



INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
PROGRAMA DE LICENCIATURA CON ÉNFASIS EN FINANZAS
SEMINARIO GERENCIAL

Monografía de proyecto final de investigación:

**RAZONES POR LAS CUALES LAS EMPRESAS COSTARRICENSES NO TRANSAN VALORES EN
EL MERCADO BURSÁTIL NACIONAL**

Elaborado por:

- **Daniela Córdoba Villalta**
- **Rosario Gómez Gómez**
- **Kendell Rojas Leiva**
- **María Isabel Rojas Juárez**

Profesor Guía:

Víctor Garro Martínez

San José, Costa Rica

I Semestre, 2013

CONTENIDO

1.	INTRODUCCIÓN	4
1.1	JUSTIFICACIÓN.....	5
1.2	PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	5
1.3	OBJETIVOS	5
1.3.1	Objetivo general.....	5
1.3.2	Objetivos específicos.....	6
1.4	INTERROGANTES	6
1.5	ALCANCES.....	6
1.6	LIMITACIONES	6
2.	MARCO METODOLÓGICO.....	8
2.1	TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN	8
2.2	ESTRATEGIA METODOLÓGICA.....	8
3.	ESTADO DEL ARTE	10
3.1	SISTEMA FINANCIERO	10
3.2	MERCADO DE VALORES.....	12
3.2.1	Funciones del Mercado de Valores	13
3.2.2	Participantes del Mercado de Valores	14
3.3	BOLSA NACIONAL DE VALORES	16
3.4	ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO	16
3.4.1	Títulos de valores de deuda	16
3.4.2	Fondos de Inversión	18
3.4.3	Fondos Inmobiliarios	19
3.4.4	Reporto.....	20
3.5	MERCADO ACCIONARIO	21
3.5.1	Riesgo	22
3.5.2	Emisión pública de acciones.....	22
3.5.3	Admisión a cotización de valores en la BNV	28
3.6	PROYECTO MAPA	33
4.	ANÁLISIS DE DATOS.....	35
4.1	DEBILIDAD DEL MERCADO ACCIONARIO EN COSTA RICA	35

4.1.1	Nivel de Producción	35
4.1.2	Costos	36
4.1.3	Competencia	36
4.1.4	Capital de Privado	37
4.1.5	Factor Cultural.....	37
4.2	DIFICULTADES DE RECURRIR AL MERCADO ACCIONARIO.....	38
4.2.1	Factor Fiscal.....	39
4.2.2	Factor Legal	39
4.2.3	Factor Financiero.....	40
4.2.4	Factor Familiar.....	40
4.2.5	Factor Sociológico	40
4.2.6	Factor Globalización	41
4.3	RETIRO DE EMPRESAS DE LA BOLSA	42
5.	Conclusiones.....	49
6.	Bibliografía	51
	Anexos.....	53

1. INTRODUCCIÓN

Tanto las autoridades gubernamentales costarricenses como la industria financiera han coincidido con la idea de la necesidad de crear las condiciones adecuadas que permitan el desarrollo de un mercado de valores costarricense que contribuya a la competitividad y al crecimiento del país.

En lo relativo al mercado accionario costarricense, el cual se ha reducido durante los últimos años, la Bolsa Nacional de Valores (en adelante BNV), a través de la iniciativa del Mercado Alternativo para Acciones (en adelante MAPA) busca promover la inversión de capital, el desarrollo y la profesionalización de empresas pequeñas y medianas con alto potencial de crecimiento.

Entre las acciones estratégicas para la puesta en marcha del MAPA establecidas por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense se encuentra primeramente el objetivo de conocer el ecosistema del mercado accionario. Sin embargo, en dicho plan estratégico no se considera la realización de un estudio en el cual se identifiquen las razones por las cuales las empresas costarricenses no emiten valores en el mercado bursátil, el cual se podría tomar como marco de referencia para la creación de planes de acción que permitan corregir desde el origen los motivos por los cuales las empresas costarricenses no transan valores en el mercado bursátil nacional.

En este orden de ideas, mediante el desarrollo de la presente investigación se pretende dar respuesta a la pregunta ¿Por qué las empresas costarricenses no transan valores en el mercado bursátil nacional? por medio de la identificación de las principales razones por las cuales las empresas costarricenses no transan valores en el mercado bursátil nacional,

Así las cosas, el objetivo de la investigación consiste en la identificación de las razones por las cuales las empresas costarricenses no transan valores en el mercado bursátil nacional a fin de que dicha investigación pueda ser utilizada como referencia por parte de las

autoridades gubernamentales para la generación de planes de acción que permitan la dinamización del mercado bursátil nacional.

1.1 JUSTIFICACIÓN

A través de los años se ha generado una interrogante entre varios profesionales de la economía en relación con el manejo y gestión de las empresas, a nivel de acciones, en el sistema bursátil nacional.

Dado el panorama actual, con una cantidad mínima de movimientos transados diariamente que la Bolsa Nacional de Valores, ente gubernamental a cargo de esta tarea en nuestro país, se registran, surge la necesidad de generar una investigación que permita clarificar las principales razones por las cuales existen tan pocos actores en este modelo de riqueza que en América Latina ha sido infundido por los respectivos gobiernos, y no por iniciativa empresarial.

Por esta razón y algunas otras adicionales es que se plantea el presente estudio, como un elemento guía en el cual se más comprensible el tema propuesto.

1.2 PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Para el desarrollo de la investigación se planteó la interrogante ¿cuáles son las razones que causan que las empresas costarricenses no transen acciones en el mercado de valores costarricense?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo general

Identificar las principales razones por las cuales las empresas no transan valores en el mercado bursátil nacional.

1.3.2 Objetivos específicos

- Establecer las razones por las cuales las empresas en Costa Rica carecen de una cultura de inversión en títulos accionarios en el mercado nacional de valores.
- Determinar los costos de emitir acciones en el mercado de nacional de valores.
- Identificar las alternativas de inversión del mercado nacional de valores.

1.4 INTERROGANTES

- ¿Cuál es la situación actual de las empresas para que adopten la bursatilización como medio de inversión?
- ¿Cuáles son los pasos que toda empresa requiere para acogerse al sistema de la Bolsa Nacional de Valores en Costa Rica?
- ¿Por qué razones las empresas costarricenses carecen de la cultura de invertir en la Bolsa Nacional de Valores?
- ¿Cuál es la mayor limitante que podrían experimentar las empresas que califican para invertir en la Bolsa?

1.5 ALCANCES

Se procuró identificar las principales razones por las cuales no hay una presencia fuerte de la Bolsa Nacional de Valores en el país, a diferencia de otros países latinoamericanos con condiciones similares.

1.6 LIMITACIONES

Durante el desarrollo de la investigación se presentaron las siguientes limitaciones al momento de la recolección de los datos:

- Dificultad para recabar datos por medio de entrevistas tanto personales como por medio de correo electrónico a las empresas debido a la confidencialidad de la información.
- Limitación para la realización del listado de posibles empresas que podrían transar valores patrimoniales en el mercado de valores nacional.

