidad o bien, pérdidas de ganancia de capital o ganancias de capital.*

- II. *Riesgo de liquidez. La posibilidad de tener que hacer concesiones en el precio de un activo, u obtener un precio mayor al valor facial, cuando este se vende antes de su vencimiento.*
- III. *Riesgo de crédito o incumplimiento. Posibilidad de incumplimiento de los compromisos adquiridos por parte del prestatario o del emisor al contraer la obligación.*
- IV. *Riesgo de poder de compra. Se refiere a los cambios en las tasas de rendimiento, inducidos por fluctuaciones en el costo de vida o en el nivel general de precios.*
- V. *Riesgo cambiario. Las posibilidades de pérdida o ganancia, provenientes de variaciones en los precios de una moneda con respecto a otra (tipo de cambio)”<sup>10</sup>.*

Además de los riesgos descritos anteriormente es necesario enumerar un riesgo no menos importante y que de igual manera puede llegar a impactar los rendimientos producto de las estrategias de inversión utilizadas

- VI. “Riesgo legal: Pérdida potencial por el incumplimiento de las disposiciones legales y administrativas aplicables, la emisión de resoluciones administrativas y judiciales desfavorables y la aplicación de sanciones, en relación con las operaciones que las instituciones llevan a cabo”<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> *Ibídem.*

<sup>11</sup> Ronald Bolaños B., “Propuesta para mejorar la gestión del Departamento de Crédito de la empresa Financiera Desyfin, S.A.; enfocada a sus operaciones de factoreo.”; [Tesis Licenciatura en Administración de Negocios]. San José, Costa Rica: Universidad de Costa Rica, 2002, p. 36.

### **1.1.5 Objetivo de la inversión financiera**

Los desarrollos teóricos y los mecanismos que dispone el inversionista moderno han permitido importantes avances en la conceptualización de objetivos de inversión financiera, dentro de los cuales se citan: el manejo de relación riesgo / rendimiento, la selección de un portafolio óptimo aprovechando las mejores oportunidades de inversión, el desarrollo de métodos para valorar activos financieros y el rendimiento de las inversiones.

### **1.2 Factoreo**

Uno de los rubros en los estados financieros de las empresas son las cuentas por cobrar, lo cual provoca que existan recursos inmovilizados. Las empresas prefieren vender al contado antes que vender a crédito, pero las presiones por lograr capturar una porción mayor de mercado aunado al aumento del número de competidores, obliga a la mayoría de las empresas a ofrecer crédito. El mantenimiento de esas cuentas por cobrar tiene costos, tanto directos como indirectos, pero también genera un beneficio importante, ya que la concesión del crédito incrementará las ventas aunque no necesariamente, sea en la misma proporción.

De esa manera, se ve afectado el ciclo de conversión de efectivo, que se define como el plazo de tiempo que transcurre desde que la compañía hace sus pagos de los recursos productivos, hasta que se reciben los flujos de entrada de efectivo. Esto se puede interpretar como el plazo de tiempo que transcurre entre los gastos de efectivo de la empresa, y las entradas de efectivo provenientes de la venta de productos o servicios.

Uno de los medios por los cuales las empresas pueden reducir su ciclo de efectivo es la reducción de su período de cobro. Por esta razón una gran cantidad de empresas recurre al factoreo o descuento de facturas para obtener efectivo en un período de tiempo más corto. Asimismo, el interés por este tipo de crédito se convierte en un costo de oportunidad para la empresa que hará uso del factoreo.

### 1.2.1 Concepto

El factoreo es un mecanismo de financiamiento a corto plazo, mediante el cual una empresa comercial, industrial, de servicios o persona física con actividad lucrativa, llamada cliente, impulsa su crecimiento a partir de la venta de sus cuentas por cobrar vigentes a una empresa de factoreo, llamada factor.

El factoreo se adapta a las necesidades particulares de cada cliente, ofreciendo una amplia gama de servicios adicionales, como la administración de cartera, evaluación e investigación de clientes y gestión de cobranza entre otros. Esos créditos comerciales pueden corresponder a ventas dentro de su propio país o fuera de éste, según sea el caso. En otras palabras, el factoreo, también conocido como financiación de cuentas por cobrar, es la venta de facturas u otros efectos comerciales por cobrar.

El procedimiento generalmente empleado para el descuento de facturas es simple. El interesado en este servicio recurre al factor en busca de financiamiento y este último, solicita una serie de requisitos básicos antes de efectuar los estudios crediticios de rigor. Una vez que se ha realizado el estudio crediticio, se procede a formalizar la relación mediante un contrato general, el cual incluye todos los términos y deberes de las partes.

Cuando se ha formalizado la línea, se inicia el proceso de cesión de facturas con el endoso y una carta de cesión, documentos mediante los cuales se notifica al pagador que el factor es el nuevo beneficiario del pago.

Normalmente, con el servicio de factoreo las empresas ofrecen a sus clientes el servicio administrativo de control y mensajería, por lo que es común que el factor periódicamente esté reportando a su cliente el avance y los logros de cobro. Es importante destacar que el cliente, a pesar de realizar la cesión de la factura, no se desliga en ningún momento de la responsabilidad de no pago por parte del deudor, lo anterior en el caso del descuento con

recurso, de esta manera, tanto el cliente como el factor están íntimamente relacionados con la buena gestión de cobro.

Algunos de los aspectos importantes del factoreo se refieren a la selección de las cuentas que está dispuesto a comprar, y opta únicamente por aquellas que considera encajan dentro de sus límites de riesgo. Otro elemento importante es la notificación; generalmente, se notifica al pagador que el pago de determinada factura debe realizarlo a la empresa factor y ya no a la empresa que cedió las facturas. La aplicación de esta política depende, de la actitud que vayan a tomar las empresas clientes, acerca del hecho de que sus cuentas hayan sido descontadas.

Después de que un factor selecciona las cuentas que se van a incluir en un arreglo de factorización, se separa cierto porcentaje de las cuentas totales para cubrir cualquier devolución o descuento sobre mercancía vendida. El factor normalmente mantiene una reserva del 5% al 10% sobre el monto factorizado, para protegerse contra esas situaciones. En referencia a las fechas de pago, un arreglo de factoreo se realiza entre el factor y la empresa descontante, el arreglo no solamente establece las cuentas que se van a factorizar, sino también las fechas de pago de las cuentas.

El factor establece, para cada uno de sus clientes, una cuenta similar a una cuenta de depósito bancaria. A medida que se recibe el pago, se deposita el dinero en la cuenta; adicionalmente el factor puede realizar adelantos de efectivo y devolver los excedentes por concepto de reserva a sus clientes.

Los costos del factoreo, tanto para el cliente como para el factor, incluyen los rubros de comisiones, intereses sobre adelantos y los intereses sobre los excedentes en aquellas operaciones que el factor retiene un porcentaje de la factura y no descuenta el 100% de su valor facial.

Las comisiones son los pagos que se hacen al factor por los costos administrativos de verificación y cobro de créditos, así como también por el riesgo que asume cuando

compra cuentas sin recurso. Normalmente, las comisiones de factoreo se establecen en un porcentaje de 1% al 3% sobre el valor nominal de las cuentas por cobrar factorizadas.

El cargo de interés que cobra el factor se impone a los adelantos y generalmente es del 2.5% mensual en colones y entre 2% y 4% sobre la prime rate cuando las facturas son en dólares. Los intereses al disminuirse del saldo a desembolsar encarece el costo efectivo del préstamo.

### **1.2.2 Antecedentes**

Su práctica se desarrolla desde mediados del siglo pasado en los Estados Unidos<sup>12</sup>, en donde la figura del factor evoluciona y se consolida para dedicarse al cobro de las facturas emitidas por sus comitentes.

En los años sesenta, el comercio internacional entró en una nueva fase en la cual los bancos norteamericanos irrumpieron masivamente en la actividad del factoreo, momento a partir del cual empieza su desarrollo a gran escala en el mercado europeo. El descuento de facturas inició su desarrollo en Costa Rica en el transcurso de los últimos 15 años, surgiendo como una nueva alternativa de financiamiento a corto plazo<sup>13</sup>

### **1.2.3 Tipos de factoreo**

Comúnmente, el factoreo se clasifica en dos grandes grupos: con recurso y sin recurso. En el factoreo con recurso, si el pagador no cancela una factura dentro de cierto tiempo, el factor tiene el derecho de obtener el pago de la empresa cedente. En el factoreo sin recurso, las facturas se venden libremente y el factor asume el riesgo de no pago, mientras que las mercancías o los servicios no sean defectuosos.

Por otro lado, existen otras subclases de factoreo que se diferencian entre sí de acuerdo con los tiempos de pago y las empresas involucradas en las transacciones, por ejemplo el factoreo al vencimiento consiste en el pago del valor de las facturas, por parte del factor,

---

<sup>12</sup> *Ibíd.*, p. 40

<sup>13</sup> *Ibídem.*

a su cliente en su fecha promedio de vencimientos, eliminando para el cliente la necesidad de efectuar el proceso de cobro. Asimismo en el factoreo a la vista, el factor se compromete a hacer adelantos a solicitud del cliente por un porcentaje de las facturas. Este adelanto tiene un costo que depende de la tasa de interés vigente en el mercado y del tiempo que transcurra entre la fecha de adelanto y del vencimiento de las facturas.

En el factoreo con notificación el cliente comunica a su comprador que el pago debe hacerlo directamente al factor, sin notificación el cliente continúa efectuando las cobranzas al comprador y las gira indirectamente al factor. Otra modalidad, es el factoreo internacional, en este tipo de descuento participan siempre dos compañías, una en el país exportador y otra en el país importador. En este caso, la empresa de factoreo ubicada en el país importador, realiza el análisis del riesgo del solicitante, lo cual hace que también asuma el riesgo de no pago.

#### **1.2.4 Participantes**

En Costa Rica el número de oferentes de los servicios de descuento de facturas se encuentra en constante crecimiento, formalmente operan alrededor de 25 entidades, sin embargo existen entidades que manejan carteras muy importantes, ejemplo de ello son Banco Improsa, Financiera Desifin y Factoreo Kineret, cuyas carteras anuales son superiores a los \$49 millones, también encontramos entidades con cartera que oscilan entre \$35 y \$28 como Banco Interfin, BN Factoreo del Banco Nacional, y con carteras de \$14 millones de dólares anuales se encuentran dos asociaciones solidarista como son la Asociación de Empleados de la Compañía Nacional de Fuerza y Luz (ASEFYL) y la Asociación Solidarista de Empleados Banco de Costa Rica (Asobancosta)<sup>14</sup>.

Como se observa existe un gran número de participantes provenientes de distintos sectores, instituciones bancarias públicas y privadas, financieras y asociaciones solidarias. Como dato interesante mientras en 1996 las empresas de factoreo reportaron

---

<sup>14</sup> Página electrónica Cámara Costarricense de Empresas de Factoreo. [www.factorero.co.cr](http://www.factorero.co.cr)

carteras por trámites de facturas (a 60 días) equivalentes a ¢5.000 millones, en el 2000 esa cifra subió a ¢20.000 millones y en el 2003 se ubicó en ¢40.000 millones.

### **1.2.5 Marco jurídico**

La figura contractual típica dada por nuestro ordenamiento jurídico para que se pueda desarrollar el factoraje, es la cesión de créditos, que constituye la espina dorsal en la construcción de la técnica del descuento de facturas. La cesión de créditos se constituye en el presupuesto de factorización. A partir del momento en que la sociedad o empresa adquiere la titularidad de los créditos cedidos, es cuando se desarrollan todos o algunos de los efectos del descuento.

La cesión de créditos es el mecanismo esencial para el funcionamiento del factoraje. Pero no se debe olvidar, sin embargo, que la cesión sólo es una operación más dentro del proceso total de factorización. Es precisamente uno de los mecanismos jurídicos tipificados a los que el descontante, ha de recurrir en una de sus fases.

La cesión de créditos puede definirse como un contrato por medio del cual un acreedor transfiere su crédito a un tercero. El contrato se realiza entre el acreedor y el descontante de las facturas, y el deudor de los documentos permanece como sujeto al contrato nuevo, pero involucrado en la relación jurídica que se crea. El contrato de cesión de créditos debe cumplir, con los requisitos exigidos por el artículo 627 del Código Civil que establece que *"para la validez de la obligación es esencialmente indispensable: capacidad de parte de quien se obliga, objeto o cosa cierta y posible que sirva de materia a la obligación y causa justa"*.

En relación con los efectos de la cesión de créditos, hay que indicar que las mismas se establecen en virtud del contrato. Por ende la primera relación cedente-cesionario, surge directamente del contrato de cesión de créditos, en virtud de ella, el derecho de créditos queda transmitido del cedente al cesionario. Con la sola cesión se transmite la propiedad del derecho cedido entre el cedente y cesionario.

El artículo 1104 del Código Civil establece que la propiedad de un crédito pasa al cesionario, en sus relaciones con el cedente, por el solo efecto de la cesión. En cuanto a la garantía derivada de la cesión de créditos, a cargo del cedente, sólo es exigible tratándose de traspasos onerosos y establece que debe garantizar la existencia y legitimidad del crédito, así como su derecho de propiedad al tiempo del traspaso.

El artículo 1114 del Código Civil y el artículo 493 del Código de Comercio, establecen que el cedente no será responsable de la solvencia del deudor, salvo que se hubiere obligado a ello y solamente por la cantidad que recibió en pago de la cesión.

En la relación cedente-deudor cedido, el deudor cedido no es parte del contrato de cesión de créditos, su posición hay que verla antes o después de la notificación, antes de la notificación, subsiste la relación con el cedente y la cesión no le afecta, incluso antes de la notificación puede descargarse pagando al cedente. Así lo establece el artículo 1106 del Código Civil, que dice que el deudor de un crédito queda descargando por el pago que haga al cedente antes de la notificación o aceptación del traspaso. Una vez que el deudor haya sido notificado de la cesión de créditos, desaparece la relación cedente-deudor cedido y el deudor cedido es sólo deudor del cesionario, de tal manera que solamente a éste le puede pagar el monto debido.

Por último, en la relación cesionario-deudor cedido, en el artículo 1104 del Código Civil, señala que *"...con respecto al deudor sólo es eficaz la cesión por la notificación que se le haga del traspaso"*. La notificación consiste en una puesta en conocimiento o comunicación al deudor cedido del otorgamiento de la cesión. El requisito de la notificación tiene por objeto impedir el perjuicio que pudiera acarrear al deudor cualquier pago que hiciera al anterior dueño del crédito, después de que éste hubiera sido traspasado.

La notificación debe tener alguna certeza y puede ser dirigida por cualquiera de los contratantes, sin embargo, el cesionario será el principal interesado, puesto que antes de

la comunicación, el cedido hará buen pago al cedente. El artículo 491 del Código de Comercio, señala que "la cesión de un crédito debe notificarse al deudor y en tanto no se le notifique el traspaso es ineficaz en cuanto a él. Esa notificación puede hacerse por diligencia notarial, carta certificada u otra forma auténtica o de fácil comprobación".

### **1.2.6 Ventajas del descuento de facturas**

A continuación se desarrollan las ventajas identificadas del descuento de facturas, para aquellas empresas que utilizan esta fuente de financiamiento:

- I. El tipo de garantía no graba los activos productivos de la de la empresa cliente, ya que las facturas actúan como tal.
- II. Las empresas pequeñas y medianas pueden gozar de mayor margen de crédito, especialmente cuando realizan descuentos sin recursos en donde no es necesaria demostrar su capacidad de pago.
- III. Mejora el flujo de efectivo de las empresas que utilizan el factoreo. Incluso, la empresa que utiliza el factoreo puede soportar mejor los posibles atrasos de cobro a sus clientes.
- IV. Si se trata de empresas que importan materias primas, el factoreo les permite adquirir divisas anticipadamente y así compensar un poco el efecto devaluación.
- V. Al estar las cuentas por cobrar administradas por una empresa especializada, es de esperar que su recuperación sea más eficiente.
- VI. Al ejercer la empresa de factoreo toda la gestión de cobro, la empresa cliente se ahorra todos los costos que esto involucra.
- VII. La empresa cliente puede destinar los recursos, tanto humanos como administrativos, empleados para el cobro en otros campos, como: ventas, promoción, desarrollo, etc.
- VIII. A raíz de los informes suministrados por el factor, la empresa cliente puede contar con valiosa asistencia e información comercial para ser utilizada en una mejor gestión de negocios.

- IX. La empresa de factoreo se puede convertir en un asesor comercial para el otorgamiento de créditos.
- X. El factoreo supone para la empresa cliente una simplificación considerable en las tareas contables, pues da seguimiento al cobro y registro de las cuentas por cobrar.

### **1.2.7 Desventajas del descuento de facturas**

En realidad este tipo de financiamiento posee escasas desventajas. Sin embargo, entre las más relevantes para las empresas está la disminución de sus ganancias, por los altos honorarios que deban pagarse por concepto del descuento, la tasa de interés que se cobra supera el costo de muchas otras formas de financiamiento, por ello, este mecanismo no es aconsejable para empresas que tienen un bajo margen de ganancia.

En un principio, el hecho de que las empresas utilizaran el descuento de facturas inevitablemente se asociaba con problemas de liquidez, lo cual podría generar desconfianza en sus acreedores comerciales y bancarios, limitando de alguna manera las posibles fuentes de financiamiento.

Otro factor que representa una desventaja es la divulgación de información sobre clientes a terceros, sin embargo, este elemento también se encuentra presente en otras formas de crédito como las líneas de capital de trabajo, leasing y operaciones específicas de largo plazo, producto de los requerimientos de información que soliciten los acreedores para otorgar las facilidades crediticias.

## **Capítulo II: La Asociación de Empleados del BAC San José.**

### **2.1 Generalidades**

El concepto de solidaridad se refiere no sólo a los trabajadores entre sí, sino a la relación armoniosa y respetuosa entre éstos y la empresa, de este modo, la empresa no es ya un lugar de confrontación, sino una comunidad humana, en la que el ser humano sea trabajador, administrador o empresario constituye el valor principal y, por lo tanto, la razón de la productividad y del desarrollo.

Las asociaciones son entidades de duración indefinida, con personalidad jurídica propia, y pueden efectuar operaciones de ahorro, crédito e inversión, así como otras que sean rentables. También pueden desarrollar programas de vivienda, científicos, deportivos, artísticos, educativos, recreacionales, culturales, espirituales y sociales, entre otros. Todo lo anterior podrá ejecutarse siempre y cuando no se comprometan los recursos necesarios para asegurar las devoluciones y pagos del auxilio de cesantía que estipula la ley.

Por lo anterior, se puede manifestar que el solidarismo constituye una importante alternativa de organización social, para alcanzar el progreso económico y afianzamiento de la democracia. Las asociaciones están dirigidas por los mismos trabajadores y son de afiliación y retiro voluntario.

El solidarismo procura por medio de las asociaciones solidaristas, de acuerdo con el artículo 2 de la Ley de Asociaciones Solidaristas, *“la justicia y la paz social, la armonía obrero-patronal y el desarrollo integral de sus asociados”*.