2. MARCO METODOLÓGICO

Para el desarrollo de la investigación se empleó un enfoque cualitativo mediante recolección de datos, criterio de expertos, a fin de entender el por qué las empresas no transan acciones en el mercado bursátil nacional. Se identificaron razones para explicar y describir porqué el mercado de valores costarricense es tan poco activo. Asimismo, se recurrió a la teoría disponible acerca del mercado de valores costarricense como un marco de referencia para la identificación de posibles razones que inducen a un mercado de valores nacional poco activo.

Así las cosas, mediante el empleo del enfoque cualitativo, se efectuaron entrevistas a personas que tengan un criterio de experto sobre los mercados de valores, de las cuales se describirán y analizarán los datos obtenidos sobre los que se deducirán las conclusiones. Quiere decir lo anterior, que la recolección de datos se realizará consultado las perspectivas y puntos de vista de expertos en el campo bursátil nacional.

2.1 TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN

Se empleó la recolección de datos, a través de entrevistas abiertas a expertos en el área bursátil nacional, por medio de la aplicación de un cuestionario (*Ver Anexo N° 1*), que sirviera como guía al momento de efectuar la conversación, tanto dentro de la misma Bolsa, como académicos investigadores que poseen criterio técnico sobre este tema.

2.2 ESTRATEGIA METODOLÓGICA

Como parte de la estrategia metodológica, se recurrió a fuentes impresas, bases de datos interconectadas de la biblioteca del TEC, así como documentos de otras universidades latinoamericanas que revisan el tema de la bursatilización en sus países.

Sustentado en esta guía, el proceso fue definiéndose, siguiendo los objetivos específicos para concretar la estrategia, enlazando la literatura con la realidad expuesta por los criterios de expertos consultados.

Cuadro N° 1
Resumen de Enlace Objetivos – Estrategia Metodológica

OBJETIVO ESPECÍFICO	ESTRATEGIA METODOLÓGICA
Identificar las razones por las cuales las empresas en Costa Rica carecen de la cultura de invertir en títulos accionarios en el mercado nacional de valores.	Contactar a expertos tanto de puestos de bolsa como académicos que brinde un criterio sobre la situación del mercado de valores costarricense.
Identificar los costos de emitir acciones en el mercado de nacional de valores.	Revisión de fuentes secundarias para la identificación de los costos de emitir acciones así como alternativas de financiamiento para las empresas.
Identificar las alternativas de inversión del mercado nacional de valores.	

Fuente: Elaboración propia. Abril, 2013

3. ESTADO DEL ARTE

A continuación se describirá el marco dentro del cual se encuentra un mercado de valores dentro de la economía de un país, específicamente el papel del mercado de valores dentro del sistema financiero.

3.1 SISTEMA FINANCIERO

De acuerdo con Matarrita & Ledezma (2010) el estudio básico de la economía redonda en la mejor solución al problema de cómo satisfacer las distintas necesidades con recursos o posibilidades limitadas, en otras palabras el estudio de la elección en un mundo de escasez. Al respecto Bernanke & Frank (2007) señalan que la economía es el estudio de la forma en que los individuos eligen en condiciones de escasez y de las consecuencias de esas elecciones para la sociedad.

Desde esta perspectiva, los problemas básicos a los que una sociedad se enfrenta, conllevan, de alguna manera la necesidad de establecer un mecanismo que permita ordenar cuales necesidades serán satisfechas y cuáles no (Matarrita & Ledezma, 2010).

Considerando el contexto anterior, el sistema financiero es un conjunto de instituciones regidas por leyes, reglamentos y normas que les facultan para crear, administrar, custodiar, traspasar, garantizar, negociar e, incluso, destruir activos financieros.

Así las cosas el sistema financiero cumple una serie de funciones orientadas a lograr el equilibrio de la economía, de acuerdo con Levine (1997 y 2005) citado en Tovar (2011) las funciones del sistema financiero son:

- a.** Producir información sobre las posibilidades de inversión y asignación del capital.
- b.** Monitorear las inversiones y ejercer un gobierno adecuado en la empresa, es decir, control corporativo, tras recibir el financiamiento.

- c. Facilitar la administración y diversificación del riesgo.
- d. Movilizar y reunir ahorros.
- e. Facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Por otro lado, Matarrita & Ledezma (2010) señalan que las funciones del sistema financiero son proveer medios de pago, es decir a la creación de dinero; la intermediación financiera, a través de la movilización de recursos y de la asignación de recursos; diversificación de riesgos de inversiones y el apoyo de las finanzas públicas.

Así las cosas, una de las funciones implícitas del sistema financiero es crear la confianza para realizar transacciones a lo largo del tiempo, para alcanzarla el sistema financiero debe cumplir los compromisos establecidos, es decir tener una “consistencia temporal” mediante la transmisión a sus participantes de información oportuna y veraz, la existencia de un marco legal claro y la existencia de un sistema de supervisión oportuna.

Según Matarrita & Ledezma (2010) existen las tres C del sistema financiero eficiente: confianza, competencia y congruencia, que se manifiestan positivamente en la generación de políticas vinculantes, liberalizando, así, las economías.

En vista de lo anterior, el sistema financiero busca dar solución al problema de la escasez de recursos, y la necesidad de opciones para la formación de capital. Dado que las unidades que se encargan de la formación de capital utilizan sus ahorros para la inversión en activos reales, lo cual establece una demanda por recursos financieros que pueden ser suplidos por medio de la intermediación financiera.

En este orden de ideas, los intermediarios financieros transforman fondos de manera tal que los vuelven más atractivos así mismo ofrecen una diversidad de servicios y economías que hacen atractiva la transformación de las características de los activos.

De acuerdo con Matarrita & Ledezma (2010, p. 13) entre las razones que pueden argumentarse a favor de la intermediación financiera se encuentran:

- a. **Costos de las transacciones:** posibilidad de la existencia de economías de escala como resultado se reducen los costos de transacción.
- b. **Producción de información:** desarrollo de información sobre los demandantes de crédito en una forma más eficiente. Asimismo, se reduce el riesgo moral de información no confiable y protección de la confidencialidad de información.
- c. **Divisibilidad y flexibilidad:** localización de nichos de ahorro pequeños para su inversión final en activos reales, además, los demandantes de crédito tienen mayor flexibilidad al tratar con un solo intermediario.
- d. **Diversificación del riesgo:** reducción del riesgo asociado con las fluctuaciones en el valor del principal.
- e. **Vencimiento:** transformación del crédito con cierto vencimiento en valores indirectos con distintos vencimientos.

3.2 MERCADO DE VALORES

Dentro del mercado financiero se distingue un submercado denominado mercado de valores, conformado por las operaciones que se realizan sobre valores (Matarrita & Ledezma, 2010). El mercado de valores se puede definir como el mecanismo que permite la emisión, colocación y distribución de los títulos valores. Adicionalmente, el mercado de valores es una zona de intersección entre el mercado de dinero y mercado de capitales, en donde se encuentran ambos conjuntos de alternativas financieras, a saber, las de financiamiento y las de inversión, formas de operaciones financieras que pueden ser documentadas, tasadas, traspasadas y negociables (Matarrita & Ledezma, 2010).