### **2.2 Fundación, constitución y actividades de la asociación**

La Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José (ASEBAC) fue constituida el 16 de marzo de 1990 en la ciudad de San José, con 9 socios fundadores; procurando

fomentar la armonía, los vínculos de unión y la cooperación solidaria entre los empleados y entre éstos y la empresa.

En aquel momento se determinó que los recursos económicos de la asociación serían: el 3% del total de los salarios consignados en las planillas de la Caja Costarricense del Seguro Social aportados por el patrono; los pagos por ingreso de acuerdo con lo que fije la asamblea; los abonos ordinarios y extraordinarios; así como las contribuciones para fines específicos. También se menciona que el ahorro mensual que deben realizar los empleados es de un 5% de acuerdo con el artículo dieciocho de la Ley.

Actualmente la asociación cuenta con un capital social de ¢569 millones y 782 asociados, los cuales se encuentran distribuidos en las distintas regiones de nuestro país en la que tiene presencia el BAC San José, entre los que están San José, San Carlos, Limón, Pérez Zaledón, Guanacaste y Puntarenas.

Sus instalaciones físicas se encuentran ubicadas en el tercer piso del edificio Trifami en el centro de San José, desde donde se coordinan todos los servicios y apoyo que está le brinda a sus asociados.

### **2.3 Estatutos y normativa vigente**

ASEBAC, al igual que todas las asociaciones solidarias del país, se rige, en términos generales, por lo dispuesto en la ley No. 6970 o Ley de Asociaciones Solidarias y por sus Estatutos, éstos últimos contienen un ordenamiento básico que orientan las actividades de la asociación .

Este ordenamiento básico esta compuesto por la siguiente normativa vigente:

- Constitución Política de Costa Rica
- Ley de Asociaciones Solidaristas
- Estatutos de ASEBAC
- Reglamentos internos de la asociación

En el capítulo I, artículo tercero de los Estatutos de ASEBAC se establecen los fines de la asociación:

- Fomentar la armonía, los vínculos de unión y la cooperación solidarista entre empleados y entre estos y la Empresa.
- Formular, realizar y difundir todo tipo de programas de interés para sus asociados, que contribuyan a fomentar la solidaridad entre sus asociados y sus familias.
- Defender los intereses socio-económicos del trabajador asociado, a fin de procurarle un nivel de vida digno y decoroso y sea partícipe de los servicios y beneficios que le brinde la asociación o la empresa.
- Desarrollar campañas de divulgación dentro de la empresa, tales como cursos y seminarios, así como editar folletos que llevarán como objetivo principal informar a sus afiliados sobre las actividades de la empresa, solidarismo y de la doctrina que los inspira.
- Establecer un fondo de reserva del 10% para cubrir el pago del auxilio de cesantía y la devolución de ahorros a los asociados.

#### **2.4 Estructura organizacional**

ASEBAC, como asociación solidarista, se encuentra inscrita en el registro público como una entidad jurídica y esta estructurada de la siguiente manera:

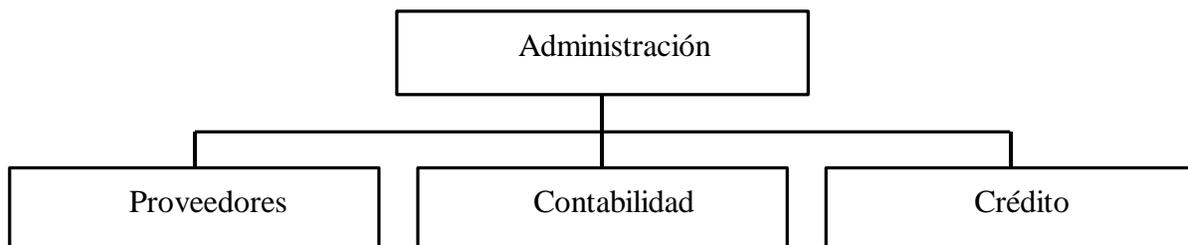
- Asamblea General es el órgano máximo de la asociación, constituida por todos los asociados afiliados a ASEBAC, expresa la voluntad colectiva en las materias de su competencia. La asamblea se reúne como mínimo una vez al año como requisito fundamental y, en forma extraordinaria, cuando lo requieran los asociados o la junta directiva y soliciten efectuar la asamblea previa convocatoria.
- Junta Directiva esta conformada por diez miembros que son: Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero, Vocal I, Vocal II, Vocal III, Fiscal I, Fiscal II y un Representante Patronal.

- Comité de Inversiones esta compuesto por tres miembros de la junta directiva: Presidente, Tesorero y el Fiscal I con voz pero sin voto y dos miembros invitados los cuales no necesariamente tendrán que ser asociados y serán un miembro del departamento financiero del Grupo Financiero San José y un funcionario del puesto de bolsa.

Adicionalmente ASEBAC cuenta con personal administrativo que realizan la operación normal de la asociación, esta estructura administrativa es muy sencilla, como se puede observar en el siguiente diagrama. Cada una de estas áreas está compuesta por una persona, la cual tienen un contacto permanente con los asociados para atender y solucionar sus requerimientos.

Diagrama 1

Estructura administrativa ASEBAC



La administración se encuentra supeditada a las disposiciones de la junta directiva y a los lineamientos de la asamblea general, órgano supremo de la asociación, que, en última instancia es la que determina, según los proyectos presentados por la junta directiva y los asociados, los pasos a seguir en la asociación.

La fiscalización de la administración recae sobre la junta directiva según lo establecido en los estatutos de la asociación, para lo cual la junta convoca, en sus sesiones, a la administradora, con el fin de tener el control y la información necesaria para evaluar el curso de las decisiones tomadas. También, y como una práctica trimestral en ASEBAC se

realizan auditorias externas, que vienen a reforzar la evaluación de la parte administrativa.

## **2.5 Servicios que ofrece**

La Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José brinda una amplia gama de servicios a sus asociados, tales como convenios con más de 7 universidades en las cuales se tienen detectados una importante afluencia de sus asociados, descuentos importantes en equipos de cómputo, servicios oftalmológicos, renta de vehículos, celulares, servicios de carrocería y pintura, ropa, zapatos, joyería, adicionalmente la administración organiza al menos dos ferias anuales (día de la madre y navidad) en donde se exhiben productos de diferentes casas comerciales con importantes descuentos.

ASEBAC cancela el 50% del costo de la enfermera que asiste al médico de empresa, así como los costos del traslado de medicamentos, para que éstos sean entregados directamente al socio sin que éste tenga que desplazarse ha recogerlos hasta el centro de despacho.

Se cuenta también con un fondo de mutualidad que destina ¢75.000 para ayudar a los asociados que sufren la muerte de padre, madre, esposa o hijos ; y en caso de muerte del asociado se gira la suma de ¢150.000 a la familia.

La asociación dispone de una amplia gama de líneas de crédito con el fin de solventar las diversas necesidades de los socios. Entre ellos

1. Préstamos rápidos: Son créditos que se otorgan para cubrir necesidades económicas de los socios en un plazo muy corto y cuyo monto máximo es de ¢50.000
2. Préstamos proveedores: Son créditos que surgen de los convenios realizados por la asociación.

3. Préstamos automáticos: Son créditos respaldados con el ahorro personal del asociado, que requieren únicamente aprobación de la administración de la asociación.
4. Préstamos fiduciarios: Son créditos que no sobrepasarán el total del ahorro personal y el aporte patronal del asociado.
5. Préstamos prendarios: Corresponden a aquellos créditos cuyo plan de inversión es el financiamiento de automóviles.
6. Préstamos especiales: En esta línea de crédito se encuentran:
  - ❑ Gastos médicos y hospitalarios del miembro de la asociación y sus dependientes (hijos, cónyuge, madre y padre).
  - ❑ Defunción de dependientes del asociado (hijos, cónyuge, madre y padre).
  - ❑ Embargos directos al asociado
  - ❑ Siniestros directos al asociado y sus dependientes (hijos, cónyuge, madre y padre).
  - ❑ Uniformes y útiles para hijos del asociado.
  - ❑ Otros que la junta directiva de acuerdo con la solicitud del asociado, estime que son de bien social, y que realmente van a resolver el problema de éste.

## **2.6 Fuentes de sus recursos**

En la actualidad ASEBAC obtiene recursos de dos fuentes que podríamos denominar primarias, el ahorro personal del 5% del asociado y un 2% de la parte patronal, este aporte a lo largo del tiempo ha sufrido modificaciones; en el momento de constitución de la asociación, el aporte representaba un 3% del salario reportado a la Caja Costarricense del Seguro Social, posteriormente se aumentó a un 5%, con la llegada de la Ley de Protección al trabajador se producen cambios ya que el patrono traslada un 3% a las operadores de pensiones elegidas por los empleados para el fondo de capitalización laboral (1.5% se destina al fondo de ahorro laboral y el restante 1.5% al Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias), es entonces en donde el patrono disminuye su aporte a la asociación.

Otra forma de obtener recursos es la capitalización parcial o total de los excedentes del período, en este aspecto diversas juntas directivas han planteado el tema en las asambleas de socios, sin embargo, no se han logrado los votos necesarios para llevarla a cabo.

## **2.7 Reglamentos**

La asociación maneja un único reglamento denominado “Reglamento de Crédito e Inversiones”, en el que se establecen los lineamientos y requerimientos necesarios para la ejecución de sus líneas de crédito e inversiones.

Entre los aspectos generales de este reglamento se puede destacar el hecho de que no existe un comité de crédito, se determinó que todos aquellos préstamos que sean cubiertos con el ahorro personal de sus asociados pueden ser aprobados por la administración de la asociación, siempre y cuando cumplan con los requisitos estipulados en él, y los préstamos cuyos montos superen el ahorro personal e involucren el ahorro patronal o con garantía prendaria, deberán ser presentados para su aprobación en junta directiva, además de los préstamos que tengan alguna excepción, y no cumplan con todos los requisitos estipulados.

En el reglamento sí se crea un comité de inversiones, el cual es un órgano auxiliar de la junta directiva para colaborar en la colocación de inversiones. Dentro de los objetivos del comité se mencionan el procurar el logro de una mayor tasa de rendimiento de mercado procedente de las inversiones que realice en títulos valores y fondos, considerando la relación de riesgo/rendimiento y mantener el vencimiento de la cartera promedio dentro de un plazo no mayor a 36 meses.

## **2.8 Análisis FODA**

La elaboración del análisis FODA, es la fase donde se examinan oportunidades y peligros de la organización, relacionado con un estudio objetivo sobre las potencialidades y

debilidades de la misma. Toda empresa debe identificar las fortalezas que posee las debilidades que no debe de descuidar, las oportunidades ambientales que debe de aprovechar y las amenazas que debe de enfrentar. El FODA arroja indicadores para establecer misiones que las organizaciones necesitan para la consecución de los objetivos.

Cuadro 1  
Análisis F.O.D.A.

<b>F</b>	<p>Fortalezas:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Alto índice de afiliación</li> <li>2. Respaldo BAC San José y compañías afines</li> <li>3. Solvencia económica</li> <li>4. Ventaja competitiva para el patrono</li> <li>5. Servicios de crédito</li> <li>6. Eficiencia en equipos y sistemas informáticos</li> <li>7. Personal capacitado y con experiencia</li> <li>8. Espacio físico adecuado</li> <li>9. Fiscalización de auditoría externa</li> </ol>
<b>O</b>	<p>Oportunidades:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Diversificación de actividades</li> <li>2. Alianzas estratégicas</li> <li>3. Estrategias de comunicación</li> <li>4. Capacitación del Movimiento Solidarista y el Instituto Solidarista</li> <li>5. Ahorro extraordinario de asociados</li> </ol>
<b>D</b>	<p>Debilidades:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. No existen presupuestos</li> <li>2. Políticas y procedimientos</li> <li>3. Baja rentabilidad</li> <li>4. Distribución total de dividendos</li> <li>5. Ausencia de horario vespertino</li> <li>6. Falta de un sistema de promoción y divulgación</li> </ol>
<b>A</b>	<p>Amenazas:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Aumento inflacionario</li> <li>2. Competencia en productos crediticios</li> <li>3. Alto endeudamiento</li> <li>4. Modificaciones al impuesto de renta</li> <li>5. Desconocimiento del asociado</li> </ol>

Fuente: Elaboración propia con base en el análisis efectuado con personal y miembros de la junta directiva de ASEBAC.

#### Fortalezas:

- ASEBAC siempre a contado con altos índices de afiliación, en los últimos años alrededor del 75% del personal del Grupo Financiera San José a formado parte de la asociación, el porcentaje no es mayor, por cuanto existe un número cada vez más amplio de personal que trabaja por servicios profesionales y contratos no mayores a seis meses.
- El respaldo de las empresas del grupo a permitido fortalecer la asociación desde el punto de vista de cantidad de asociados, y el monto de los recursos administrados, lo que a su vez, plantea la posibilidad de que la asociación se convierta en suplidora de servicios para el grupo, estrechando el vínculo entre ambas entidades.
- La asociación cuenta con una amplia gama de préstamos con tasas de interés menores a las del mercado; los desembolsos se realizan directamente a la cuenta del asociado, adicionalmente ASEBAC no cobra gastos administrativos y las deducciones de las cuotas las transfiere recursos humanos, facilitándole el trámite al socio.
- El personal administrativo cuenta con los equipos necesarios para desempeñar de la mejor manera posible sus funciones, este elemento aunado al desarrollo profesional de los colaboradores y unas instalaciones físicas cómodas, permiten brindar un excelente ambiente de trabajo que incide de manera favorable sobre el servicio que se le proporciona a los asociados.
- Trimestralmente se realizan auditorias externas por firmas reconocidas, que evalúan todos los aspectos de la asociación, permitiendo tanto a la junta directiva como a los asociados conocer de profesionales en la materia el desempeño de la asociación. Los informes son discutidos en el seno de la junta directiva con el fin de marcar las pautas en aquellos aspectos que le confieren, para corregir las observaciones planteadas.

#### Oportunidades:

- ASEBAC dispone de los recursos suficientes para ampliar las opciones de inversión en donde colocar sus recursos, también se cuenta con el apoyó técnico de los colaboradores del Grupo para desarrollar nuevas estrategias en campos

- como leasing, descuento de facturas, préstamos hipotecarios y líneas de descuento de créditos indirectos.
- Las alianzas con nuevos suplidores de bienes y servicios es una de las mejores oportunidades de desarrollo en beneficio de todos los asociados, el número de miembros, así como, las facilidades crediticias se presentan como una importante carta de presentación para atraer a nuevos proveedores.
  - Los servicios del lotus notes permite desarrollar estrategias de comunicación personalizadas a nivel nacional para todos aquellos potenciales asociados, además de permitir mantener informados a los socios de los nuevos servicios y productos que se encuentran a su disposición.
  - El adquirir conocimientos de todo lo relacionado con las asociaciones solidarias y nuevas formas de desarrollo, es un pilar sobre el cual tiene la oportunidad ASEBAC de crecer, por medio de organizaciones especializadas en todos los aspectos del solidarismo en nuestro país.
  - En noviembre del 2004 diversos personeros de las empresas del grupo financiero se acercaron a la asociación, con el fin de que ésta creara un nuevo producto que permitiera a todos los asociados realizar un ahorro adicional al estipulado por la ley de asociaciones solidarista del 5%.

#### Debilidades:

- La asociación no maneja presupuestos, únicamente se realizan provisiones sobre algunas partidas, esto entorpece el desarrollo de posibles escenarios financieros, adicionalmente no se pueden establecer criterios sobre crecimiento de gastos y dificultan las proyecciones de nuevas estrategias de inversión.
- Existe una clara ausencia de políticas, procedimientos y definición de responsabilidades, que no permite medir eficazmente el desempeño del personal administrativo.
- La dependencia de los ingresos sobre dos estrategias de inversión, en la cual una de ellas cumple primordialmente un beneficio social, imposibilita generar mayor rendimiento. Lo anterior repercute directamente en la toma de decisión por parte de los socios en las asambleas generales cuando se discute el tema de la capitalización de los dividendos.

- La ausencia de un horario vespertino imposibilita a todos aquellos asociados que no laboran en el casco metropolitano, a desplazarse a las instalaciones de la asociación, tanto para realizar trámites personales, como para visitar las ferias y el stock permanente de productos de los distintos proveedores de la asociación.
- La falta de un esquema de promoción y divulgación de la asociación a nivel de sucursales y rapibancos para informar y dar atención al asociado es evidente.

Amenazas:

- El aumento en el índice de precios al consumidor repercute de manera directa en el rendimiento real que recibe el socio, además de la influencia sobre las decisiones de ahorro.
- El lanzamiento de nuevos productos crediticios enfocados a suplir necesidades personales representa una fuerte amenaza para la asociación, un ejemplo de esto fueron los adelantos de salarios, una opción que tienen todos los colaboradores del Grupo Financiero San José de retirar efectivo las 24 horas del día y en cualquier cajero automático de la red total, de manera rápida y sin presentar ningún tipo de solicitud.
- El alto endeudamiento de los asociados es otra amenaza para ASEBAC, ya que una de las posibles decisiones que tome el colaborador inmerso en esta situación es retirarse de la asociación, para tener un mayor ingreso.
- Modificación de la Ley sobre el impuesto de renta, en el sentido de incluir el ingreso obtenido por excedentes dentro del cálculo del impuesto de la renta personal.
- La ausencia de una conciencia solidarista y el encasillar a la asociación como una entidad generadora de excedentes, representa una amenaza y dificulta en muchos aspectos la comprensión de los excedentes sociales que genera ASEBAC.

### Capítulo III: Análisis de las estrategias implementadas

#### 3.1 Análisis financiero de los resultados de ASEBAC

A continuación se desarrolla un análisis de la información contenida en los estados financieros de ASEBAC. Como punto de partida, y a manera de resumen, se presenta un cuadro sobre la evolución de las principales variables financieras y contables que surgen de la comparación histórica de los estados financieros e información de tasas de interés y el índice de precios al consumidor.

#### Cuadro 2

Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José

Resultados comparativos

Comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004

-en colones-

Detalle	2002	2003	2004
Ingresos	83,879,720	102,799,292	106,520,698
Gastos	45,143,315	37,217,180	51,770,083
Excedentes del período	38,736,405	65,582,112	54,750,615
Ahorro y Aporte Promedio	435,413,153	491,122,706	537,198,101
Ahorro y Aporte al final del período	457,736,116	520,269,165	569,608,884
Retorno S/Patrimonio Promedio	8.90%	13.35%	10.19%
Incremento Anual del Ahorro y el Aporte	16.83%	13.66%	9.48%
Gastos a Ingresos	53.82%	36.20%	48.60%
Excedentes a Ingresos	46.18%	63.80%	51.40%
Excedentes a Ahorro y Aporte	8.46%	12.61%	9.61%
Ing. S/Inversiones	49.39%	41.79%	55.46%
Ing. S/Préstamos	41.36%	46.70%	27.09%
Otros Ingresos	9.25%	11.51%	17.45%
Tasa Básica Pasiva Promedio*	16.60	16.59	13.75%
Tása de Inflación IPC *	9.16%	8.36%	13.78%

Fuente elaboración propia con datos extraídos de los estados financieros de ASEBAC e información económica de la página web del Banco Central de Costa Rica.

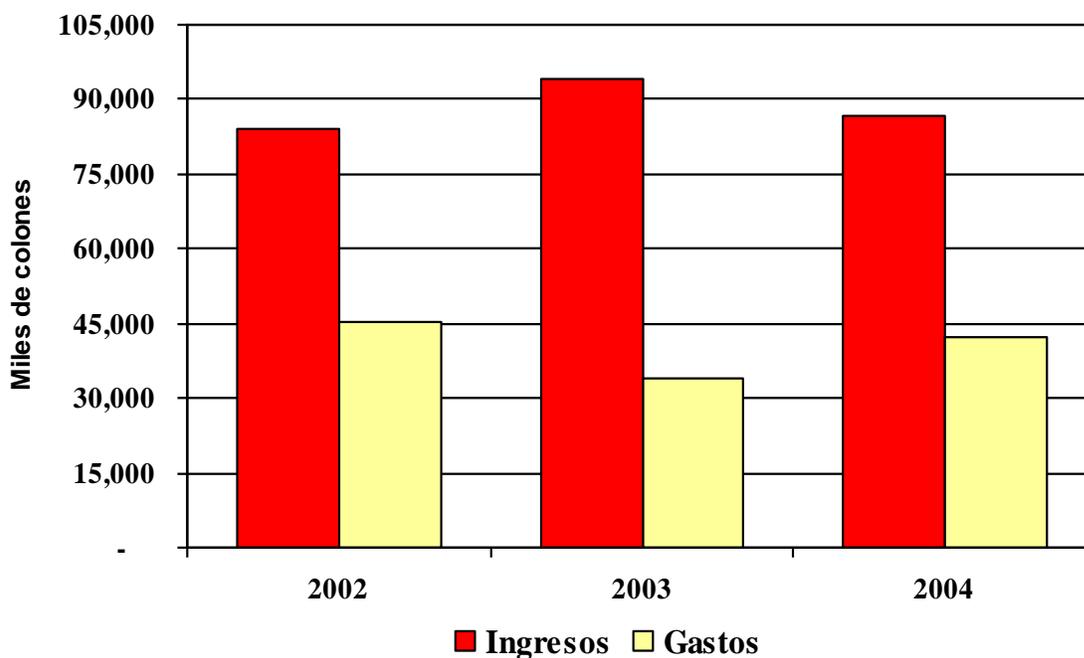
Del cuadro anterior se desprende que los ingresos de la asociación presentaron un incremento del 22.56% del 2002 al cierre de setiembre del 2003, los gastos disminuyeron en un 17.56%, principalmente por un recorte realizado en la provisión de la asamblea de socios. La relación entre gastos a ingresos se ubicó en un 36.20%, la más baja en los tres períodos analizados.

El retorno sobre el patrimonio promedio en el 2003 fue de 13.35% muy superior a la tasa de inflación de ese mismo período que se ubicó en un 8.36%. En setiembre del 2004 el crecimiento nominal de los ingresos fue de ₡3,721,406, el retorno sobre el patrimonio promedio cerró en 10.19%, la variación interanual (octubre 2003 setiembre 2004) del índice de precios al consumidor fue de 13.78%, la variación más alta de los últimos ocho años, provocando que el interés resultante para los asociados fuera negativo en términos reales.

Por su parte de cada colón generado en el período fiscal finalizado en el 2004, 0.49 céntimos fueron utilizados para gastos, el incremento anual de capital social presento un menor crecimiento con respecto al año anterior, llegando al 9.61%.

Gráfico 1

Comparación de ingresos y gastos deflatados  
Comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004  
-en miles de colones-



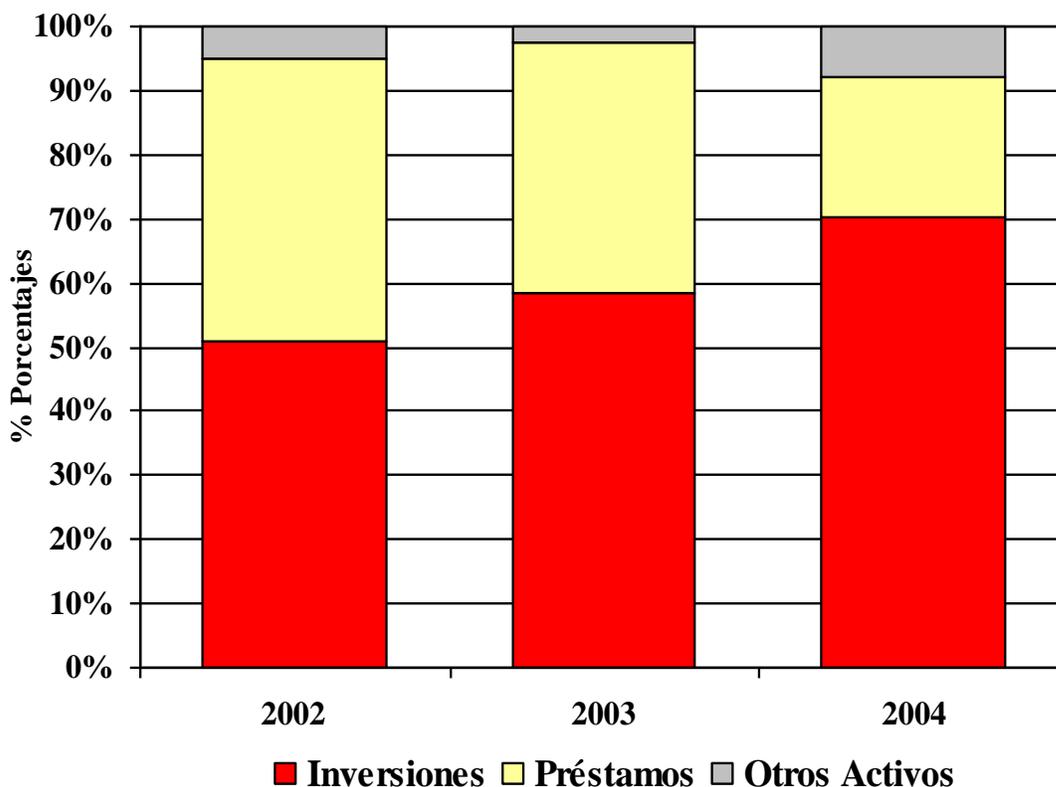
Fuente elaboración propia con datos extraídos del cuadro 2.

Como se observa en el gráfico1 el comportamiento de los ingresos deflatados en el período 2003 aumenta más de 10 millones de colones, para el año siguiente, por el contrario, presenta una fuerte contracción generada primordialmente por la disminución de los ingresos de la cartera hipotecaria en colones. En el caso de los gastos el efecto fue inverso, para el período del 2003 los gastos bajan en 24.67% en términos reales; los resultados de setiembre 2004 se incrementan de una forma casi similar, 23.85%. Alrededor del 40% del incremento que se presentó fue producto de un desembolso extraordinario de la venta del 90% de la cartera hipotecaria en colones, realizada en diciembre del 2003 lo que generó un gasto por concepto de comisiones o descuento de ¢5.7 millones. La venta de la cartera se realizó producto de la inquietud de los miembros de la junta directiva de no mantener recursos comprometidos por más de 5 años, sin embargo, no existe evidencia de algún tipo de análisis financiero que lograra medir su impacto y las repercusiones en cuanto a la concentración de recursos en inversiones en el mercado financiero.

Gráfico 2

## Composición porcentual de los activos totales

Comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004



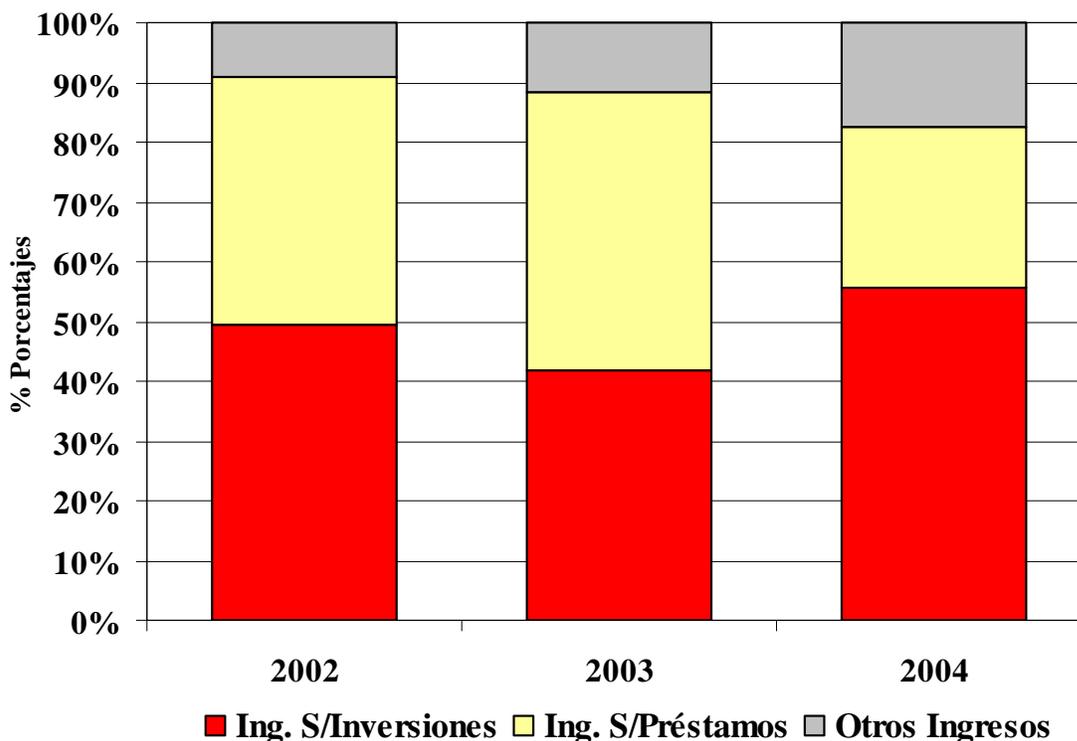
Fuente elaboración propia con datos extraídos del cuadro 3

La venta de la cartera también provocó modificaciones importantes en la composición de los activos, los recursos obtenidos se destinaron a inversiones en títulos valores; los préstamos para setiembre 2003 y 2004 representaban un 44.31% y un 39.15% respectivamente del total de activos, en el 2004 disminuyeron colocándose en un 22.04%; por su parte las inversiones para este mismo período representaban más del 70% de los activos, generando una alta concentración y dependencia de los recursos colocados en el mercado de valores.

Gráfico 3

## Composición porcentual de los ingresos totales

Comprende los períodos fiscales del 2002, 2003 y 2004



Fuente elaboración propia con datos extraídos del cuadro 4.

En setiembre del 2002 los ingresos sobre préstamos representaban un 41.36% del total de ingresos, un año después eran la fuente que generaba los mayores recursos, un 46.70%, superando los ingresos sobre inversiones en más 490 puntos base, a pesar de la menor proporción en cuanto al total de recursos colocados en estos activos. Para el cierre de

setiembre del 2004 los ingresos sobre préstamos disminuyeron en un 42% ubicándose en un 27.09% del total de ingresos, esta caída se presentó por la venta de la cartera hipotecaria en colones y no por una disminución en la tasa activa de los préstamos colocados. El saldo generado por las inversiones fue de ¢59,076,813 un 55.46% del total del ingresos.

Como parte del análisis financiero se desarrollará el análisis vertical y horizontal del Balance General y el Estado de Resultados para los periodos del 2002, 2003 y 2004

**Cuadro 3**  
**Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José**  
**Balance General y análisis vertical**  
**-en miles de colones-**

<b>Activos</b>	<b>30 setiembre 2002</b>		<b>30 setiembre 2003</b>		<b>30 setiembre 2004</b>	
	<b>Monto</b>	<b>%</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>
<b>Activo circulante</b>						
Caja y bancos	16,562	3.0%	7,728	1.2%	36,208	5.5%
Inversión títulos valores	222,711	40.4%	306,036	48.0%	453,949	68.7%
Préstamos por cobrar colones	57,894	10.5%	65,971	10.4%	69,477	10.5%
Préstamos por cobrar dólares	-	0.0%	-	0.0%	1,614	0.2%
Estimación para incobrables	-	0.0%	-	0.0%	1,650	-0.2%
Cuentas por cobrar	666	0.1%	1,815	0.3%	872	0.1%
Intereses por cobrar	4,815	0.9%	1,798	0.3%	10,171	1.5%
Gastos pagados por anticipado	334	0.1%	501	0.1%	440	0.1%
<b>Total</b>	<b>302,982</b>	<b>54.9%</b>	<b>383,850</b>	<b>60.2%</b>	<b>571,081</b>	<b>86.4%</b>
<b>Préstamos e inversiones a plazo</b>						
Préstamos por cobrar plazo colones	174,082	31.6%	146,404	23.0%	61,303	9.3%
Préstamos por cobrar plazo dólares	12,521	2.3%	37,074	5.8%	13,240	2.0%
Inversiones a largo plazo	57,585	10.4%	65,163	10.2%	11,389	1.7%
<b>Total</b>	<b>244,187</b>	<b>44.3%</b>	<b>248,641</b>	<b>39.0%</b>	<b>85,931</b>	<b>13.0%</b>
<b>Activos fijos</b>						
Mobiliario y equipo neto	2,170	0.4%	2,503	0.4%	2,186	0.3%
Software neto	1,026	0.2%	804	0.1%	581	0.1%
<b>Total</b>	<b>3,197</b>	<b>0.6%</b>	<b>3,307</b>	<b>0.5%</b>	<b>2,767</b>	<b>0.4%</b>
<b>Otros activos</b>						
Otros activos	1,385	0.3%	1,416	0.2%	1,071	0.2%
<b>Total</b>	<b>1,385</b>	<b>0.3%</b>	<b>1,416</b>	<b>0.2%</b>	<b>1,071</b>	<b>0.2%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>551,750</b>	<b>100.0%</b>	<b>637,215</b>	<b>100.0%</b>	<b>660,851</b>	<b>100.0%</b>

Continúa...

Continuación...

**Pasivo y patrimonio****Pasivo circulante**

Cuentas por pagar	407	0.1%	839	0.1%	518	0.1%
Otras cunts x pagar y gastos acum.	1,412	0.3%	2,384	0.4%	480	0.1%
Aportes patronales pasivos	19,643	3.6%	35,617	5.6%	38,363	5.8%
Gastos acumulados y otras cuentas	1,206	0.2%	2,055	0.3%	1,824	0.3%
Retenciones por pagar	108	0.0%	119	0.0%	173	0.0%
Provisiones y reservas	15,080	2.7%	10,158	1.6%	8,399	1.3%
Obligaciones por pagar	17,243	3.1%	-	0.0%	-	0.0%
<b>Total</b>	<b>55,100</b>	<b>10.0%</b>	<b>51,172</b>	<b>8.0%</b>	<b>49,757</b>	<b>7.5%</b>

**Pasivo plazo**

Obligaciones por pagar plazo	178	0.0%	192	0.0%	192	0.0%
<b>Total</b>	<b>178</b>	<b>0.0%</b>	<b>192</b>	<b>0.0%</b>	<b>192</b>	<b>0.0%</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>55,278</b>	<b>10.0%</b>	<b>51,364</b>	<b>8.1%</b>	<b>49,949</b>	<b>7.6%</b>

**Patrimonio**

Aporte asociados	265,857	48.2%	317,200	49.8%	357,383	54.1%
Aporte patronal	191,879	34.8%	203,069	31.9%	212,226	32.1%
Ganancias/perdidas no realizadas	-	0.0%	-	0.0%	13,457	-2.0%
Reserva legal	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Excedentes por distribuir	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Excedentes del período	38,736	7.0%	65,582	10.3%	54,751	8.3%
<b>Total patrimonio</b>	<b>496,473</b>	<b>90.0%</b>	<b>585,851</b>	<b>91.9%</b>	<b>610,902</b>	<b>92.4%</b>

**Total pasivo y patrimonio**    **551,750**    **100.0%**    **637,215**    **100.0%**    **660,851**    **100.0%**

Fuente elaboración propia con datos extraídos de los estados financieros de ASEBAC

Partiendo de los datos mostrados en el cuadro 3 se observa que los activos circulantes han incrementado su participación relativa del total de activos, para el año 2002 representaban un 54.91%, en el 2003 un 60.24% y para el período concluido en setiembre del 2004 su peso relativo fue de 86.42%; esta misma tendencia de crecimiento se presentó en la cuenta de inversiones en títulos valores la cual para setiembre 2004 representaba el 68.69% del total de activos, el saldo a esa fecha era de ¢453.9 millones.

En el rubro de préstamos e inversiones a plazo se refleja lo descrito anteriormente referente a la venta de una gran parte de la cartera hipotecaria en colones, ya que la cuenta más importante de préstamos por cobrar en colones en setiembre del 2003 tenía un peso de 22.98%, un año después representaba solamente el 9.28%. El resto de los activos presentan una participación inferior al 1% en la estructura de activos.

Como es característico de estas organizaciones y más aún de aquellas que no manejan un ahorro voluntario el pasivo es muy bajo, representa menos del 11%, dada la estrategia de inversión de ASEBAC de no invertir hasta el momento en activos fijos que requieran un financiamiento a largo plazo, las obligaciones por pagar a plazo en los tres períodos representan un 0.3% del total de activos.

El ahorro personal y patronal representa para los tres períodos en análisis más del 80% del total de pasivos y patrimonio; una particularidad de estas cuentas es que el peso relativo del ahorro personal se ha incrementado y el aporte patronal se ha disminuido marginalmente, producto del efecto de la entrada en vigencia en marzo del 2001 de la Ley de Protección al Trabajador, en donde el patrono disminuyó el porcentaje de aporte a la asociación de un 5% a un 2% del salario bruto reportado de cada uno de los asociados.

Cuadro 4  
Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José  
Estado de Resultados y análisis vertical  
-en miles de colones-

<b>Ingresos</b>	<b>30 setiembre 2002</b>		<b>30 setiembre 2003</b>		<b>30 setiembre 2004</b>	
<b>Ingresos operativos</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>
<b>Ingresos cartera préstamos</b>						
Ingresos ganados sobre préstamos colones	34,099	40.7%	46,092	44.8%	26,311	24.7%
Ingresos ganados sobre préstamos dólares	505	0.6%	1,715	1.7%	2,422	2.3%
Intereses moratorios sobre préstamos	92	0.1%	199	0.2%	125	0.1%
<b>Ingresos cartera préstamos</b>	<b>34,696</b>	<b>41.4%</b>	<b>48,007</b>	<b>46.7%</b>	<b>28,858</b>	<b>27.1%</b>
Ingresos por convenios	478	0.6%	845	0.8%	1,362	1.3%
<b>Total de ingresos operativos</b>	<b>35,174</b>	<b>41.9%</b>	<b>48,852</b>	<b>47.5%</b>	<b>30,220</b>	<b>28.4%</b>

Continúa...

Continuación...