Entre este mercado se distinguen dos mercados definidos por los motivos por los cuales los agentes venden u ofrecen títulos: el mercado primario y el mercado secundario.

El mercado primario está constituido por la venta directa de títulos valores por parte de los emisores y la compra de los mismos que realizan los puestos de bolsa en representación de ellos mismos y de sus inversionistas, colocados con el fin de obtener financiamiento de capital de trabajo o inversión en activos. Por otro lado el mercado secundario se constituye por la compraventa de títulos que habían sido emitidos anteriormente, y son vendidos en el mercado antes de su maduración con el fin de suministrar liquidez a sus poseedores (Matarrita & Ledezma, 2010, p.29).

3.2.1 Funciones del Mercado de Valores

Por lo general, el mercado de valores es parte importante del mercado de capitales, ya que de él depende fundamentalmente el ahorro de mediano y largo plazo, requerido para las economías para su desarrollo. De acuerdo con lo mencionado por Hayden (1990, citado en Matarrita & Ledezma, 2010, p.32) las funciones de dicho mercado son:

- a. **Facilitar el flujo ahorro-inversión:** facilitación de la transferencia de recursos entre los oferentes y los demandantes de recursos, por medio de la emisión y colocación de títulos valores.
- b. **Optimización en la asignación de recursos:** canalización de recursos hacia proyectos de mayor envergadura alcanzando una mayor tasa de desarrollo económico.
- c. **Liquidez:** el financiamiento de proyectos que tienen un período de maduración relativamente prolongado, requiere de la obtención de capitales mediante la emisión y colocación de títulos de largo plazo. Si un ahorrante invierte su capital por un plazo relativamente extenso, podría convertir en efectivo sus títulos antes de la maduración de los mismos y así cumplir con sus necesidades.

Es importante destacar que los mercados son una interacción de oferentes y demandantes que buscan una respuesta o salida a un sistema de precios que les permita cubrir una jerarquización de todas las necesidades que necesiten cubrir.

En el caso del mercado de valores, la situación es verdaderamente la misma: todas las transacciones que son realizadas por los agentes corredores forman parte de las necesidades que tanto compradores, como vendedores, requieren para obtener los beneficios específicos en el mercado.

3.2.2 Participantes del Mercado de Valores

En línea con lo expuesto por Matarrita & Ledezma (2010) los principales participantes del mercado de valores son los inversionistas, los emisores, las bolsas de valores, puestos y agentes de bolsa; las empresas clasificadoras de riesgo, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las empresas autorizadas para la custodia, liquidación y compensación y el ente regulador.

- a. **Inversionistas:** Como unidades superavitarias, los inversionistas son los demandantes de títulos valores en el mercado. Los recursos financieros de estos participantes son canalizados a través del mercado de valores, hacia las empresas que requieren de financiamiento de sus actividades productivas, llevándose a cabo una gran función de asignación de recursos que contribuye al desarrollo económico del país. Pueden ser personas físicas o inversionistas institucionales, tales como empresas del sector público y privado. Dentro de estos últimos se encuentran aquellos como los fondos de pensión que son de gran importancia para el desarrollo de los mercados de capital.

- b. **Emisores de títulos valores:** empresas demandantes de recursos y oferentes de títulos valores. Emiten títulos con el fin de captar los ahorros del público para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo. En Costa Rica el principal emisor de títulos valores y mayor captador de recursos es el Gobierno Central.

- c. **Bolsas de Valores:** encargadas de proveer la infraestructura y supervisión primaria para que los puestos de bolsa, a través de sus agentes lleven a cabo la función de intermediación de valores. Aquí se realizan las transacciones con títulos valores admitidos a cotización y los precios son determinados por interacción de oferta y demanda; además, con estas transacciones se trasladan recursos del sector público al privado y se transforman recursos de corto plazo en recursos de largo plazo y viceversa.

- d. **Puestos de bolsa:** encargados de llevar a cabo el proceso de intermediación bursátil y tienen obligación de cumplir todas las disposiciones legales y regulatorias, asimismo se encargan de la compra-venta de valores por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, asesorar a los clientes en materia de inversiones y de operaciones bursátiles y prestar servicios de administración individual de carteras.

- e. **Agentes de bolsa:** profesionales especializados en la transacción de valores, son personas físicas representantes de un puesto de bolsa, titulares de una credencial otorgada por la respectiva bolsa de valores, que realizan actividades bursátiles a nombre del puesto, ante los clientes y ante la bolsa. Representan a compradores y vendedores de valores concentrando la oferta y la demanda en un grupo organizado. Cada bolsa es la encargada de autorizar a los diferentes aspirantes, si ellos cumplen a cabalidad con los requisitos.

- f. **Ente regulador:** de acuerdo con la Ley N° 7732, Ley Reguladora de Mercados de Valores (en adelante LRMV) la regulación y supervisión del mercado de valores estará a cargo de la Superintendencia General de Valores (en adelante SUGEVAL). La existencia de un ente regulador del mercado de valores viene a respaldar las operaciones que realizan los distintos intermediarios, ya que genera mayor confianza en el sistema al contar con un ente que regule, controle, supervise y

promocione la actividad del mercado.

- g. Clasificadoras de riesgo:** la clasificación de los puestos de bolsa es el proceso de evaluar los valores representativos de deuda o de capital de un determinado emisor, a partir de un conjunto de información cuantitativa y cualitativa proporcionada por el emisor, generando una opinión acerca de la calidad de dichos valores. Tales opiniones se expresan a través de categorías predefinidas referentes a la probabilidad de pago en caso de instrumentos de deuda o de capacidad para mantener el valor de lo invertido en el caso de instrumentos de capital. No representan garantías de pago y no se refieren al emisor como un todo.

Específicamente, en Costa Rica, el año 2000, la Clasificadora de Títulos y Valores S.A. fue autorizada por la Superintendencia para cambiar su razón social a DCR Costa Rica, perteneciente a DCR Centroamericana, que a su vez forma parte del grupo Duff and Phelps Credit Rating Co, una de las cuatro empresas reconocida por el Securities and Exchange Comision para desempeñarse como calificadora en los Estados Unidos.

3.3 BOLSA NACIONAL DE VALORES

La existencia de una bolsa de valores permite un adecuado funcionamiento de un mercado de valores mediante la formación justa de precios, mantenimiento de la legitimidad de las operaciones y el establecimiento de mecanismos que aseguren la eficiencia del mercado (Matarrita & Ledezma, 2010).

3.4 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

3.4.1 Títulos de valores de deuda

Las empresas privadas y las entidades gubernamentales requieren obtener recursos para expandirse o desarrollarse y para financiar el gasto público, en el caso de las segundas. Una forma de obtener dichos recursos es mediante la emisión de títulos de deuda a través del mercado de valores.

Para ello, deben cumplir una serie de requisitos y atender un proceso de autorización previa, dicho proceso les permitirá obtener la aprobación de la Superintendencia General de Valores para ofrecer y colocar dichos valores entre el público, el cual concluirá con una inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI).