**Ingresos financieros**

**Ingresos cartera inversión**

Ingresos ganados s/ inversiones s. público ¢	24,230	28.9%	14,275	13.9%	37,105	34.8%
Ingresos ganados s/ inversiones s. privado ¢	9,991	11.9%	16,216	15.8%	2,723	2.6%
Ingresos ganados s/ inversiones s. público \$	2,826	3.4%	485	0.5%	-	0.0%
Ingresos ganados s/ inversiones s. privado \$	2,452	2.9%	2,068	2.0%	1,900	1.8%
Desc. inversiones títulos valores inversión ¢	1,878	2.2%	6,832	6.6%	13,967	13.1%
Ganancia en venta de títulos s. público ¢	50	0.1%	3,088	3.0%	3,381	3.2%
<b>Total de ingresos cartera inversión</b>	<b>41,427</b>	<b>49.4%</b>	<b>42,965</b>	<b>41.8%</b>	<b>59,077</b>	<b>55.5%</b>
Otros ingresos financieros	4,930	5.9%	9,045	8.8%	6,451	6.1%
Otros ingresos	2,348	2.8%	1,938	1.9%	10,773	10.1%
<b>Total de ingresos</b>	<b>83,880</b>	<b>100.0%</b>	<b>102,799</b>	<b>100.0%</b>	<b>106,521</b>	<b>100.0%</b>

**Gastos**

Gastos del personal	16,251	19.4%	20,151	19.6%	24,290	22.8%
Suministros y servicios	1,982	2.4%	2,725	2.7%	4,220	4.0%
Servicios terceros	4,157	5.0%	3,148	3.1%	3,880	3.6%
Provisiones	15,304	18.2%	8,035	7.8%	5,795	5.4%
Depreciaciones y amortizaciones	1,232	1.5%	926	0.9%	1,546	1.5%
Gastos financieros	6,211	7.4%	2,232	2.2%	11,687	11.0%
Otros gastos	6	0.0%	-	0.0%	351	0.3%
<b>Total de gastos</b>	<b>45,143</b>	<b>53.8%</b>	<b>37,217</b>	<b>36.2%</b>	<b>51,770</b>	<b>48.6%</b>
<b>Excedentes del período</b>	<b>38,736</b>	<b>46.2%</b>	<b>65,582</b>	<b>63.8%</b>	<b>54,751</b>	<b>51.4%</b>

Fuente elaboración propia con datos extraídos de los estados financieros de ASEBAC

En el análisis de resultados, según los datos obtenidos en el cuadro 4, se observa una disminución del peso relativo del total de ingresos operativos para el cierre de setiembre 2004 de 28.4% respecto al mismo período del 2003 que se ubicó en 47.5%. En los ingresos ganados sobre préstamos en colones, la principal fuente de recursos operativos se contrajo un 43%. Los ingresos por convenios superaron para el 2004 el millón de colones.

Los recursos generados de la venta de la cartera se destinaron temporalmente a la compra de títulos valores, para setiembre 2004 el rendimiento promedio de la cartera fue de 15.5%, inferior a la tasa ponderada de la cartera vendida en colones de un 18.6%.

Los otros ingresos presentaron un repunte muy significativo, alcanzando más del 10% de todos los ingresos; este efecto de setiembre del 2004 se dio producto de ajustes o reversiones de reservas de períodos anteriores.

Del total de gastos el rubro más significativo en los tres períodos es el de gastos de personal, sin embargo este rubro crece de una forma marginal, ya que para el 2003 de cada cien colones de ingresos ¢19.60 se destinaban al personal en setiembre del 2004, esta misma relación destinaba ¢22.80 a cubrir estas erogaciones; para este mismo período sobresalen los gastos financieros que representan el 11.0%; los principales rubros de esta partida son el gasto por concepto de descuento de la venta de cartera de ¢5.7 millones, ¢3.0 millones en primas por valores negociables y ¢1.6 millones en pérdidas en títulos valores.

Cuadro 5  
Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José  
Balance General y análisis horizontal  
-en miles de colones-

Activos	30 setiembre 2002		30 setiembre 2003		30 setiembre 2004	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
<b>Activo circulante</b>						
Caja y bancos	16,562	-90.5%	7,728	-53.3%	36,208	368.5%
Inversión títulos valores	222,711	146.9%	306,036	37.4%	453,949	48.3%
Préstamos por cobrar colones	57,894	-66.4%	65,971	14.0%	69,477	5.3%
Préstamos por cobrar dólares	-	0.0%	-	0.0%	1,614	0.0%
Estimación para incobrables	-	0.0%	-	0.0%	1,650	0.0%
Cuentas por cobrar	666	-55.9%	1,815	172.4%	872	-52.0%
Intereses por cobrar	4,815	0.0%	1,798	-62.7%	10,171	465.7%
Gastos pagados por anticipado	334	0.0%	501	50.2%	440	-12.2%
<b>Total</b>	<b>302,982</b>	<b>-30.9%</b>	<b>383,850</b>	<b>26.7%</b>	<b>571,081</b>	<b>48.8%</b>
<b>Préstamos e inversiones a plazo</b>						
Préstamos por cobrar plazo colones	174,082	0.0%	146,404	-15.9%	61,303	-58.1%
Préstamos por cobrar plazo dólares	12,521	0.0%	37,074	196.1%	13,240	-64.3%
Inversiones a largo plazo	57,585	6298.3%	65,163	13.2%	11,389	-82.5%
<b>Total</b>	<b>244,187</b>	<b>27031.9%</b>	<b>248,641</b>	<b>1.8%</b>	<b>85,931</b>	<b>-65.4%</b>
<b>Activos fijos</b>						
Mobiliario y equipo neto	2,170	2.5%	2,503	15.3%	2,186	-12.7%
Software neto	1,026	0.0%	804	-21.7%	581	-27.7%
<b>Total</b>	<b>3,197</b>	<b>51.0%</b>	<b>3,307</b>	<b>3.4%</b>	<b>2,767</b>	<b>-16.3%</b>
<b>Otros activos</b>						
Otros activos	1,385	130.2%	1,416	2.3%	1,071	-24.4%
<b>Total</b>	<b>1,385</b>	<b>130.2%</b>	<b>1,416</b>	<b>2.3%</b>	<b>1,071</b>	<b>-24.4%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>551,750</b>	<b>24.7%</b>	<b>637,215</b>	<b>15.5%</b>	<b>660,851</b>	<b>3.7%</b>

Continúa...

Continuación...

**Pasivo y patrimonio****Pasivo circulante**

Cuentas por pagar	407	-94.1%	839	105.9%	518	-38.2%
Otras cuentas x pagar y gastos acum.	1,412	0.0%	2,384	68.8%	480	-79.9%
Aportes patronales pasivos	19,643	107.3%	35,617	81.3%	38,363	7.7%
Gastos acumulados y otras cuentas	1,206	-70.8%	2,055	70.5%	1,824	-11.3%
Retenciones por pagar	108	0.0%	119	10.4%	173	45.7%
Provisiones y reservas	15,080	0.0%	10,158	-32.6%	8,399	-17.3%
Obligaciones por pagar	17,243	0.0%	-	-100.0%	-	0.0%
<b>Total</b>	<b>55,100</b>	<b>168.0%</b>	<b>51,172</b>	<b>-7.1%</b>	<b>49,757</b>	<b>-2.8%</b>

**Pasivo plazo**

Obligaciones por pagar plazo	178	0.0%	192	7.7%	192	0.0%
<b>Total</b>	<b>178</b>	<b>0.0%</b>	<b>192</b>	<b>7.7%</b>	<b>192</b>	<b>0.0%</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>55,278</b>	<b>168.9%</b>	<b>51,364</b>	<b>-7.1%</b>	<b>49,949</b>	<b>-2.8%</b>

**Patrimonio**

Aporte asociados	265,857	28.2%	317,200	19.3%	357,383	12.7%
Aporte patronal	191,879	4.1%	203,069	5.8%	212,226	4.5%
Ganancias/perdidas no realizadas	-	0.0%	-	0.0%	13,457	0.0%
Reserva legal	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Excedentes por distribuir	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Excedentes del período	38,736	29.2%	65,582	69.3%	54,751	-16.5%
<b>Total patrimonio</b>	<b>496,473</b>	<b>17.7%</b>	<b>585,851</b>	<b>18.0%</b>	<b>610,902</b>	<b>4.3%</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>551,750</b>	<b>24.7%</b>	<b>637,215</b>	<b>15.5%</b>	<b>660,851</b>	<b>3.7%</b>

Fuente elaboración propia con datos extraídos de los estados financieros de ASEBAC

De la revisión del análisis horizontal del balance general se aprecia un aumento en el activo circulante de un 48.8%, la inversión en títulos valores, partida más importante de los activos circulantes aumento prácticamente lo mismo 48.3%, nominalmente las inversiones se incrementaron en ¢147.8 millones; los préstamos e inversiones a plazo disminuyeron 65.44% alrededor de ¢162.7 millones, el activo fijo y los otros activos decrecieron en 16.3% y 24.4% respectivamente. El incremento de las inversiones a corto plazo se explica por dos efectos, el primero por el ingreso de los recursos de la venta de la cartera y el débil crecimiento de los préstamos que ocasiono que los recursos no prestados se canalizaran a través de títulos valores.

Por otra parte, los pasivos totales disminuyen en 7.08% al cierre de setiembre del 2003, un año después se presenta ese mismo decrecimiento pero con menor intensidad 2.75%.

Cabe destacar la cuenta de aportes patronales pasivos que en el período del 2003 presentó un crecimiento de 81.32%, alrededor de 16 millones de colones y para el año 2004 el incremento fue 7.71%, menos de ¢3 millones. Esta cuenta se alimenta de todos aquellos colaboradores de la organización que están trabajando que fueron miembros activos de la asociación y por diversos motivos decidieron salirse, ya que por ley pueden retirar su ahorro personal pero el aporte patronal se mantiene en la asociación de manera pasiva a favor de cada ex-socio.

Otras cuentas por pagar y gastos acumulados disminuyen en ¢1,904.176, al igual que las provisiones y reservas en ¢1,758,184, lo que condujo a una caída del pasivo circulante en setiembre del 2004 de 2.8%. Este factor aunado al mantenimiento del mismo saldo de obligaciones de largo plazo mejoraron la posición de liquidez que maneja ASEBAC.

El capital social conformado por el aporte patronal y el ahorro personal en los tres períodos ha experimentado crecimientos, en el 2002 fue de 16.83%, 13.66% en el 2003 y 9.48% en el año 2004. Por su parte los excedentes del último período en mención no mantienen una tendencia de crecimiento, por el contrario decrecieron de manera importante en 16.52%, poco menos de ¢11 millones.

#### Cuadro 6

##### Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José

##### Estado de Resultados y análisis horizontal

-en miles de colones-

<b>Ingresos</b>	<b>30 setiembre 2002</b>		<b>30 setiembre 2003</b>		<b>30 setiembre 2004</b>	
	<b>Monto</b>	<b>%</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>	<b>Monto</b>	<b>%</b>
<b>Ingresos operativos</b>						
<b>Ingresos cartera préstamos</b>						
Ingresos ganados sobre préstamos colones	34,099	0.0%	46,092	35.2%	26,311	-42.9%
Ingresos ganados sobre préstamos dólares	505	0.0%	1,715	239.7%	2,422	41.2%
Intereses moratorios sobre préstamos	92	0.0%	199	117.1%	125	-37.3%
<b>Ingresos cartera préstamos</b>	<b>34,696</b>	<b>76.6%</b>	<b>48,007</b>	<b>38.4%</b>	<b>28,858</b>	<b>-39.9%</b>
Ingresos por convenios	478	0.0%	845	76.6%	1,362	61.2%
<b>Total de ingresos operativos</b>	<b>35,174</b>	<b>79.1%</b>	<b>48,852</b>	<b>38.9%</b>	<b>30,220</b>	<b>-38.1%</b>

Continúa...

Continuación...

**Ingresos financieros****Ingresos cartera inversión**

Ingresos ganados s/ inversiones s. público ¢	24,230	0.0%	14,275	-41.1%	37,105	159.9%
Ingresos ganados s/ inversiones s. privado ¢	9,991	0.0%	16,216	62.3%	2,723	-83.2%
Ingresos ganados s/ inversiones s. público \$	2,826	0.0%	485	-82.8%	-	0.0%
Ingresos ganados s/ inversiones s. privado \$	2,452	0.0%	2,068	-15.7%	1,900	-8.1%
Desc. inversiones títulos valores inversión ¢	1,878	0.0%	6,832	263.8%	13,967	104.4%
Ganancia en venta de títulos s. público ¢	50	0.0%	3,088	6098.8%	3,381	9.5%
<b>Total de ingresos cartera inversión</b>	<b>41,427</b>	<b>1.6%</b>	<b>42,965</b>	<b>3.7%</b>	<b>59,077</b>	<b>37.5%</b>

Otros ingresos financieros	4,930	0.0%	9,045	83.4%	6,451	-28.7%
Otros ingresos	2,348	43.1%	1,938	-17.5%	10,773	455.8%

<b>Total de ingresos</b>	<b>83,880</b>	<b>35.1%</b>	<b>102,799</b>	<b>22.6%</b>	<b>106,521</b>	<b>3.6%</b>
--------------------------	---------------	--------------	----------------	--------------	----------------	-------------

**Gastos**

Gastos del personal	16,251	-49.2%	20,151	24.0%	24,290	20.5%
Suministros y servicios	1,982	0.0%	2,725	37.5%	4,220	54.9%
Servicios terceros	4,157	0.0%	3,148	-24.3%	3,880	23.3%
Provisiones	15,304	0.0%	8,035	-47.5%	5,795	-27.9%
Depreciaciones y amortizaciones	1,232	0.0%	926	-24.8%	1,546	67.0%
Gastos financieros	6,211	6059.9%	2,232	-64.1%	11,687	423.6%
Otros gastos	6	0.0%	-	0.0%	351	0.0%

<b>Total de gastos</b>	<b>45,143</b>	<b>40.6%</b>	<b>37,217</b>	<b>-17.6%</b>	<b>51,770</b>	<b>39.1%</b>
------------------------	---------------	--------------	---------------	---------------	---------------	--------------

<b>Excedentes del período</b>	<b>38,736</b>	<b>29.2%</b>	<b>65,582</b>	<b>69.3%</b>	<b>54,751</b>	<b>-16.5%</b>
-------------------------------	---------------	--------------	---------------	--------------	---------------	---------------

Fuente elaboración propia con datos extraídos de los estados financieros de ASEBAC

El porcentaje de variación del total de ingresos disminuye en los tres períodos analizados, en el año 2002 el total de ingresos se incrementó en términos relativos un 35.1%, en setiembre 2003 el crecimiento absoluto fue de ¢18,919,572, para 22.6% y en el último período analizado los ingresos totales apenas aumentaron en ¢3,721,406 un 3.6%. La mezcla de fuentes que generaron estos ingresos sí sufrió cambios importantes, relacionados con la venta de la cartera hipotecaria en colones y los menores ingresos operativos; en setiembre del 2003 los principales crecimientos tanto de forma absoluta como relativa se concentraban en la parte operativa; en el 2004 los ingresos operativos disminuyeron un 38.1%, los ingresos de la cartera de inversiones se incrementaron en ¢16,112,236, para un crecimiento relativo de 37.5%.

Los gastos en setiembre del 2003 se redujeron un 17.6%, las provisiones y los gastos financieros explican el 89% del total de disminuciones de esta cuenta, un año después los

gastos alcanzaron los ¢51,770,083, este incremento de un 39.1% respecto al período anterior aunado al pobre crecimiento de los ingresos de ¢3.721,406, desembocó en un decrecimiento de los excedentes del año 2004 del 16.5%.

El principal factor que provocó que los gastos al 30 de setiembre del 2004 aumentaran en más de 14 millones, fueron los gastos financieros 423.60%; también relacionados con el descuento producto de la venta de cartera, muy distintos al 2003 donde disminuyeron un 64.1% respecto a setiembre 2002.

Complementando el análisis de los estados financieros se presenta un cuadro que contiene las razones financieras, con el fin de identificar las diferentes interrelaciones entre las diversas partidas, con el propósito de lograr la mejor medición de la situación financiera de ASEBAC.

Cuadro 7  
Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José  
Principales razones financieras

Razón	Fórmula	30 setiembre 2002	30 setiembre 2003	30 setiembre 2004
<b>I-Liquidez:</b>				
1)Razón circulante	Activo circulante / pasivo circulante	5.50	7.50	11.48
<b>II-Capital de trabajo</b>				
1)Capital de trabajo*	Activo circulante - pasivo circulante	247,882	332,678	521,324
<b>III-Apalancamiento</b>				
1)Razón de la deuda	Pasivo total / activo total	10.02%	8.06%	7.56%
2)Razón de endeudamiento	Pasivo total / capital total	0.11	0.09	0.08
<b>IV-Rentabilidad</b>				
1)Rentabilidad patrimonial	Excedentes/patrimonio	7.80%	11.19%	8.96%
2)Rendimiento activos	Excedentes/activo total	7.02%	10.29%	8.28%
3)Rentabilidad préstamos	Int.s. prest./préstamos	14.19%	19.25%	19.82%
4)Rentabilidad inversiones	Int.s. invrs./inversiones	14.78%	11.57%	12.70%

\*Miles de colones

Fuente elaboración propia con datos extraídos de los cuadros 4 y 5

#### Razón de liquidez:

La liquidez en los tres períodos muestra una clara tendencia a incrementarse, en el año 2003 el activo circulante cubría 7.50 veces los pasivos de corto plazo. En el período concluido en setiembre del 2004 por cada colón de pasivo a corto plazo, existe un respaldo de ¢11,31 en activos circulantes. Producto del crecimiento de la razón circulante se podría observar un mal manejo de los recursos o saldos ociosos, sin embargo, las inversiones en títulos valores representan más del 79% de los activos corrientes lo que provoca esa mejoría en el indicador.

#### Capital de trabajo:

El capital de trabajo mantiene la misma tendencia de la liquidez, se incrementa considerablemente, al cierre de setiembre 2004 el incremento es de un 56.7% alcanzando los ¢521 millones, este aumento se deriva de la colocación en inversiones a corto plazo de los recursos producto de la venta de la cartera hipotecaria en colones, y la menor prestación de servicios crediticios de la asociación a sus miembros, que provoca que los recursos no prestados se canalicen a través de inversiones.

#### Apalancamiento:

Mejoran considerablemente los indicadores; producto de una disminución de los pasivos en los períodos finalizados en setiembre 2003 y 2004, adicionalmente los activos para esos mismos períodos se incrementan.

La razón de la deuda en setiembre 2004 se ubicó en 7.56%, el porcentaje de financiamiento con pasivo se redujo lo que indica que la asociación se financia, en su mayoría, con recursos propios. La razón de endeudamiento muestra para el 2004 que de cada 100 colones aportados por los socios, los acreedores han financiado 8 colones. Otro factor importante de destacar es que el principal rubro de los pasivos, los aportes

patronales pasivos reflejan una fuerte disminución en su tasa de crecimiento, lo que indica que cada vez menos asociados se retiran de la asociación.

Rentabilidad:

Tanto la rentabilidad patrimonial como el rendimiento sobre los activos disminuyen en setiembre del 2004 respecto al mismo período del 2003, a pesar del aumento de la rentabilidad de las inversiones en donde se colocó la mayor cantidad de recursos de ASEBAC, la diferencia entre la tasa de interés de los préstamos es de más de 5 puntos porcentuales.

Ciertamente el formar parte de una asociación solidarista no se puede comparar con depositar recursos en cualquier instrumento financiero (certificados de inversión, fondos de inversión, etc), por cuanto no se podrían obtener los aportes del traslado de cesantía que realiza el patrono, además de muchos otros beneficios no monetarios; sin embargo, en la medida que la tasa de interés que se le retribuye al socio cae, el incentivo por sacrificar una parte de su consumo presente también disminuye, y los asociados podrían preferir retirarse de la asociación.

### **3.2 Descripción de las estrategias implementadas por ASEBAC en los últimos dos períodos**

Como complemento del análisis que se desarrollará en el resto del capítulo es necesario remitirse al anexo complementario 1, donde se encuentran los cuadros de la valoración, a precios de mercado, de la cartera de inversión de ASEBAC para los períodos concluidos en setiembre del 2003 y 2004.

En el período concluido en setiembre del 2003 la estrategia de inversión que manejaba la asociación era muy pasiva, compraba títulos valores y los mantenía hasta su vencimiento. Un elemento que refleja esta estrategia es el observado con la colocación de recursos en fondos de inversión; de setiembre del 2002 a setiembre del 2003 el saldo de los recursos

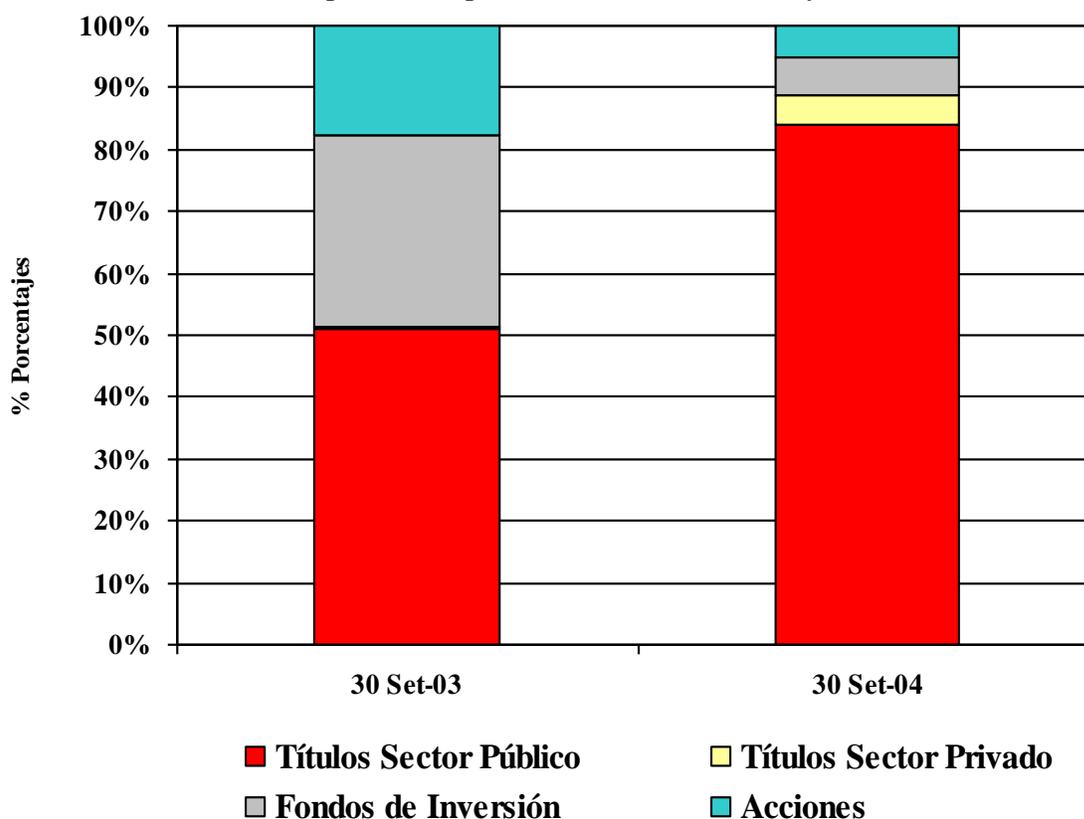
colocados en fondos se incrementó en más de 11 veces, pasando de ¢9,3 millones a ¢115 millones respectivamente.

En los siguientes doce meses, las posiciones de inversión fueron más agresivas, se realizaban inversiones las cuales se mantenían disponibles para la venta, según sean las variaciones de tasas, tipos de cambio, liquidez, entre otras. A pesar de no estar como una política, el comité de inversiones manejaba máximos de pérdida no realizada, cuando una inversión alcanzaba un máximo de un 10% de pérdida el comité de inversiones notificaba a la junta directiva, para que tomara la decisión de dejarse la inversión, provisionarla o venderla y realizar la pérdida. Como se muestra en el anexo complementario 1, en setiembre del 2004 la mayor pérdida no realizada corresponde a 20,000 acciones de FIFCO; en su momento se presentaron a la junta directiva para que tomara una decisión, parte de la cual fue vender el 50% a inicios del período del 2005.

Gráfico 4

## Inversiones según instrumento

Comprende los períodos fiscales del 2003 y 2004



Fuente elaboración propia con datos extraídos de los estados financieros de ASEBAC

Como se muestra en el gráfico 4 las inversiones en fondos de inversión, en el 2004 disminuyeron su participación relativa, pasando de un 31% en el período fiscal de setiembre del 2003 a representar poco más del 6% en setiembre 2004, este cambio se dio, con el fin de colocar recursos directamente en títulos del sector público y tratar con ello de elevar los rendimientos de las inversiones. Por su parte, las acciones disminuyen su participación en menos del 5% del total de inversiones para el cierre de setiembre 2004. La venta de las acciones que se mantenían de Durman Esquivel también formó parte de la nueva estrategia ya que se logro generar una ganancia de capital.

### **3.3 Clasificación de las inversiones de corto y largo plazo.**

Para efectos de comparar la clasificación de las inversiones, es necesario hacer hincapié en las estrategias utilizadas en los dos períodos analizados, ya que como se describió fueron distintas. La duración de la cartera a setiembre del 2003 era inferior a un mes, adicionalmente los saldos en mecanismos de inversión colectiva se encontraban en fondos de ingresos y mercado de dinero, el horizonte de inversión era de corto plazo.

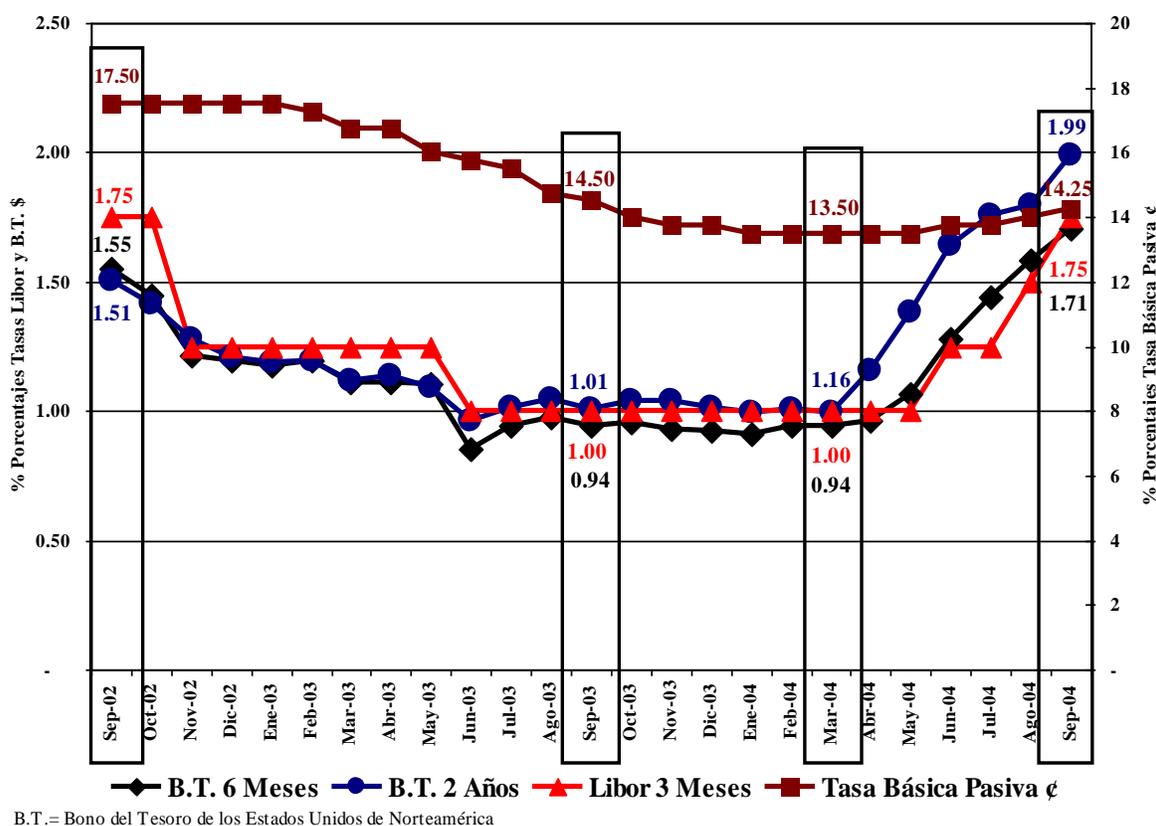
La duración de la cartera a setiembre del 2004 era de ocho meses, esta mayor duración es un ejemplo de las diferencias existentes en cuanto a las estrategias utilizadas. Los recursos depositados en las carteras mancomunadas del período 2004 se encontraban invertidos en el fondo San José Público Colones, que corresponde al mercado de dinero y en el fondo de San José Crecimiento en Dólares. La asignación de los recursos se efectuó posteriormente a la crisis de los fondos (ver anexo complementario 2) aprovechando las oportunidades de los bajos precios de las participaciones y previendo aumentos en los rendimientos. Las acciones que manejaba la asociación para este último período eran de Florida Ice Farm, el problema que se presentaba no era de compradores, sino más bien del precio al cual se estaban transando en el mercado, el detalle precio de las acciones se muestra en el anexo complementario 3 donde se observa la fuerte disminución en el precio de la acción.

### 3.4 Valuación del rendimiento del portafolio de inversiones de ASEBAC

A continuación se detalla el rendimiento obtenido en cada una de los instrumentos de inversión utilizados por ASEBAC en los últimos dos períodos.

El rendimiento ponderado de la cartera de inversión en setiembre del 2003 fue de 12.67%, el rendimiento de los recursos invertidos en fondos de inversión fueron 16.28%, en el fondo San José Ingreso Colones y de 15.24% para el fondo San José Líquido también en colones. Las acciones de Durman Esquivel presentaban una ganancia de capital de ¢619,810, al 30 de setiembre del 2003, las cuales cubrían un 8% de las pérdidas no realizadas de las acciones de Florida.

Gráfico 5  
Histórico tasas de interés  
Setiembre 2003 - 2004



Fuente elaboración propia con datos extraídos de la página web del Banco Central de Costa Rica

Las condiciones de mercado de setiembre del 2003 a setiembre del 2004 presentaron importantes variaciones, por un lado durante los primeros seis meses del período las tasas continuaron la caída que presentaban desde setiembre 2002, a partir de abril del 2004 se revierte la tendencia de las tasas internacionales y se incrementa fuertemente como se puede observar en el gráfico 5. La tasa libor a tres meses se incremento en tres cuartos de punto, la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica se situaron en 1.71% a 6 meses y 1.99% la de dos años, estos movimientos se reflejaron localmente en la tasa básica pasiva referente de nuestro país, que finalizó en setiembre del 2004 en 14.25%.

A pesar de las condiciones tan adversas durante el primer semestre del período fiscal 2004, se logró incrementar el rendimiento de la cartera alcanzando un 15.47% en colones. En el precio de la acción de FIFCO las pérdidas no realizadas superaron los ¢12 millones. El rendimiento anualizado del fondo San José Público Colones fue de 9.53%. En el caso del fondo de crecimiento en dólares el rendimiento de los últimos doce meses fue de -0.35%, sin embargo, como se había previsto los rendimientos empezarán a subir, y el rendimiento de setiembre de 2004 se colocó en 3.56%.

### **3.5 Riesgos inherentes asumidos en cada una de las estrategias.**

En ambas estrategias se encuentran presentes los riesgos de mercado, sin embargo, la decisión de retirarse de los fondos de inversión antes de marzo 2004 aunados a un seguimiento diario del mercado permitieron eliminar los riesgos de pérdidas presentados en los fondos de inversión e incrementar el rendimiento promedio de la cartera en más de 250 puntos bases para el período concluido en setiembre del 2004.

El retiro de recursos de los fondos no representó un riesgo excesivo en el período fiscal 2004 desde el punto de vista de concentración en un solo título, como se observa en el anexo complementario 1, la cartera estaba compuesta por bonos de estabilización monetaria, títulos tasa básica, bonos y acciones de la Florida Ice and Farm y certificados de inversión del Banco San José, sin embargo, estaba existe un riesgo muy importante

por tipo de emisor, ya que el 96% del total de los recursos invertidos se encontraban en títulos del Banco Central y el Ministerio de Hacienda de Costa Rica. En setiembre del 2003 existía un mayor riesgo ya que el único título en el sector público que se manejaban eran los bonos de estabilización monetaria.

La duración modificada de la cartera a setiembre del 2003 no es significativa, por cuanto es de un 0.03, este resultado se debe a la corta duración de la cartera, sumado a la periodicidad uno (la recuperación nominal del principal es igual a la efectiva, por no existir pagos intermedios) de la mayoría de los títulos, el caso de la duración modificada para el cierre de setiembre es de 0.64, esto significa que ante variaciones de un 1% en las tasas de interés, la porción de valores de deuda del portafolio podría verse reducida en un 0.64%.

### **3.6. Comparativo del rendimiento alcanzado en los últimos dos períodos versus una tasa de mercado**

Para efectos de comparación de los rendimientos obtenidos se adjunta el cuadro 8

Cuadro 8

Comparativo de tasas de interés y rendimientos de las inversiones de ASEBAC  
Setiembre 2003 - 2004

	2003	2004
Rendimiento de la cartera de inversiones ASEBAC	12.67%	15.47%
Tasa Básica Pasiva promedio**	16.59%	13.75%
Tasa Básica Pasiva al cierre	14.50%	14.25%

\*\*De octubre a setiembre de cada año

Fuente elaboración propia con datos extraídos de la valoración de la cartera de ASEBAC y la página web del Banco Central de Costa Rica

Cuadro 9  
Comparativo de rendimientos de algunos fondos de inversión seleccionados  
Setiembre 2003 - 2004

Fondos Ingreso Colones	Nombre del Fondo	Set-2003*	Set-2004*	Nombre del Fondo	Fondos Crecimiento Dólares
	Interfin S.F.I. Multipropósito Mixto	18.49%	4.16%	F.I. Dólares Vista	
F.I. San José Ingreso Colones	16.28%	-0.35%	F.I. BAC San José Crecimiento Dólares		
F.I. Interbolsa de Liquidez Público Colones	14.22%	-2.23%	Fondos Cuscatlán Provida Crecimiento Dólares		
Fondos Mercado de Dinero Colones		Set-2003*	Set-2004*		Fondos Mercado de Dinero Colones
	F.I. INS-Bancrédito LAPC-¢	16.64%	17.68%	F.I. INS Bancrédito LAPC-¢	
	F.I. San José Liquido Colones	15.24%	9.53%	F.I. BAC San José Público Colones	
	F.I. Interbolsa de Liquidez Público Colones	13.57%	9.41%	F.I. Popular Mercado de Dinero Colones	

\*Rendimiento del período durante los últimos 12 meses

Fuente elaboración propia con datos extraídos del “Boletín Quincenal de Fondos de Inversión” de la SUGEVAL

Como se puede observar la comparación del rendimiento obtenido por la cartera de inversiones de ASEBAC, se realiza contra la tasa básica pasiva, lo anterior por cuanto se toma como el costo de oportunidad de los recursos, a su vez el rendimiento de los fondos de inversión se contrapone con los porcentajes obtenidos a la misma fecha, por tipos de fondos de otras sociedades administradoras de inversión, con características similares.

En setiembre del 2003 el rendimiento obtenido por la cartera de inversiones de ASEBAC fue un 12.67%, inferior a la tasa básica promedio 16.59% en más de 350 puntos bases, y la tasa básica con corte al 30 de setiembre del 2003 de un 15.47%.

Al comparar los fondos de inversión en donde mantenía invertidos sus recursos ASEBAC en el período concluido en setiembre del 2003, se observa como el F.I. San José Ingreso Colones se encuentra prácticamente 200 puntos bases por encima del F.I. Interbolsa de Liquidez que manejaba el rendimiento más bajo a esa fecha 14.22% en los Fondos Ingresos Colones, y esa misma diferencia es la que se tenía contra el Interfin Multipropósito Mixto cuyo rendimiento era de 18.49%. El otro fondo que utilizaba

ASEBAC al 30 de setiembre era el F.I. San José Liquido Colones con un rendimiento de 15.24%, nuevamente se encuentra en el centro de la banda conformada por los rendimientos de los fondos F.I. INS-Bancrédito LAPC-¢ 16.64% y el fondo Interbolsa de Liquidez Público Colones 13.57%, todos pertenecientes a los Fondos Mercado de Dinero en Colones. Es importante rescatar que los rendimientos de los fondos donde invirtió dinero la asociación fueron superiores al alcanzado por el rendimiento la cartera al 30 de setiembre del 2003

En setiembre del 2004 el F.I. BAC San José Público Colones presentaba un rendimiento de 9.53%, ocho puntos porcentuales por debajo del máximo rendimiento registrado por el F.I. INS-Bancrédito LAPC-¢ de 17.68% en los los Fondos Mercado de Dinero en Colones; el F.I. BAC San José Crecimiento Dólares presentaba un rendimiento de los últimos 12 meses negativo 0.35%, sin embargo, la estrategia de utilizar este fondo era aprovechar el bajo precio de las participaciones en espera de un mayor rendimiento, el rendimiento de los últimos 30 días al cierre de setiembre 2004 era de 3.56% en dólares. La cartera de inversión cerró con un rendimiento de 15.47% superior al rendimiento de los fondos de inversión utilizados, producto de la implementación de una nueva estrategia, en donde se trasladaban recursos de los fondos de inversión a inversiones en títulos valores, con una orientación a realizar mayores ganancias de capital y no comprar los títulos para mantenerlos hasta su vencimiento.