En dicho registro se enlistan todos los participantes autorizados para operar y los productos autorizados para su negociación en el mercado de valores costarricense. Uno de los requisitos que deben cumplir las emisiones de valores es que deben ser estandarizadas, esto significa que todos los valores provenientes de un mismo emisor y de una misma emisión, o de una misma serie en el caso de los programas, confieren a su tenedor idénticos derechos y obligaciones y tienen características idénticas, tales como: monto, plazo, fecha de vencimiento, tasa de interés, periodicidad de pago, entre otros.

3.4.1.1 Riesgo

Como otras opciones de inversión disponibles en el mercado, los valores de deuda tienen riesgos implícitos que es importante conocer y valorar si son acordes con el perfil de cada inversionista.

A manera de ejemplo, seguidamente se mencionan los riesgos más comunes en los valores de deuda:

- Riesgo de precio de los valores.
- Riesgo de liquidez del mercado.

- Riesgo de redención anticipada.
- Riesgo de cesación de pagos por parte de la entidad emisora o riesgo de crédito

3.4.2 Fondos de Inversión

Se trata de una cartera de recursos financieros (patrimonio) constituida por el ahorro de muchos inversionistas que es administrada por un experto en inversiones, para ser invertida en valores.

El inversionista compra una parte proporcional de todos los valores del fondo, lo cual se conoce como “participación” y con ello puede obtener parte de los resultados que la cartera genera.

Existen diversos tipos de fondos financieros incluyendo los de deuda, de corto y largo plazo, accionarios y de títulos extranjeros que se ajustan a diferentes tipos de inversionista.

Se pueden clasificar en diversificados y concentrados (no diversificados), estos últimos definen sectores de actividad, tipos de títulos u otras categorías de valores en que invierten proporciones mayores de la cartera.

También se clasifican en abiertos y cerrados; son cerrados si su patrimonio es fijo, las participaciones se negocian en bolsa y su plazo es definido. Si no cumplen con estas condiciones, se denominan abiertos. Los fondos de inversión abiertos tienen la posibilidad de redimir directamente las participaciones de los inversionistas, mientras que los fondos cerrados no, por lo que si un inversionista desea salir del fondo, este debe acudir al mercado secundario para vender su participación.

Además, existe otro tipo de fondos de inversión que son los no financieros, cuyas carteras incluyen otros activos como por ejemplo, inmuebles o desarrollos inmobiliarios.

3.4.2.1 Riesgo

Se resumen los riesgos comunes a estos fondos:

- a. Riesgo de precio.
- b. Riesgo de tipo de cambio.
- c. Riesgo de solvencia del emisor.
- d. Riesgo de liquidez.
- e. Riesgo de operación.
- f. Riesgo de concentración.

3.4.3 Fondos Inmobiliarios

Además de los fondos de inversión financieros, en el mercado de valores costarricense existen otros tipos de fondos no financieros, dentro de los cuales están los fondos de inversión inmobiliarios.

Los fondos de inversión inmobiliarios son patrimonios independientes que administran las sociedades administradoras de fondos de inversión, por cuenta y riesgo de los participantes, cuyo objetivo primordial es la inversión en bienes inmuebles construidos, ya sea dentro o fuera del territorio nacional, los cuales deben poseerse en concepto de propiedad y libres de derechos de usufructo, uso y habitación.

No obstante, algunos fondos pueden gestionar una porción de cartera para inversión en activos financieros. El fin principal de los fondos de inversión inmobiliarios es el arrendamiento de los inmuebles y complementariamente, la venta de los inmuebles.

Cabe destacar que este tipo de fondos sólo pueden asumir los riesgos inherentes a la actividad inmobiliaria y no los propios de las actividades que se realizan en los inmuebles.

3.4.3.1 Riesgo

Seguidamente se listan los riesgos más frecuentes que aplican para este producto:

- a. Riesgo de concentración del inmueble.
- b. Riesgo de concentración de arrendatarios.
- c. Riesgo por la desocupación de los inmuebles.
- d. Riesgo de inadecuada valoración de los inmuebles.
- e. Riesgo de liquidez de la participación del fondo.
- f. Riesgo de operación.

3.4.4 Reporto

Es una operación de financiamiento cuyo respaldo o garantía es un título valor que funciona como subyacente. Es decir, es un mecanismo mediante el cual el dueño de un valor obtiene dinero transitoriamente a través de su venta, con el compromiso de pago del principal más el interés en una fecha posterior que no puede exceder los 365 días.

El título original o subyacente queda depositado en un fideicomiso para garantizar la operación. Podrán ser objeto de este tipo de operaciones valores estandarizados de deuda, accionarios o de participación admitidos a negociación en un mercado organizado, con excepción de aquellos indicados expresamente por la Bolsa Nacional de Valores.

3.4.4.1 Riesgo

Por las características de los reportos, existen una serie de riesgos particulares asociados a estos, a saber:

- a. Riesgo de incumplimiento.
- b. Riesgo de volatilidad del precio.
- c. Riesgo de endeudamiento.
- d. Riesgo de renovación.
- e. Riesgo de tipo de cambio.

3.5 MERCADO ACCIONARIO

Las acciones son las distintas partes en las que se divide el capital social de una empresa.

Al adquirir acciones de una compañía el inversionista se convierte automáticamente en accionista o socio y es propietario de una parte proporcional a su tenencia de dicha entidad.

En nuestro país, las acciones deben emitirse a nombre del comprador (conocidas como acciones nominativas) y registrarse en un libro de accionistas. Entre los tipos de acciones que pueden emitir las empresas las más usuales son: comunes y preferentes, ambos dan derecho a parte de los excedentes de la empresa (dividendos).

Considerando que la acción es un título de renta variable, su rendimiento también se verá afectado si el precio baja o sube en relación con el que usted pagó por ella. Dicha característica le podría generar al accionista pérdidas o ganancias de capital.

A diferencia de los valores de deuda cuya renta está pactada de antemano, la renta generada (los dividendos y los cambios en los precios) por una acción varía en función del monto de las utilidades y de la política de distribución de dividendos.

En Costa Rica, todo lo relativo a los derechos y deberes de los accionistas se encuentra en el Código de Comercio, así como la ley 7732, LRMV.

3.5.1 Riesgo

Cada empresa posee riesgos propios y de la actividad económica en que está involucrada que usted debe tomar en cuenta.

A continuación se indican los riesgos generales de las acciones para saber cómo administrarlos y cómo afectan el rendimiento esperado.

- a. Riesgo de gestión.
- b. Riesgo del negocio.
- c. Riesgo de liquidez.
- d. Riesgo de dilución.
- e. Riesgo de precio.

3.5.2 Emisión pública de acciones

Según la Ley 7732, Ley Reguladora del Mercado de Valores, en el artículo 2, únicamente pueden hacer oferta pública de valores en el país las personas autorizadas por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Por lo que para que una empresa pueda iniciar su proceso de inscripción en la Bolsa Nacional de Valores, debe contar con un prospecto presentado, analizado y aprobado por la SUGEVAL.