Recapitulando, ASEBAC es una entidad social que maneja una cantidad de recursos importante, al 30 de setiembre del 2004 su patrimonio superaba los ¢600 millones, su nivel apalancamiento es muy bajo, y su fondeo es constante, dada las características legales en las cuales se desenvuelve. Las principales variaciones que sufrió en los períodos analizados fueron, por un lado la venta de la cartera hipotecaria en colones, que obedeció a una decisión de la junta directiva de no mantener recursos comprometidos por más de cinco años, que afecto toda la estructura de los activos incrementando las inversiones en títulos valores y disminuyendo los ingresos, ya que la tasa de los préstamos era superior al rendimiento generado en las inversiones. El otro cambio fundamental fue la forma de realizar las inversiones en el mercado de valores, en

setiembre del 2003 la asociación era muy pasiva, para el período fiscal iniciado en octubre del 2004 se eliminó en gran parte la dependencia de los fondos de inversión, y se realizaron inversiones en compra de títulos valores, con un mayor seguimiento de los movimientos de mercado, para aprovechar las variaciones en las tasas de interés, precios de los títulos y tipos de cambio con el fin de incrementar el rendimiento global de la cartera.

## **Capítulo IV Cuantificación del riesgo y rendimiento del descuento de facturas**

### **4.1 Identificación de los riesgos del factoreo como forma de inversión**

Dentro de los riesgos que se tienen a la hora de realizar descuentos de facturas se pueden mencionar:

Riesgo operativo: Fallas en los procedimientos internos de la asociación o malos manejos por parte de alguno de los miembros que intervienen en el proceso. Dentro de este se puede citar la no presentación de las facturas descontadas al pagador en los términos convenidos por parte del factor, el inadecuado registro y control de la administración de las cuentas por cobra del descontante, y la verificación de las facturas endosadas de parte del cliente, entre otros.

Una amenaza que se puede presentar, en menor medida, serían los riesgos de mercado, producto de variaciones en las tasa de interés, aun cuando la tasa que se cobra es superior a la de un préstamo específico o línea de crédito revolutiva; pero cuando se pactan operaciones con vencimientos superiores a los cinco o seis meses, aunque sean escalonados no se tiene la seguridad absoluta de que los ingresos financieros cubran el costo de oportunidad (definida como la Tasa Básica Pasiva) de los recursos girados.

Riesgo de crédito: éste se puede presentar en los dos tipos de descuento; en el caso de descuento con recurso existe el riesgo de incumplimiento de pago por parte de la empresa que cede las facturas, cuando se realiza sin recurso, el riesgo de no cumplimiento de las obligaciones es de la empresa a la cual le brindaron el servicio o le facilitaron los productos.

Es necesario realizar una selección de las empresas a las cuales se les presta el servicio de descuento de facturas, así como, a los sectores económicos y las empresas de las cuales se admite que sus obligaciones funcionen como fuente de pago, otro elemento mitigante

es la realización del debido análisis crediticio, tanto al pagador de las facturas como a la empresa descontante.

El riesgo cambiario se origina cuando se descuentan facturas en moneda extranjera, cuyo cedente o pagador no sea un generador de divisas, y ante eventuales shocks de tipos de cambio no pueda hacerle frente al pago de sus obligaciones.

Por último, se encuentra el riesgo legal por el incumplimiento de las diversas relaciones contractuales, principalmente en la cesión de las facturas por parte del descontante y en la documentación de todos los créditos realizados con recurso.

#### **4.2 Mercado meta para ASEBAC del descuento de facturas**

ASEBAC tiene un mercado cautivo el cual pretende explotar. Se refiere a los proveedores de bienes y servicios del Banco Bac San José. S.A. La negociación con el personal encargado de la relación con los suplidores del banco ya está finalizada, y se cuenta con el total apoyo de la gerencia de operaciones para su funcionamiento.

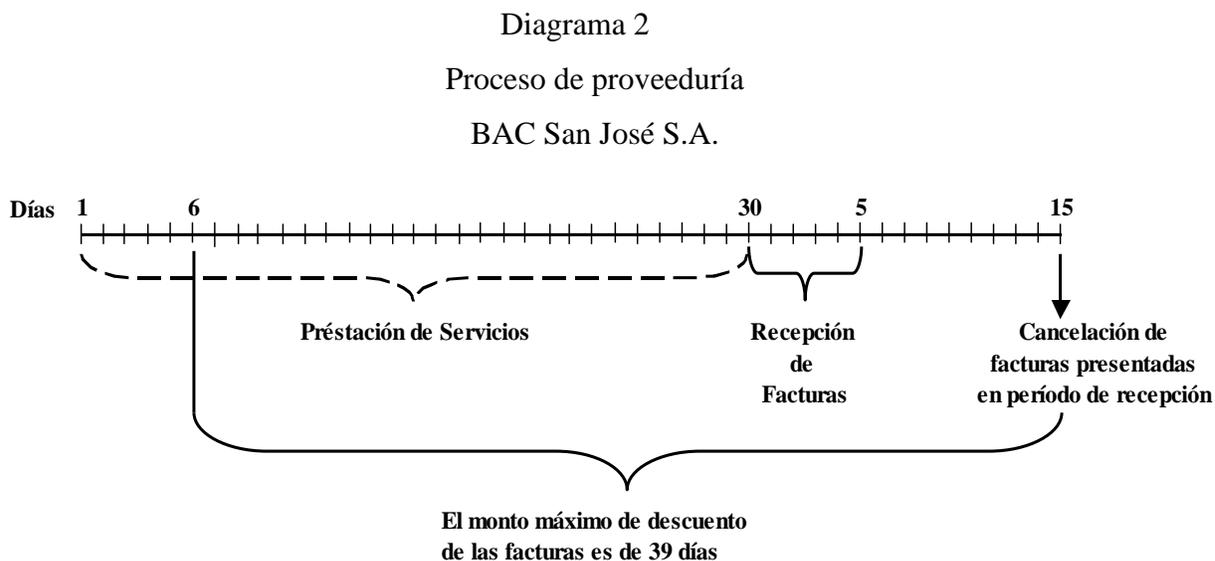
Según lo conversado con el señor Alexander Salazar asistente de la gerencia de operaciones del banco, el esquema que se maneja en la actualidad divide a los proveedores en tres grandes grupos:

1-Proveedores con contratos fijos. Éstos en su mayoría son empresas que brindan servicios de limpieza, seguridad, mantenimiento de edificios y transporte de valores.

2-Suplidores bajo el esquema de órdenes de compra. Son el grupo que representa la mayor cantidad de empresas, y porcentualmente manejan entre un 40% y 60% de la facturación mensual.

3-Compañías encargadas de publicidad y mercado de la organización.

Cada uno de los esquemas requiere un tratamiento distinto por parte de la asociación con el fin de adaptarse a sus requerimientos y asegurarse el menor riesgo posible de no pago por algún incumplimiento de los proveedores.



Fuente elaboración propia con información suministrada por la gerencia de operaciones del Banco BAC San José.

En el diagrama 2 se presenta el proceso que cumplen los suplidores del Bac San José, como se aprecia la recepción de bienes o servicios se realiza por ejemplo del primero al treinta de cada mes. Posteriormente los oferentes de los servicios tienen que presentar la factura durante los primeros cinco días hábiles del mes siguiente (lo anterior aplica para los suplidores con órdenes de compra y las compañías de publicidad y mercadeo), el día quince de cada mes el banco les deposita en sus cuentas la cancelación correspondiente por la prestación de sus servicios. Existe un número muy reducido de proveedores (principalmente nuevos), a los cuales se les giran cheques, en este caso el pago se realiza la tercer semana del mes.

Con los proveedores de contratos fijos existe un potencial de descuento de 39 días, en el caso de los suplidores y compañías de medios de comunicación el plazo se circunscribe a la fecha en que brinden sus servicios.

Es importante recalcar que la asociación iniciará el descuento de facturas con los proveedores del banco solamente, lo anterior por cuanto el mercado es muy amplio en número de proveedores, además el saldo promedio mensual de facturación, supera las expectativas de colocación planteadas por parte de ASEBAC en este tipo de inversión.

### **4.3 Proyectar los ingresos que se pueden derivar de la utilización del factoreo como estrategia de inversión**

Para el desarrollo de la proyección de los ingresos es importante describir la estrategia de inversión que ASEBAC desea implementar en el descuento de facturas:

- 1- El monto que se quiere colocar en los primeros seis meses es de ¢70.5 millones, posteriormente la idea es mantener ese saldo, y de acuerdo con la curva de aprendizaje y la capacidad operativa de la asociación aumentarlo.
- 2- El plazo mínimo para descontar una factura será de 15 días, aun cuando falten menos días para la cancelación de la misma.
- 3- Ninguna empresa descontante podrá manejar más del 30% de los recursos mensuales una vez colocados los 70.5 millones de colones, y el monto mínimo para descontar una factura será de ¢500.000
- 4- Todas las operaciones cuyo saldo superen los ¢10 millones deberán tener una retención del 5%, al igual que aquellas operaciones en donde el banco no le cancele el 100% de lo facturado a la empresa descontante, sobre los recursos retenidos la asociación no pagará ningún tipo de interés.
- 5- La tasa de interés que se cobrará es de un 30% anual. La misma surgió producto de la consulta del promedio de las tasas que cobra la unidad de descuento de facturas del BAC San José y la determinación del costo de oportunidad de los recursos definidos por ASEBAC para este tipo de inversiones.
- 6- Los intereses se cobran al inicio de la operación, se restan del total a girar al cliente. En caso que la asociación no descuenta el 100% de la factura, el monto se podrá también disminuir del pago.

- 7- ASEBAC no cobrará ninguna comisión, lo anterior por cuanto los gastos administrativos ya se encuentran contemplados en la tasa de interés que se estipulo.
- 8- Todas las operaciones que se realizarán serán con recurso.

El cuadro 10 permite evaluar la proyección de ingresos producto de la colocación a seis meses plazo de operaciones de descuento de facturas. Los saldos reportados representan, en su mayoría, montos promedio de proveedores de bienes y servicios.

**Cuadro 10**  
Ingresos proyectados descuento de facturas  
-en colones-

<b>Tasa de descuento: 30%</b>		<b>Ingresos por intereses: 6,118,146</b>						
	Fecha de recepción de la factura	Monto del documento	Retención Cliente	Monto Descuento	Fecha Vencimiento	Días desc.	Monto intereses	Monto a Liquidar
Junio	07/05/2005	4,525,000	-	4,525,000	15/06/2005	39	147,063	4,377,938
	12/05/2005	10,275,000	513,750	9,761,250	15/06/2005	34	276,569	9,484,681
	22/05/2005	3,305,000	165,250	3,139,750	15/06/2005	24	62,795	3,076,955
	29/05/2005	5,300,000	-	5,300,000	15/06/2005	17	75,083	5,224,917
		<b>23,405,000</b>	<b>679,000</b>	<b>22,726,000</b>			<b>561,510</b>	<b>22,164,490</b>
Julio	07/06/2005	4,525,000	-	4,525,000	15/07/2005	38	143,292	4,381,708
	09/06/2005	8,750,000	-	8,750,000	15/07/2005	36	262,500	8,487,500
	17/06/2005	3,725,000	186,250	3,538,750	15/07/2005	28	82,571	3,456,179
	21/06/2005	13,290,000	664,500	12,625,500	15/07/2005	24	252,510	12,372,990
	02/07/2005	6,850,000	-	6,850,000	15/07/2005	15	85,625	6,764,375
	<b>37,140,000</b>	<b>850,750</b>	<b>36,289,250</b>			<b>826,498</b>	<b>35,462,753</b>	
Agosto	08/07/2005	4,790,333	-	4,790,333	15/08/2005	38	151,694	4,638,639
	11/07/2005	2,200,000	-	2,200,000	15/08/2005	35	64,167	2,135,833
	15/07/2005	6,250,000	-	6,250,000	15/08/2005	31	161,458	6,088,542
	19/07/2005	4,125,000	-	4,125,000	15/08/2005	27	92,813	4,032,188
	27/07/2005	11,872,500	593,625	11,278,875	15/08/2005	19	178,582	11,100,293
	29/07/2005	6,577,000	-	6,577,000	15/08/2005	17	93,174	6,483,826
	01/08/2005	3,895,000	194,750	3,700,250	15/08/2005	15	46,253	3,653,997
	06/08/2005	5,525,000	-	5,525,000	15/08/2005	15	69,063	5,455,938
	<b>45,234,833</b>	<b>788,375</b>	<b>44,446,458</b>			<b>857,203</b>	<b>43,589,255</b>	
Setiembre	09/08/2005	5,000,000	-	5,000,000	15/09/2005	37	154,167	4,845,833
	12/08/2005	4,900,000	245,000	4,655,000	15/09/2005	34	131,892	4,523,108
	15/08/2005	9,250,000	-	9,250,000	15/09/2005	31	238,958	9,011,042
	16/08/2005	6,125,000	-	6,125,000	15/09/2005	30	153,125	5,971,875
	19/08/2005	10,755,000	537,750	10,217,250	15/09/2005	27	229,888	9,987,362
	23/08/2005	8,450,000	-	8,450,000	15/09/2005	23	161,958	8,288,042
	31/08/2005	2,395,000	-	2,395,000	15/09/2005	15	29,938	2,365,063
	03/09/2005	12,525,000	626,250	11,898,750	15/09/2005	15	148,734	11,750,016
	<b>59,400,000</b>	<b>1,409,000</b>	<b>57,991,000</b>			<b>1,248,660</b>	<b>56,742,340</b>	

Continúa...

Continuación...

	Fecha de recepción de la factura	Monto del documento	Retención Cliente	Monto Descuento	Fecha Vencimiento	Días desc.	Monto intereses	Monto a Liquidar
Octubre	06/09/2005	5,000,000	-	5,000,000	15/10/2005	39	162,500	4,837,500
	09/09/2005	11,580,000	579,000	11,001,000	15/10/2005	36	330,030	10,670,970
	13/09/2005	3,973,000	198,650	3,774,350	15/10/2005	32	100,649	3,673,701
	16/09/2005	14,325,000	716,250	13,608,750	15/10/2005	29	328,878	13,279,872
	23/09/2005	9,720,000	-	9,720,000	15/10/2005	22	178,200	9,541,800
	28/09/2005	11,325,000	566,250	10,758,750	15/10/2005	17	152,416	10,606,334
	30/09/2005	6,150,000	-	6,150,000	15/10/2005	15	76,875	6,073,125
		62,073,000	2,060,150	60,012,850			<b>1,329,548</b>	58,683,302
Noviembre	10/10/2005	5,000,000	-	5,000,000	15/11/2005	36	150,000	4,850,000
	11/10/2005	9,650,000	-	9,650,000	15/11/2005	35	281,458	9,368,542
	18/10/2005	4,459,000	222,950	4,236,050	15/11/2005	28	98,841	4,137,209
	21/10/2005	15,658,000	782,900	14,875,100	15/11/2005	25	309,898	14,565,202
	25/10/2005	8,720,000	-	8,720,000	15/11/2005	21	152,600	8,567,400
	27/10/2005	9,158,000	-	9,158,000	15/11/2005	19	145,002	9,012,998
	31/10/2005	13,215,000	660,750	12,554,250	15/11/2005	15	156,928	12,397,322
		65,860,000	1,666,600	64,193,400			<b>1,294,727</b>	62,898,673

Fuente elaboración propia, utilizando como base la estrategia de inversión de ASEBAC

Es claro que el ingreso por intereses se encuentra en función del monto de las facturas a descontar, así como el número de días en que se da la cesión de los títulos ejecutivos y la fecha en que el deudor honrará sus obligaciones, adicionalmente existe otro elemento que influye en los ingresos por intereses, el monto de retención. La asociación tiene la facultad de determinar qué porcentaje de retención aplicará, por diversas circunstancias como son: el tipo de bien o servicio que generó la cuenta por cobrar, el historial del cliente, el tiempo de ser proveedor, la necesidad de recursos del cliente, el número de operaciones realizadas, entre otros.

#### **4.4 Establecer el impacto tanto del riesgo como el rendimiento que el factoreo introduce en el portafolio de inversión que tiene actualmente ASEBAC**

Como se ha podido demostrar la asociación se ha limitado en los últimos tres períodos a realizar operaciones en el mercado de valores, inversiones en instrumentos colectivos de inversión y prestar servicios de financiamiento a través de una gama de soluciones crediticias a sus asociados. Sin embargo, el crecimiento de ASEBAC en términos de recursos económicos administrados y número de asociados, ejercen una presión

importante en la necesidad de buscar nuevas opciones de inversión, no sólo para mejorar el rendimiento de las existentes, sino también para tratar de disminuir el riesgo de la gran cantidad de recursos colocados en una sola alternativa de inversión.

Como parte de la evaluación de la nueva estrategia de inversión se presentan los supuestos del flujo de caja del cuadro 11.

- Se parte de un supuesto inicial, de que se cuenta al comenzar el proyecto del descuento de facturas, con una inversión inicial de ¢ 22,164,490, cifra que se extrae de los recursos con los que cuenta ASEBAC para invertir en diversas actividades.
- Los posteriores egresos producto de los desembolsos del descuento de facturas, se basaron en el cuadro 9, denominado “Ingresos proyectados descuento de facturas”, en donde fue estimando el monto a descontar mensualmente, durante los primeros 6 meses.
- El rubro de ingresos por intereses, surge de cobrarle a los clientes el 30% anual, sobre el monto del descuento después de aplicarle la retención que corresponde.
- Los gastos de personal, presentan un crecimiento semestral, a partir del segundo mes (período de julio). Como política la asociación realizó dos aumentos al año, es por ello, que en adelante se mantienen constantes.
- Los gastos legales, aumentan mensualmente en función de los contratos por firmar en la parte legal.
- La partida de suministros de oficina, se estimó un crecimiento del 1% mensual.
- El flujo neto de efectivo de los seis meses, fue estimado en función del margen de utilidad generado por la relación ingresos por intereses sobre gastos y por la recuperación mensual que se viene realizando.

**Cuadro 11**  
**Flujo de efectivo del descuento de facturas ASEBAC**  
**-en colones-**

	0	1	2	3	4	5	6
Giro Descuento Facturas	- 22,164,490	- 28,698,378	- 41,243,695	- 54,102,259	- 70,433,318	- 62,898,673	
Recuperación del desembolso		22,164,490	28,698,378	41,243,695	54,102,259	70,433,318	62,898,673
Ingresos Int. x descuento	561,510	740,873	827,513	1,215,241	1,478,282	1,294,727	
Gastos personal		- 58,486	-62,228	- 62,228	- 62,228	-62,228	- 62,228
Gastos legales		- 48,000	-60,000	- 96,000	- 84,000	-84,000	- 84,000
Suministros de oficina		- 12,000	-12,120	- 12,241	- 12,364	-12,487	- 12,612
<b>Flujos</b>	<b>- 21,602,981</b>	<b>- 5,911,501</b>	<b>- 11,852,153</b>	<b>- 11,813,792</b>	<b>- 15,011,368</b>	<b>8,670,656</b>	<b>62,739,832</b>

<b>TIR =</b>	<b>1.9%</b>	<b>Mensual</b>
<b>TIR =</b>	<b>25.5%</b>	<b>Anualizada</b>

Fuente elaboración propia, utilizando como información el cuadro 10

La tasa interna de retorno (TIR), arroja un porcentaje del 1,9% mensual y un 25.5% anualizada, muy superior al costo de oportunidad estipulado como la Tasa Básica Pasiva, adicionalmente la rentabilidad sería superior a la tasa de interés lograda en los últimos dos períodos por la cartera de inversiones.

Una vez analizado el rendimiento del factoreo es necesario evaluar el riesgo de la asociación al canalizar recursos en esta nueva opción de inversión, una de las primeras conclusiones es que existe un riesgo bajo como se desprende de las siguientes observaciones:

1-El pagador sería el mismo patrono, quien realiza los aportes por concepto de traslado de cesantía.

2-La contraparte de la empresa encargada de realizar los pagos está conformada por asociados.

3-El nivel de control de los recursos a girar, producto de la cesión de facturas, es mayor que si se tratara de un tercero.

4-En la mayoría de la ocasiones el banco ya ha realizado un estudio previo del suplidor de los bienes y servicios, lo cual disminuye los riesgos existentes.

5-La necesidades de capital para iniciar operaciones es mínimo y representan menos del 13% del patrimonio de la asociación.

6-El plazo de recuperación de los recursos no sobrepasa los 45 días..

8-Como todas las operaciones se realizarán con recurso, existe un mayor respaldo en caso que el deudor de las facturas no cancela sus obligaciones por algún diferendo con el proveedor de los bienes o servicios.

9-En la parte legal, los abogados que asesoran a la asociación, son los mismos que utiliza el Banco BAC San José en su unidad de descuento de facturas.

Otro factor importante de analizar es, que las políticas de pago del banco hacen disminuir los riesgos de tasas de interés y exposición cambiaria para la asociación, dado que los plazos son muy cortos y la capacidad del pagador para honrar sus obligaciones es muy grande, lo cual le permite soportar un gran número de eventos adversos. Lo anterior podría evaluarse con lo sucedido en agosto del 2004 en donde la institución fue víctima de rumores desenfundados que desembocaron en una corrida de depósitos nunca antes suscitada en nuestro país, que fueron superados en un breve lapso de tiempo, sin que desembocaran en la necesidad de inyección de capital de ningún ente externo.

Los recursos para invertir en el descuento de facturas, tampoco representan un mayor riesgo, aun cuando la meta trazada es de ¢70.5 millones, la asociación cuenta con los recursos para hacerle frente a este monto, así como la capacidad una vez canalizados todos los conocimiento de poder competir por clientes “externos” que no necesariamente brinden servicios a la organización.

Sin embargo, es fundamental realizar una buena planificación, con planes de trabajo y controles suficientes que permitan disminuir al máximo los riesgos operativos, lo anterior producto de la inexperiencia del personal administrativo de la asociación en este campo.

El rendimiento de la asociación se vería incrementado, ya que como se pudo demostrar en el flujo de efectivo la tasa interna de retorno anualizada es de un 25.5%.

## **Capítulo V: Elaboración de una estrategia de inversión**

### **5.1 Objetivos de la nueva estrategia**

ASEBAC es una organización con quince años de haber sido fundada, como muchas organizaciones, con el paso del tiempo crecen y las fórmulas utilizadas para administrarlas no cumplen a cabalidad con las expectativas deseadas producto de los nuevos retos que enfrentan.

A pesar de que las asociaciones son entes sociales y no empresas destinadas a generar excedentes; no se tiene que dejar de lado que los recursos depositados por los asociados representan un sacrificio de consumo presente, por la expectativa de obtener bienes y servicios en el futuro. Para poder cumplir con esta máxima es necesario elaborar estrategias de inversión cuyos objetivos permitan maximizar los rendimientos de los recursos administrados, bajo el amparo de una cultura de riesgos conocidos y controlables. Es por eso que la asociación desea incursionar en el descuento de facturas con de fin de manejar una nueva opción en donde se puedan canalizar parte de sus recursos.

#### **5.1.2 Consideraciones del perfil de riesgo y rendimiento a asumir**

El descuento de facturas no es un producto desconocido en nuestro país, distintas entidades se han beneficiado de la prestación de este servicio financiero. Dentro de estas organizaciones se citan ASOBANCOSTA y ASEFYL, importantes agrupaciones del sector solidarista.

La mayoría de decisiones o estrategias financieras conlleva riesgos, los cuales pueden ser mitigados con base en la planificación, el análisis de los elementos críticos y los fundamentos legales. Para la asociación solidarista de empleados del BAC San José el descuento representa una oportunidad para disminuir la concentración de recursos en títulos valores y mecanismos de inversión colectiva.

Como se ha mencionado, la mayoría de asociaciones son agrupaciones superavitarias que muchas veces adolecen de nuevas opciones para colocar dichos excedentes con un nivel “moderado” de riesgo, a un rendimiento de mercado.

La posibilidad de brindar servicios a los proveedores del Banco BAC San José definitivamente acentúa los beneficios en la incursión de este negocio, por cuanto la fuente de pago de los recursos desembolsados son las facturas emitidas por el propio patrono.

Es importante conocer la dependencia que crean los demandantes de este tipo de servicios financieros una vez concretada la primera operación. Muchas veces el banco requiere los bienes suministrados por la empresa y aún no se han cancelado las obligaciones por concepto de servicios del mes anterior, esta situación podría minar la capacidad del proveedor de atender las solicitudes requeridas; el capital de trabajo se convierte en una necesidad imperante para el buen funcionamiento de la empresa, al efectuar el descuento suple su necesidad de flujo de caja de manera temporal hasta que el banco u otra empresa solicite sus servicios.

El esquema utilizado por el banco para el trámite y cancelación de sus facturas disminuye los riesgos de mercado, tanto ante variaciones de las tasas de interés como en los riesgo de exposición cambiaria, lo anterior por cuanto un número cada vez más importante de suplidores de bienes y servicios cobran en moneda extranjera. Adicionalmente el compromiso temporal de los recursos no superaría los 45 días.

El rendimiento generado en factoreo es superior a las tasas de interés que se obtienen de la prestación de los servicios a los asociados, al igual que los ingresos de los recursos invertidos en el mercados de valores.

## 5.2 Identificación de los responsables en cada uno de los procedimientos a ejecutar

Para desarrollar esta alternativa de colocación de recursos financieros ASEBAC no contratará nuevo personal, los requerimientos operativos los desarrollan los mismos colaboradores de la administración como se detalla a continuación:

- La administradora se encargara de la presentación del producto a los clientes potenciales y será la responsable de mantener la relación con los proveedores. Adicionalmente tendrá una comunicación con el abogado de la asociación para la elaboración de los contratos, letras de cambio y la notificación de la cesión de facturas.
- El personal de la gerencia operativa del banco informará a los suplidores de servicios de la nueva opción de financiamiento disponible y repartirán volantes con la información básica del descuento.
- La recepción de los documentos para tramitar las facturas, estarán a cargo de la colaboradora encargada de la relación con los proveedores de la asociación. Una vez recibida toda la documentación, deberá validar que los datos contenidos sean reales y posteriormente se comunicara con el personal operativo del banco BAC San José para cotejar las facturas entregadas.
- La administradora analizara nuevamente la documentación y procederá a comunicar al representante legal de la empresa la firma del contrato y la cesión de facturas, luego remitirá vía mensajería interna los documentos respectivos para que el banco gire los recursos a favor de ASEBAC.
- La encargada de los proveedores en la asociación preparara el giro y la administradora autorizara el desembolso respectivo.
- La contadora tendrá que realizar todos los registros contables de la operación.

Se estimo que el tiempo promedio del personal administrativo en la operación del descuento de facturas es de 28 horas mensuales, el mismo se utilizó para la elaboración del flujo de efectivo, así como los costos por concepto de honorarios y los recursos requeridos para la elaboración de todo el proceso.

Por último la administradora deberá presentar un informe mensual a la junta directiva de la evolución de la cartera descontada, además de todos aquellos por menores para el mejor funcionamiento y control de la nueva alternativa.

### **5.3. Conclusiones y recomendaciones**

Prácticamente la única constante que se maneja en la actualidad es el cambio en todos los ámbitos, el reto es no quedarse al margen de esta evolución, sino insertarse y posicionarse en este nuevo contexto cada vez más competitivo y dinámico, marcado por riesgos y nuevas formas de hacer las cosas. Lo anterior es válido para ASEBAC, quien ha experimentado un notable crecimiento en diferentes aspectos: recursos económicos administrados, cantidad de asociados, nuevas y cada vez más variadas necesidades de sus miembros y familiares, crecimiento casi exponencial de su patrono, entre otros, la posibilidad de desarrollar estrategias en un mundo tan cambiante es interesante, más no imposible.

El objetivo primordial del presente trabajo fue la valoración del factoreo como estrategia de inversión en la Asociación Solidarista de Empleados del BAC San José, con el fin de brindar una vez terminado el análisis una opción que permita no sólo mejorar la rentabilidad de los recursos que administra, además de introducir un elemento fundamental en entornos tan cambiantes como la diversificación.

Como conclusiones se pueden mencionar:

- A. ASEBAC se puede considerar una asociación de gran trayectoria por la experiencia acumulada de más de 14 años; con activos administrados que superan los ¢600 millones y 782 asociados, dentro de uno de los conglomerados financieros más importantes de la región Centroamericana.
- B. El importante crecimiento experimentado no parece verse reflejado en la diversificación de sus operaciones, ya que únicamente se dedica a realizar

- operaciones crediticias con sus asociados e inversiones en el mercado de valores costarricense.
- C. Producto de la fuerte concentración de recursos en inversiones emitidas por entidades gubernamentales, se podría experimentar una perdida considerable si estos emisores presentaran problemas de liquidez o cesación de pagos.
  - D. El descuento de facturas se presenta como una alternativa para la colocación de recursos por parte de ASEBAC.
  - E. Con una adecuada planificación y control el factoreo se constituye en una opción con múltiples oportunidades de crecimiento.
  - F. Producto de la estrategia que desea desarrollar ASEBAC en cuanto a la colocación de recursos (¢70.5 millones) no se justifica la contratación de un nuevo colaborador. El personal actual de la asociación tiene la capacidad suficiente para hacerle frente a este nuevo reto. Adicionalmente la curva de aprendizaje producto del ambiente “controlado” en que se desarrolla el descuento facilita la asimilación de los conceptos.
  - G. El riesgo que aporta el factoreo no es mayor al encontrado en las otras estrategias utilizadas por la asociación.
  - H. Como se pudo demostrar el descuento podía aportar un mayor rendimiento al portafolio total de inversiones de ASEBAC.
  - I. El factoreo permite obtener rendimientos de mercado, sin la necesidad de colocar recursos en un largo plazo.

- J. Al realizar este servicio para los proveedores del banco, se abren las puertas de múltiples oportunidades de negocio entre el patrono y ASEBAC, provechosas para ambos.

## Recomendaciones

Con fundamento en los capítulos desarrollados, se ofrecen las siguientes recomendaciones:

- I. La implementación a corto plazo del descuento de facturas como parte de las estrategias de inversión, que permitan disminuir los riesgos existentes producto de la concentración de recursos en títulos valores, y la posibilidad de mejorar el rendimiento del portafolio de ASEBAC.
- II. Capacitar al cuerpo administrativo de la asociación en este nuevo esquema de financiamiento, con el fin de minimizar los riesgos operativos y desarrollar aun más profesionalmente a sus integrantes.
- III. La elaboración de una política de inversiones que permita a la junta directiva y al comité de inversiones un marco de referencia desde donde, se podrán conocer los lineamientos principales de inversión y contar con elementos objetivos de evaluación.
- IV. Cuando la junta directiva analiza nuevas estrategias de inversión, o traslados de recursos de una fuente de financiamiento a otra, se requerirá de un estudio financiero exhaustivo, que identifique claramente las razones de la implementación de las nuevas opciones y su impacto en la estructura que maneja la asociación.

- V. Tratar de realizar una relación aún más estrecha con el patrono, con el único fin de brindarle la oportunidad de ser una ventaja competitiva desde todo punto de vista.
  
- VI. Evaluar otras estrategias como por ejemplo el leasing o el descuento de cartas de crédito, con la finalidad de plantearse nuevas formas de inversión.
  
- VII. Elaboración de flujos de caja y presupuestos, que permitan analizar con una mayor confiabilidad el desempeño de la asociación.

## BIBLIOGRAFIA

### Libros:

BESLEY, S. (2001) *Fundamentos de administración financiera*. (12° ed.), México: Grupo Editorial Mc Graw-Hill.

GITMAN, L. (1997) *Fundamentos de Administración Financiera*. (7° edición), México: Editorial Oxford University Press.

GITMAN, L. (2000) *Principios de administración financiera*. (8° edición), México: Editorial Prentice may.

MASON, R. (1998) *Estadística para administración y economía*. (8° edición), México: Grupo Editorial Alfaomega.

ROSS, S. (2000) *Finanzas corporativas*. (5° edición), México: Editorial Mc Graw-Hill.

SALAS, T. (2001) *Análisis y diagnóstico financiero*. (2° edición), San José, Costa Rica: Ediciones Guayacán.

VILLEGAS, E. (1997) *Administración de inversiones*. (1° edición), México: Editorial Mc Graw-Hill.

### Trabajos finales de graduación:

BOLAÑOS, B. “Propuesta para mejorar la gestión del Departamento de Crédito de la empresa Financiera Desyfin, S.A.; enfocada a sus operaciones de factoreo”; [Seminario de Graduación para optar por el grado de Licenciatura en Administración de Negocios con énfasis en Finanzas]. San José, CR.:Universidad de Costa Rica, 2002.

ROJAS, E. “Valoración de la Gestión Financiera de las Asociaciones Solidaristas mediante el EVA: El caso de la Asociación Solidarista de Empleados del INA (ASEMINA)”]; [Práctica Profesional para optar por el grado de Maestría].San José, CR:Universidad de Costa Rica, 2001.

VASQUEZ, A. y VILLALOBOS, Q. “Modelo de Desarrollo Alternativo para la Administración de los Recursos Financieros de las Asociaciones Solidaristas”]; [Seminario de Graduación para optar por el grado de Licenciatura en Administración de Negocios]. San José, CR.:Universidad de Costa Rica, 1996.

Folletos:

CHAVES, R. (2003) *Tópicos de inversión*. Universidad de Costa Rica. San José, Costa Rica.

MATARRITA, R. (2003) *Aspectos generales del Mercado de Valores costarricense*. Documento mimeografiado.

Internet

[www.bccr.fi.cr](http://www.bccr.fi.cr)

[www.factorero.co.cr](http://www.factorero.co.cr)

[www.solidarismo.com](http://www.solidarismo.com)

[www.sugeval.fi.cr](http://www.sugeval.fi.cr)

# **ANEXO METODOLOGICO**

## ANEXO No. 1

## Perspectiva teórica de la metodología

El planteamiento del marco teórico se fundamenta en autores como Gitman (2000), Ross y Westerfield (2000), y Chaves (2003) en lo referente a clasificar los mercados e instrumentos financieros, inversiones, tipos de inversión existentes y los riesgos asociados. Adicionalmente esta investigación permite al lector obtener un conocimiento de lo que es una inversión real y financiera, los rendimientos y los riesgos asociados a éstas y los objetivos de la administración financiera, además de que describe el descuento de facturas y los elementos que la constituyen.

Chaves, define inversión de la siguiente manera:

*“La inversión se puede definir como la cantidad presente de recursos que se compromete durante un período de tiempo con el fin de obtener un flujo futuro de fondos que compense al depositante por: el tiempo en que los fondos son comprometidos, la tasa esperada de inflación y la incertidumbre con respecto al flujo de fondos”.*<sup>1</sup>

Acorde con la revisión de la literatura, el factoreo es el ejemplo de una figura contractual carente de reglamentación específica, que brinda un acceso relativamente simple y rápido a recursos financieros de corto plazo; para capital de trabajo amparado a sus propias cuentas por cobrar producto de la facturación en condiciones de crédito.

El objetivo de esta investigación es que el tema de descuento de facturas sea visualizado como una alternativa viable que permita ampliar la gama de posibilidades de inversión de la ASEBAC, manteniendo una relación entre riesgo y rendimiento de la nueva estrategia con las utilizadas hasta el momento, para establecer las causas reales que preceden o se dan simultáneamente a sus efectos.

---

<sup>1</sup> Ronald Chaves, *Tópicos de Inversión*, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica. Capítulo 1, p.5.

## ANEXO No. 2

### Metodología

#### **Objetivo 1.**

Definir conceptualmente la inversión, los conceptos de inversión real y financiera, los rendimientos y los riesgos asociados a estas, así como el descuento de facturas o factoreo y los elementos que constituyen esta nueva forma de inversión para ASEBAC.

#### **Tipo de investigación:**

De acuerdo con las características de la presente investigación se utilizará una investigación descriptiva en lo referente a la puntualización de las definiciones requeridas.

#### **Métodos:**

Se utilizará un método descriptivo y analítico para aportar los conceptos como inversión real, riesgo, rendimiento, basándose en los conceptos ya existentes sobre estos temas.

#### **Técnicas:**

Análisis documental mediante la recopilación de información de libros, escritos, tesis, sitios de internet y otras fuentes como se reseña en la bibliografía preliminar; procediendo posteriormente a realizar un resumen de lo más relevante.

#### **Instrumentos:**

Producto del tipo de información a recabar y las técnicas a utilizar, se emplean fichas de tipo bibliográfico y de trabajo, tal y como aparece al final del presente anexo.

#### **Fuentes:**

Las fuentes que se utilizarán son de tipo secundario, dentro de éstas se pueden mencionar: libros de texto, revistas, tesis de grado y sitios de internet señalados en la bibliografía preliminar.

**Indicadores:**

Los indicadores principales del primer objetivo son los conceptos de: inversión real, riesgo, que establezcan de manera clara y concisa las definiciones, requeridas para el entendimiento del tema central.

**Objetivo 2.**

Describir ASEBAC, sus actividades y servicios, su estructura y funcionamiento, los procedimientos y normativas para la inversión.

**Tipo de investigación:**

Es una investigación descriptiva para ubicar ha ASEBAC, desde sus orígenes hasta la actualidad.

**Métodos:**

El método será de carácter descriptivo y documental, ya que se explorarán las actividades de la asociación, su estructura y funcionamiento y otros elementos como sus normativas y procedimientos en el campo de las inversiones.

**Técnicas:**

Análisis documental recopilación y análisis de información de los materiales internos, libros de actas, documentación legal y otro material impreso de la asociación.

**Instrumentos:**

Los instrumentos que se usarán son las fichas donde se presenten citas importantes sobre la estructura organizativa, los servicios que presta la asociación, además, de los procedimientos y normativas. También se realizarán entrevistas no dirigidas.

**Fuente:**

Material impreso de la asociación, libros de actas, documentos legales, todo referente a procedimientos y normativas se conversará con la administradora y los miembros del comité de inversiones de ASEBAC.