Para recibir la autorización de la oferta pública se debe presentar la siguiente documentación:

- Firmada por el representante legal:
 - a. La emisión a registrar.
 - b. Los nombres de los representantes legales de la empresa.
 - c. Domicilio exacto de la empresa, número de teléfono y apartado.
 - d. El nombre de la firma de auditores externos y del despacho de asesoría legal.
 - e. El nombre del despacho de consultores que prepararon la información contenida en los requisitos.
 - f. Fecha de cierre fiscal y económico de la empresa.
 - g. Nombre de la persona responsable para efectos de consulta.

- El prospecto, el cual funciona para contar con la información necesaria para que los inversionistas puedan formular un juicio fundado sobre la inversión.
- Calificación de riesgo de la empresa calificadora.
- Documentación legal y de orden administrativo.
- Copia del contrato suscrito con un banco del sistema bancario nacional, donde se acuerda el servicio de agente de pago.
- Código de identificación internacional (ISIN).

Posteriormente debe haber un aviso de oferta pública en un diario de circulación nacional 5 días antes de la negociación de la emisión.

3.5.2.1 Inscripción ante la BNV

Las empresas que pretendan inscribir sus títulos valores en la BNV deben presentar una serie de requisitos a la Dirección de Supervisión de Mercados. Se detallan a continuación:

- Solicitud de inscripción de la emisión suscrita por el representante legal.

- Copia del oficio de la SUGEVAL mediante el cual se autorizó la oferta pública de la emisión de macrotítulos.
- Certificación notarial o registral emitida por la Dirección de Personas Jurídicas, Sección Mercantil, del Registro Público sobre la personería jurídica del representante legal del emisor.
- Copia de la cédula jurídica y de la cédula de identidad del representante legal.
- Ejemplar del prospecto de la emisión debidamente autorizado por la SUGEVAL (para emisores privados).
- Cancelación de la cuota de inscripción para nuevos emisores y cuota para la generación del ISIN.
- Completar el formulario de registro de emisiones , uno por cada emisión a inscribir.
- Registro de firmas autorizadas.
- Entrega de macrotítulo o título físico anulado.
- Suscripción de contratos.
- Completar formulario de acceso a los sistemas.
- Certificación notarial del acuerdo adoptado en la Asamblea de Accionistas o de Inversionistas mediante el cual se decide acogerse al sistema de inmovilización de valores.

Para nuevas emisiones de emisores privados ya listados, se debe presentar:

- Carta de solicitud de inscripción de la emisión.
- Copia del oficio de la SUGEVAL, mediante el cual se autorizó la oferta pública de la emisión.
- Ejemplar del prospecto de la emisión.
- Formulario de registro de emisiones.
- Firmar addendum a los contratos suscritos anteriormente.
- Entrega macrotítulo o título físico anulado.

- Pago de cuota para la generación del ISIN.

En el caso de emisores públicos ya inscritos, deben presentar:

- Copia del decreto o ley que autoriza a realizar la emisión.
- Formulario de Registro de Emisiones.
- Firmar addendum a los contratos suscritos anteriormente.
- Entrega macrotítulo o título físico anulado.

Luego de que los documentos presentados sean revisados y estén conforme lo requerido, se remitirán al emisor los contratos o addenda correspondientes.

El emisor debe informar lo siguiente:

- En caso de subasta, enviar a la Dirección de Supervisión de Mercados una nota indicando la fecha en que se realizará la subasta.
- Se entregan los formularios de solicitud de acceso a los sistemas que requiera para completar y devolver a la Bolsa, junto con una copia del recibo de pago de la tarifa de inscripción.
- Después de corroborado el cumplimiento de los requisitos, se asignan claves de acceso a los sistemas informáticos para los usuarios.
- Comunicado oficial de Autorización de Negociación.

Para todos los casos la Bolsa informa al medio bursátil sobre el registro de la emisión mediante un aviso en el cual se indica la fecha de inicio de negociación.

En el caso que una empresa desee realizar emisiones adicionales, debe presentar la solicitud, el prospecto y la documentación legal que resulte modificada en virtud de la nueva emisión a registrar.

Por el contrario, si una empresa desea desinscribirse, debe enviar una carta a la BNV, acompañada de una copia certificada del acuerdo de la asamblea general de accionistas que apruebe y acuerde la desinscripción de sus títulos.

El prospecto es la principal herramienta con que cuentan los inversionistas para tomar sus decisiones de inversión. A continuación se detallan las secciones que debe contener como mínimo:

- Características de la emisión: monto de la emisión, clase de valores a emitir (características y derechos que confieren), información histórica sobre el comportamiento de valores del emisor, forma de colocación y propósito de la emisión y el destino de los recursos que va a generar.
- Información relevante: información acerca de la condición financiera de la empresa emisora, su capitalización y factores de riesgo. Se deben indicar índices de liquidez, índices de rentabilidad, índices de actividad, nivel de capitalización y endeudamiento y factores de riesgo que afecten a la empresa y a la emisión en particular.
- Información relativa a la empresa emisora: se debe incluir como mínimo la historia y evolución de la empresa, la visión general del negocio, la estructura organizativa, el recurso humano y los activos, la planta y el equipo.
- Informe sobre el resultado de operaciones y financiero de la empresa y estimaciones de la gerencia: debe incluir resultados de operación, liquidez y recursos de capital, y por último todos los hechos, eventos y tendencias del mercado que puedan tener un efecto material sobre la actividad de la empresa.
- Directores y gerentes de la empresa para que el inversionista pueda evaluar su experiencia y competencia.
- Accionistas mayoritarios: todos aquellos que tengan un porcentaje igual o superior al 10% de participación.
- Transacciones comerciales con el grupo de interés económico: informa de aquellas transacciones que tengan un efecto material.

- Información financiera: incluir los estados financieros auditados comparativos y sus notas para los últimos tres periodos fiscales.
- Identificar a las personas responsables del proceso de inscripción del emisor ante la Superintendencia.
- Declaración jurada, la cual establece la veracidad de la información proporcionada.

Una vez que la empresa tenga acciones registradas en Bolsa, debe cumplir con el suministro de la información periódica que se detalla a continuación:

- Estados financieros trimestrales: máximo 20 días hábiles después del cierre de periodo.
- Estados financieros trimestrales consolidados: 30 días hábiles después del cierre de periodo.
- Estados financieros al cierre fiscal: 30 días hábiles después del cierre de periodo.
- Estados financieros anuales auditados: 40 días hábiles después del cierre de periodo.
- Publicación de estados anuales auditados: 45 días hábiles después del cierre de periodo.
- Actualización anual del prospecto: 50 días hábiles después del cierre de periodo.
- Hechos relevantes: Inmediatamente al cierre de periodo.

3.5.2.2 Factores de éxito en una oferta pública de acciones

Existe una ruta fundamental para tener éxito en una Oferta Pública de Acciones, los pasos básicos a seguir se mencionan a continuación:

1. Recopilación de información.
2. Análisis DueDiligence.
3. Determinación de la estructura.
4. Determinación de rangos de precios.
5. Presentación de documentación para la inscripción.

6. Preparación del road show: dar a conocer a la empresa al medio.
7. Promoción.
8. Pricing,
9. Colocación.
10. Apoyo Post- Colocación: luego de que la emisión haya sido colocada, es necesario darle seguimiento al comportamiento de sus precios.

Cuando una compañía decide hacer una emisión de acciones, puede hacerlo en forma pública o privada. La oferta pública abierta es aquella en la que se vende a todos los inversionistas interesados. Por el contrario, en la oferta de derechos se vende a los inversionistas existentes. La primera emisión pública de capital de una empresa se conoce como oferta pública inicial.

3.5.3 Admisión a cotización de valores en la BNV

Corresponde a la Junta Directiva la definición y aprobación de las políticas de la empresa relativas a la admisión a cotización de valores en los mercados que organiza la BNV. De acuerdo con el artículo 2 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores N° 7732 se entiende por valores los títulos valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión puedan ser objeto de negociación en un mercado financiero o bursátil.

A continuación se indican los requisitos que se deberán cumplir para cotizar valores en los mercados organizados por la BNV.

3.5.3.1 Sector Público

1. Presentación de la ley o acuerdo que autorizan al emisor a hacer la respectiva emisión.

2. Presentación ante la Bolsa de las características de los valores, firmas que se registrarán, etc.
3. Suscribir contrato de admisión a cotización.

3.5.3.2 *Sector Bancario y financiero no bancario*

1. Certificación de la Superintendencia General de Entidades Financieras en la que conste que el banco o financiera se encuentran debidamente registrados ante la entidad.
2. Presentación ante la Bolsa de las características de los valores, firmas que se registrarán.
3. Suscripción del contrato de admisión a cotización.

3.5.3.3 *Sector Mutuales*

1. Copia certificada por Notario Público o certificación notarial del acuerdo emitido por el Banco Hipotecario de la Vivienda, mediante el cual se autorizó a la Mutual para operar como entidad autorizada del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda.
2. Certificación de la Superintendencia General de Entidades Financieras en la que conste que la Mutual se encuentra debidamente registrada ante la entidad.
3. Presentación ante la Bolsa de las características de los valores, firmas que se registrarán, etc.
4. Suscripción del contrato de admisión a cotización.

Para todos los demás sectores se deben presentar los siguientes requisitos:

1. Autorización para realizar oferta pública otorgada por la Superintendencia General de Valores.
2. Presentación ante la Bolsa de las características de los valores, firmas que se registrarán.

3. Suscripción del contrato de admisión a cotización.

Condiciones generales

1. Los emisores deberán suministrar a la BNV y al público en general, la información establecida por la LRMV, sus disposiciones reglamentarias y los reglamentos de la BNV, en las mismas condiciones de formato, fecha y otras características que les hayan sido fijadas.

2. La Bolsa aceptará los parámetros o límites de cualquier tipo que se establezcan en la autorización de la oferta pública de los valores, sin embargo, en ningún caso la Bolsa emitirá criterio sobre la bondad o razonabilidad de los mismos, ni realizará ningún tipo de control o seguimiento sobre el comportamiento o cumplimiento de los mismos.

Costo de estudios de inscripción, ampliaciones y cuotas de mantenimiento

Se establece un sistema de cobro a los emisores de aquellos gastos en los que incurra la Bolsa en el proceso de admisión a cotización de valores, tales como: fotocopias, papelería, etc., que por su naturaleza son variables.

Las tarifas de inscripción de emisores son las siguientes:

1. Tarifa para el registro de nuevos emisores por la suma de US \$250. Se cobra en el momento de registro, sólo se aplica a nuevos emisores no a nuevas emisiones. Se cobra solo una vez.

2. Escala de tarifas anuales para emisores de deuda, acciones y fondos cerrados que estén registrados en la BNV, S.A.:

<u>SALDO DE CAPTACIÓN GLOBAL</u>	<u>TARIFA APLICABLE</u>
Hasta US \$10,000,000	US\$700
De US \$10,000,000.01 hasta US \$25,000,000	US\$1,250
De US \$25,000,000.01 hasta US \$100,000,000	US\$1,500
De US\$100,000,000.01 hasta US\$250,000,000	US\$1,750
Más de US \$250,000,000.01	US \$4,000

- a. Si el emisor tiene emisiones de deuda y de acciones se tomará por saldo, el que resulte mayor entre los dos.
- b. Si el emisor tiene varias emisiones de deuda inscritas, se tomará como saldo la sumatoria del saldo colocado y pendiente de amortizar para todas las emisiones inscritas en la Bolsa. Igual caso aplica para empresas con varias emisiones accionarias.
- c. Para el cómputo del saldo se tomará el valor nominal, tanto de las emisiones de deuda como de acciones.

3. Las tarifas se registrarán por los siguientes principios generales:

- a. La tarifa es aplicable al registro y mantenimiento de emisiones en la BNV S.A. y se cobrará a emisores públicos y privados.
- b. La tarifa se define en dólares con el propósito de que la misma tenga por parámetro de ajuste la tasa de devaluación del colón respecto al dólar de los Estados Unidos.
- c. La tarifa se cobrará anualmente en el mes de junio.
- d. Aunque no se prevén ajustes a las tarifas, en caso de que en el futuro sea necesario revisar este tema de nuevo, la Bolsa estará sometiendo una propuesta preliminar para consideración de la Cámara y el sector emisor.

El cobro de estas tarifas se iniciará a partir de la segunda quincena del mes de julio y en los

MANUAL DE PROCEDIMIENTOS PARA EMPRESAS PRIVADAS

Proceso de admisión a cotización de los valores

La emisión de valores de una empresa privada será admitida a cotización en los recintos de la BNV, S.A. cuando presente los siguientes requisitos en la Bolsa:

- a) Solicitud del representante legal del emisor para que la emisión sea admitida a cotización. Cuando proceda según la Ley Reguladora del Mercado de Valores N° 7732, debe aportarse una copia del oficio de la Superintendencia General de Valores mediante el cual se otorgó la autorización de la oferta pública de la emisión; asimismo debe indicarse cuáles son los puestos de bolsa representantes y cuáles están autorizados para realizar los cambios en los parámetros de negociación.
- b) Certificación de personería jurídica del representante legal del emisor. En caso de fideicomisos, debe aportarse también certificación de personería del fiduciario.
- c) Registrar las firmas de los representantes legales del emisor en la Central de Valores de la BNV S.A.
- d) Entregar treinta y un títulos valores originales debidamente anulados y sus respectivos cupones para que sean incorporados en el “Manual de Títulos Valores y registro de firmas”. En caso de tratarse de una emisión de valores representada a través de macrotítulo, el emisor debe aportar un ejemplar anulado.
- e) Entregar un ejemplar del prospecto de la emisión autorizado por la Superintendencia General de Valores.

Manual de títulos valores y registro de firmas

Con el fin de mantener actualizado el “Manual de Títulos Valores y Registro de Firmas”, se les solicita a las empresas emisoras:

- Enviar el registro de firmas cada vez que actualicen sus firmas.
- Enviar treinta y un originales de los títulos valores y sus respectivos cupones, cuando así corresponda, cada vez que los formatos sean modificados.

Proceso de Ampliaciones

El emisor debe presentar el oficio de la Superintendencia General de Valores mediante el cual se le autoriza a hacer oferta pública de la ampliación de la emisión de valores que se trate, así como la actualización de la información que corresponda en el prospecto. Una vez recibida esta información se procederá a comunicarlo al medio bursátil.

3.6 PROYECTO MAPA

La señora Wendy Varela, coordinadora de MAPA, explica cuál es el fin principal del proyecto:

Actualmente la Bolsa de Valores cuenta con un programa paralelo para ayudar a las empresas a realizar oferta privada en el mercado. Dicho proyecto, de nombre Mercado Alternativo de Valores (MAPA) pretende ayudar a las empresas en el proceso de inscripción y emisión de oferta privada.

Además, se le brinda a las empresas una ayuda económica para cumplir con requisitos, como elaboración del prospecto, plan corporativo, entre otros.

Este programa funciona con patrocinadores y asesores. La figura del patrocinador funciona como el enlace entre la empresa emisora y el inversionista. El mismo debe asumir un puesto dentro de la Junta Directiva de la empresa y controlar que los temas del plan de trabajo se vayan cumpliendo, que el dinero que le fue brindado a la empresa se esté utilizando para cumplir el objetivo para el que fue asignado.

Los fondos que maneja MAPA vienen de la cooperación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el monto máximo que puede solicitar una empresa es de US\$30,000 y en el momento en que la empresa ingresa a MAPA debe devolver la mitad de esta cantidad con su primera emisión.

La información de las empresas que entran a este mercado se mantiene de manera confidencial. Los inversionistas que se manejan son de carácter institucional y aquellos que manejen un patrimonio mayor a un millón de dólares.

A pesar que no han conseguido alcanzar su meta de 10 empresas emisoras al día de hoy (sólo cuentan con tres actualmente), se espera que el mercado tenga un mayor desarrollo a futuro. El problema es que dicho mercado no se puede promocionar y mercadear porque es oferta privada, por lo que podrían generar conflictos y llegar a considerarse oferta pública. (Varela, 2013)

4. ANÁLISIS DE DATOS

A fin de identificar posibles razones que causen que las empresas costarricenses no transen acciones en mercado bursátil nacional se efectuaron dos consultas a expertos en el tema del mercado bursátil nacional. La primera consulta se efectuó a un ejecutivo de un reconocido puesto de bolsa costarricense, posteriormente se efectuó una consulta a un reconocido teórico y director de Fundeval, organización subsidiaria de la Bolsa Nacional de Valores encargada de la educación en temas bursátiles.

A continuación se muestran los resultados obtenidos de dichos criterios de experto.

4.1 DEBILIDAD DEL MERCADO ACCIONARIO EN COSTA RICA

De acuerdo a lo consultado con Don Jorge Baltodano Parra, Director de Puesto de Bolsa de Aldesa, el mercado accionario en Costa Rica es poco fuerte debido a una serie de factores que originan una débil presencia inversión accionario en nuestro país. A continuación se indican cada uno de los factores descritos por el experto.

4.1.1 Nivel de Producción

Se requiere de un nivel de producto interno bruto relativamente grande, que permita transar volúmenes considerables que muevan la bolsa de manera trascendente.

Este elemento afecta a Costa Rica, considerando que su Producto Interno Bruto es de US\$ 40,87 mil millones (El Banco Mundial , 2013), y que aun siendo clasificado como un país de ingreso mediano alto, no es suficiente para que su bolsa tenga un mayor peso en la economía. El factor productivo es un vehículo para financiar deuda. La parte accionaria como tal es necesaria para que las empresas puedan crecer.

Un Mercado de Valores como el de Colombia, que es lo que más se podría asimilar al de Costa Rica, no se puede comparar, ya que su producción nacional es aproximadamente dos veces la de Costa Rica.

La economía de Costa Rica pertenece a las pequeñas y medianas empresas, las cuales no tienen el nivel de producción adecuado para llegar a cotizar acciones en bolsa, por los altos costos que la misma significa.

4.1.2 Costos

El costo principal sería asumir la parte regulatoria establecida en Costa Rica como auditorías periódicas, presentación de estados financieros, cuotas anuales a la SUGEVAL, así como una visión empresarial.

Establecer un departamento de inversionistas (de una a tres personas, las cuales ganan alrededor de \$200,000 al año), donde se deben estar actualizando prospectos, atendiendo inversionistas y enviando información a la SUGEVAL, entre otras labores.

Pagar la cuota anual a la SUGEVAL, a la Bolsa Nacional de Valores y al Banco de Inversión o Puesto de Bolsa.

4.1.3 Competencia

Gran parte de los grandes empresarios nacionales invierten sus capitales en las bolsas extranjeras (vía deuda) debido a que sienten un amplio respaldo y seguridad cuando invierten su dinero.

Las empresas normalmente recurren a una Bolsa de Valores cuando los bancos se hacen muy pequeños para sus necesidades de crédito. Sin embargo, en Costa Rica es muy difícil que eso pase, el Mercado de Valores tiene una enorme competencia con el sistema bancario nacional. En este país se da la particularidad que alrededor del 50% del PIB es financiado con crédito bancario.

Además, con el crédito bancario las personas no pierden control de su compañía, mientras que si se financian en el Mercado de Valores, tienen que seguir órdenes y se divide el control de la misma.

Otro aspecto a tomar en cuenta es que las empresas pueden recurrir a financiamiento internacional. Un ejemplo claro es Florida Ice & Farms... Donde la misma adquirió recientemente una compañía por \$400 millones, dicho financiamiento fue cubierto en un 50% por Bancolombia y el otro 50% por JP Morgan.

4.1.4 Capital de Privado

El Mercado de Valores también tiene que competir con el capital privado. En estos casos, las empresas recurren a fusiones y adquisiciones de manera privada y así se ahorran la parte de cumplir con las regulaciones. Además, pueden buscar socios para sus proyectos. Un ejemplo de esto es la POPS, la cual fue vendida hace poco tiempo a través del sector privado.

4.1.5 Factor Cultural

Un aspecto de gran peso es la parte cultural del país, ya que los empresarios muchas veces no son lo suficientemente ambiciosos para ver más hacia un futuro, los planes que puede realizar y de qué manera puede ir creciendo.

Se debe tener un plan estratégico de crecimiento y querer recuperar capital. Se requiere una transformación de actitud y mental, que la gente pueda ver sus ganancias cada tres meses.

Un ejemplo sería que una empresa como la NUMAR quisiera recuperar capital a través de la venta del área de Café 1820, se puede ir a cotizar a la bolsa y de esta manera va recuperando capital.

De acuerdo con este experto la revelación de los datos financieros y estados mensuales es un tema que todos los empresarios resisten y procuran mantener siempre en el anonimato para atenuar la presión de la competencia.

En los últimos años se ha llegado a un estado de comodidad donde nadie ha buscado la manera de desarrollar el mercado accionario, el tema ha quedado abandonado.

Actualmente el Mercado de Valores es dominado por las operadoras de pensiones y se han concentrado en esa actividad únicamente.

Las personas se han especializado en diferentes temas como bonos y renta fija, pero muy pocas saben actualmente como realizar una correcta evaluación de acciones.

Una manera en que se podría incentivar el Mercado de Valores es que el Gobierno estableciera que los proyectos a realizar tengan cierto porcentaje de acciones costarricenses. (Baltodano, 2013)

4.2 DIFICULTADES DE RECURRIR AL MERCADO ACCIONARIO

De acuerdo a lo conversado con el Don Rodrigo Matarrita, Director Ejecutivo de Fundeval, las principales dificultades que se presentan para que las empresas recurran a la emisión

de acciones como fuente de financiamiento son el factor fiscal, el factor legal, factor financiero, el factor familiar, el factor sociológico y el factor globalización.

4.2.1 Factor Fiscal

Existen costos de carácter fiscal, donde se da una doble tributación, ya que las empresas pagan el 30% sobre sus utilidades, y además, a los accionistas les toca pagar impuestos sobre esas ganancias recibidas; por el contrario, en los títulos de deuda y de renta fija no se dan estas situaciones.

Establece el artículo 18 sobre el tratamiento de la renta disponible de las sociedades de capital, de la Ley del Impuesto sobre la Renta, Ley N° 7092 que: *“... Cuando la renta disponible de las sociedades de capital se distribuya en dinero, en especie o en acciones de la propia sociedad, está deberá observar las siguientes reglas:*

- a) Los contribuyentes (...) que paguen o acrediten a sus socios, dividendos de cualquier tipo, participaciones sociales y otra clase de beneficios asimilables a dividendos, estarán obligados a retener el 15% de tales sumas. Cuando se trate de dividendos distribuidos por sociedades anónimas, cuyas acciones se encuentren inscritas en una bolsa de comercio reconocida oficialmente y que además estas acciones hayan sido adquiridas por medio de dichas instituciones la retención será del 5%...”*

La emisión de deuda representa un escudo fiscal, las acciones no.

4.2.2 Factor Legal

Los costos legales para la inscripción de acciones son mucho más complicados.

4.2.3 Factor Financiero

Los inversionistas en deuda lo único que deben conocer es la solvencia de la empresa y para eso existe la calificación de riesgo, que es suficiente. Por el contrario, para un inversionista decidir invertir en acciones, el análisis financiero es mucho mayor, ya que se debe determinar la rentabilidad esperada, analizar los flujos de caja y las utilidades.

Muchas veces las acciones se encuentran subvaluadas porque las personas no saben su verdadero valor. El que tiene la acción sabe lo que en realidad vale y el que la quiere no sabe, por lo que ofrece menos. Es en este caso donde se crea una brecha que muchas veces es difícil cerrar.

Las bajas tasas de interés que se han venido dando en los créditos bancarios colabora a que las empresas vean más atractiva esta opción, ya que en el banco tiene el secreto bancario, por lo que financia sus proyectos sin necesidad de que los competidores conozcan el estado de mi empresa.

4.2.4 Factor Familiar

Otra hipótesis muy importante pero que no ha sido tratada ni estudiada debidamente, es que a los dueños de las empresas en este país no les gusta perder el control de sus empresas, ni abrir sus estados financieros al público. Esto se debe a que en muchos casos son empresas que han surgido en un entorno familiar.

4.2.5 Factor Sociológico

Se puede ver que el mercado anglosajón ha sido desde sus orígenes típicamente accionario, mientras que el mercado latinoamericano ha sido de deuda. Los casos de México, Argentina, Brasil y Colombia, donde se ha desarrollado un mercado accionario, han sido gracias a un carácter inducido y con la ayuda del gobierno, no por naturaleza e

idiosincrasia de los países. Las empresas latinoamericanas históricamente han buscado financiamiento bancario por no querer brindar información sobre el proyecto que tienen.

En un mercado con cultura financiera se podrían ver mejor las ventajas que tiene el recurrir al financiamiento accionario. Un ejemplo muy claro en Costa Rica es que desde que estamos en la universidad, nos van enseñando como principal opción de financiamiento para los proyectos lo que es el crédito bancario y no valoran la posibilidad de financiar los proyectos a través de emisión de acciones.

4.2.6 Factor Globalización

La globalización también ha tenido un papel muy grande en el tema, ya que se abren las fronteras a capital extranjero. De esta forma entran empresas que en lugar de ponerse a competir con las ya establecidas, compran y absorben a la competencia. Tal es el caso que se dio con Lizano que fue absorbida por Unilever y Scott Paper por Kimberly Clark.

En este último caso, para Kimberly Clark fue todavía más sencillo, ya que Scott Paper fue una empresa que cotizó en bolsa, por lo que toda su información financiera y estudio de rentabilidad estaba a disposición del público. Esto es un arma de doble filo, ya que una empresa al entrar a la bolsa, debe poner a disposición su información financiera para posibles inversionistas, pero a la vez está exponiendo su información a sus competidores.

En un pasado la cantidad de empresas que cotizaban en bolsa fue mucho mayor ya que los requisitos no eran tan exigentes como hoy día. Además, alrededor del 1982 cuando Luis Alberto Monge fue presidente, se estableció la Ley para el Equilibrio Financiero, donde se establecían exenciones fiscales de exportación para aquellas empresas que negociaran en bolsa (Ej. Melones de Costa Rica). Más adelante las empresas se empezaron a salir porque ya habían utilizado el incentivo.

Una manera de promover el Mercado Accionario es a través del gobierno, dando un incentivo fiscal similar. Por ejemplo, si una empresa cotiza acciones, en lugar de pagar 30% de impuesto, que pague 15%. De esta manera, las empresas le ven un mayor atractivo a esta opción y por otro lado el gobierno evita la evasión fiscal y asegura una transparencia de parte de las empresas.

Existe un proyecto para unificar las bolsas de Costa Rica, El Salvador y Panamá (AMERCA), empero, ha sido difícil llegar a un consenso sobre la regulación en el mismo. El Salvador y Panamá llegaron a la conclusión que Costa Rica es el ente más rígido en cuanto a requisitos, si alguna empresa era aceptada en Costa Rica, cumplía también con los requisitos de los otros dos países.

Actualmente siguen en conversaciones sobre dicho proyecto, esperando llegar a un acuerdo común. (Matarrita, Seis razones por las que las empresas recurran a la emisión de acciones como fuente de financiamiento, 2013)

4.3 RETIRO DE EMPRESAS DE LA BOLSA

De acuerdo con los señores Cristian Corrales Quesada y Timothy J. Scott Hall, en su obra “Estudio realizado en Programa de Maestría en Administración de Empresas, Énfasis en Finanzas, U.I.A”, en el año 2005 muestran las principales razones que explican