**Indicadores:**

Conocimiento de la asociación en lo referente a su estructura, funcionamiento, servicios que ofrece, los principios que la rigen, su visión, misión además de las normativas y procedimientos que orientan su accionar en la toma de decisiones de inversión.

**Objetivo 3.**

Analizar las estrategias implementadas por ASEBAC para la inversión de sus recursos en los períodos 2003 y 2004, con el fin de determinar el rendimiento obtenido y los riesgos asociados, y compararlos con el rendimiento de mercado para dichos períodos.

**Tipo de investigación:**

Con el objetivo propuesto se necesitará una investigación de tipo descriptiva - analítica a fin de presentar las estrategias implementadas e identificar los rendimientos generados a partir de determinados niveles de riesgo.

**Métodos:**

Se utilizará el método analítico para brindar una revisión de las estrategias implementadas por ASEBAC en los últimos dos períodos.

**Técnicas:**

Análisis documental de las distintas inversiones de ASEBAC tanto de corto como de largo plazo.

**Instrumentos:**

Se utilizarán fichas, donde se presenten citas importantes sobre todas las conclusiones del análisis realizado.

**Fuente:**

La fuente de donde se recopilará esta información son las actas del comité de inversiones en las que se identifican los tipos de inversiones y la información financiera para cada uno de los períodos.

**Indicadores:**

Rendimientos trimestrales o anuales que avalen las estrategias puestas en práctica durante el lapso de tiempo establecido, las posibles ganancias o pérdidas de capital que fueron realizadas, los riesgos de los instrumentos utilizados y el portafolio como tal.

**Objetivo 4.**

Determinar los riesgos del descuento de facturas y cuantificar el rendimiento que se puede obtener, además de relacionarlo con el impacto que aporta al portafolio de inversión que tiene actualmente ASEBAC.

**Tipo de investigación:**

Descriptiva – explicativa, en donde se establezcan los riesgo del descuento de facturas y los rendimientos asociados producto de la canalización de recursos a esta nueva fuente de inversión, así como el impacto en el portafolio de ASEBAC.

**Métodos:**

Los métodos que se utilizarán son el analítico y deductivo para analizar cada uno de los componentes del descuento de facturas y poder inferir los posibles riesgos y rendimientos esperados.

**Técnicas:**

Análisis documental de los distintas datos obtenidos, producto de las proyecciones de los diferentes rendimientos asociados a sus riesgos.

**Instrumentos:**

Se utilizarán fichas, donde se presenten citas importantes sobre todas las conclusiones del análisis realizado, tanto para el descuento de facturas visto como única inversión, además, del efecto que ésta produce en el portafolio de inversiones que mantiene actualmente ASEBAC.

**Fuente:**

Fuentes primarias producto del análisis realizado del descuento de facturas como estrategia de inversión.

**Indicadores:**

Los resultados de los rendimientos mensuales y del riesgo asociado que se pueden llegar a obtener con el descuento de factura y el impacto global del portafolio, que supondría la puesta en practica de esta nueva forma de inversión.

**Objetivo 5.**

Elaborar una estrategia para implementar una política de inversión en ASEBAC que defina los procedimientos que se aplicarán en la toma de decisiones de inversión.

**Tipo de investigación:**

El tipo de investigación es propositiva pues se establece una estrategia para implementar una política de inversión en ASEBAC

**Métodos:**

Es un método analítico, pues busca estructurar una estrategia para la toma de decisiones de inversión de ASEBAC de una forma sistemática y objetiva.

**Técnicas:**

Análisis documental de la información generada en los objetivos anteriores, aunado a una recopilación y estudio de información de fuentes secundarias referentes a políticas de inversión.

**Instrumentos:**

Se utilizarán fichas, donde se presenten citas importantes sobre las estrategias de inversión.

**Fuente:**

Fuentes primarias producto del análisis de cada una de las estrategias.

**Indicadores:**

Valoración del factoreo y la cuantificación de los rendimientos obtenidos en el marco de una estrategia global para ASEBAC.



Ficha de Trabajo

Nombre del libro o documento: .....

Autor:.....

Página:.....

Tema:

---

Cita textual

Resumen

## **ANEXOS COMPLEMENTARIOS**



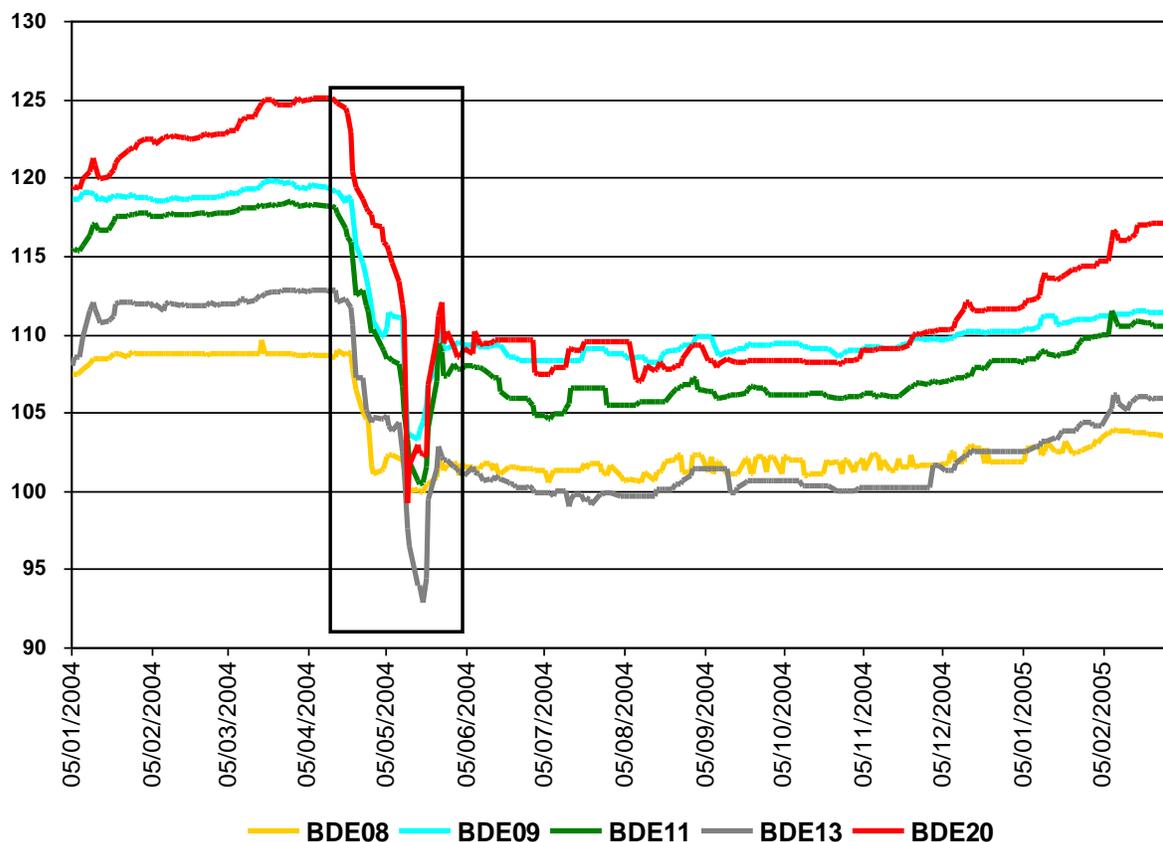


## ANEXO COMPLEMENTARIO 2

### TURBULENCIA DE LA INDUSTRIA DE INVERSIÓN COLECTIVA

En los meses de abril y mayo del 2004, la industria de inversión colectiva en Costa Rica enfrentó una turbulencia caracterizada por una aguda corrección en los precios de los instrumentos de renta fija emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central. El ajuste que reflejaron los precios de estos activos condujo al registro de pérdidas en el valor de las carteras administradas por los fondos de inversión y de pensión, lo que ha su vez generó importantes retiros de los inversionistas – tanto institucionales como individuales - de estas entidades.

Precios de los Eurobonos emitidos por el Ministerio de Hacienda de Costa Rica

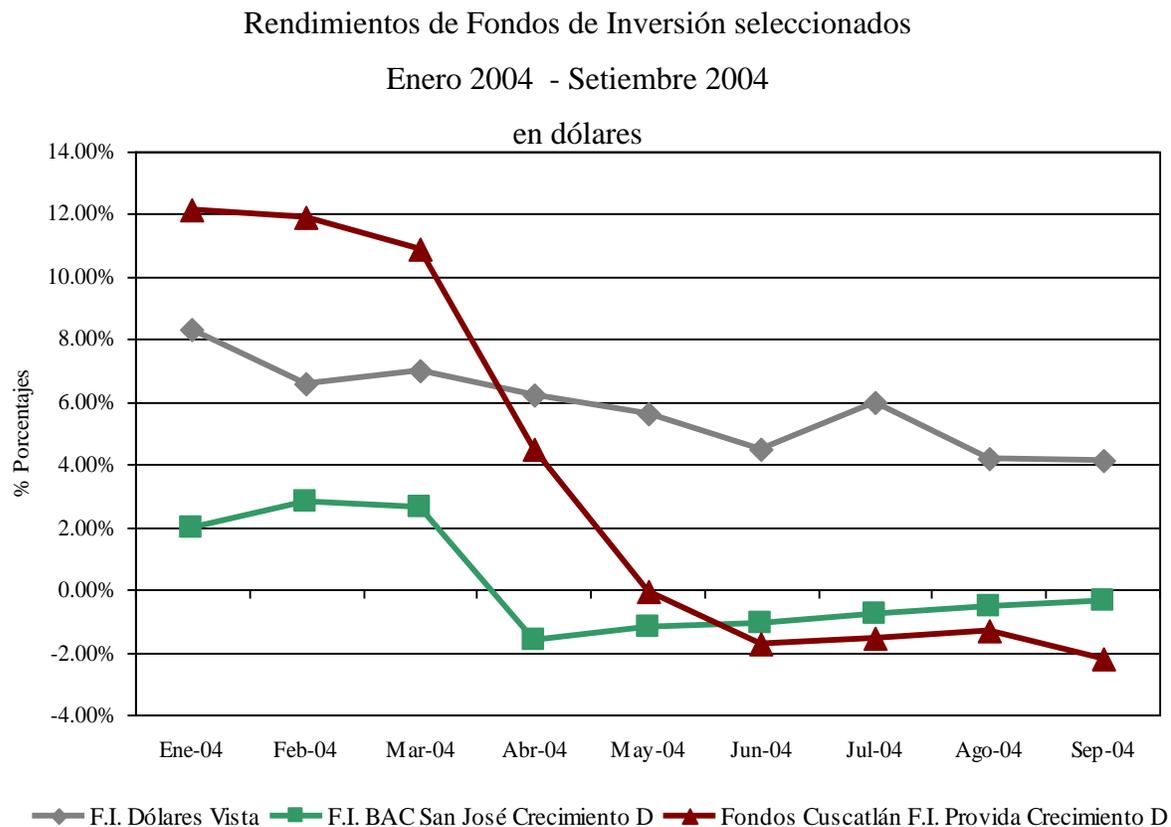


BDE = Bonos de deuda externa del Gobierno Costarricense.

Los precios de los bonos denominados en moneda extranjera – tanto los emitidos en mercados internacionales como los colocados internamente – se apreciaron fuertemente

durante el año 2003, lo que condujo a una reducción sustancial de los spreads<sup>15</sup> a niveles bajos, no solo respecto de los registrados en años previos sino además de las de emisiones de otros países con calificaciones crediticias similares o incluso superiores.

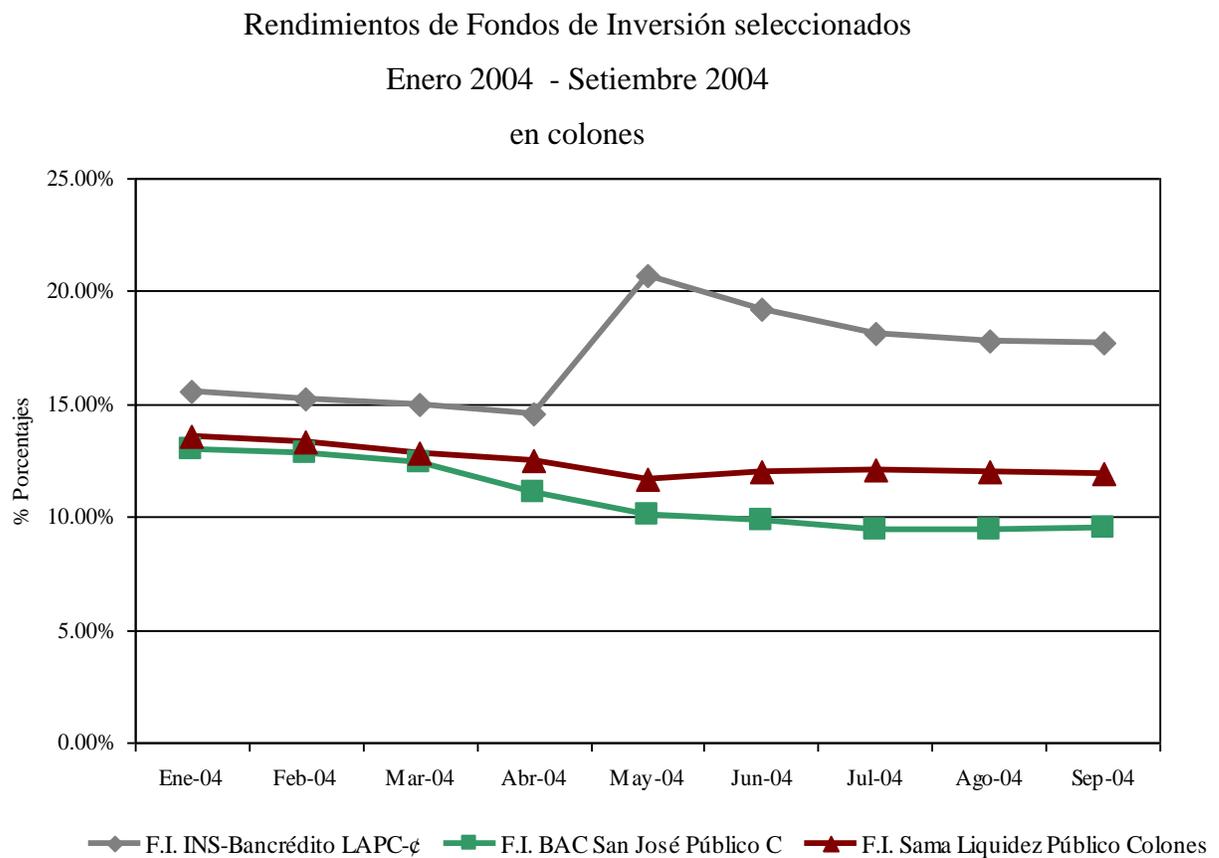
El aumento en estos precios se reflejó en las carteras de los fondos administrados en fuertes ganancias de capital y en altos rendimientos durante buena parte del año 2003 e inicios del 2004, sin embargo, el proceso de corrección de los precios de los activos financieros desencadenó en una importante disminución en el rendimiento de los fondos, total de activos administrados y el número de inversionistas en estos periodos, además del daño en la percepción de los inversionistas sobre los mecanismos de inversión colectiva.



Fuente elaboración propia con datos extraídos del “Boletín Quincenal de Fondos de Inversión” de la SUGEVAL

<sup>15</sup> Los spreads o márgenes se refieren a la prima que un emisor como el gobierno de Costa Rica debe pagar por sobre el rendimiento que genere un activo considerado libre de riesgo de incumplimiento de características similares. Lo usual en el mercado financiero internacional es expresar ese margen en puntos básicos tomando como referencia el rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica.

También a mediados de mayo el ajuste que había empezado en los instrumentos en dólares se extendió a los colones. Esto fue resultado de las presiones de liquidez de los inversionistas, que decidieron retirar inversiones de los fondos en moneda local por temor a sufrir fuertes pérdidas. Además, fue consecuencia del aumento necesario en la rentabilidad de los instrumentos en colones, ante la subida de los correspondientes a dólares en el mercado secundario.

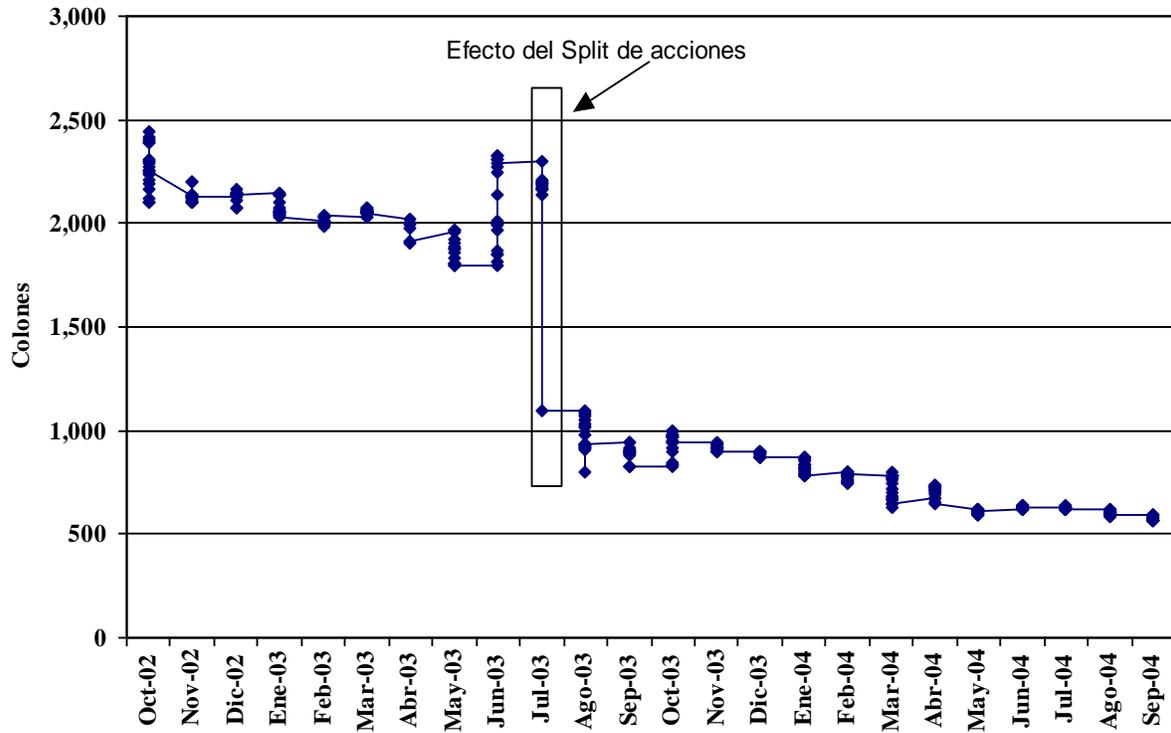


Fuente elaboración propia con datos extraídos del “Boletín Quincenal de Fondos de Inversión” de la SUGEVAL

ANEXO COMPLEMENTARIO 3

Precio de la Acción de Florida Ice and Farm

Octubre 2002 – Setiembre 2004



Fuente elaboración propia con datos del vector de precios de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica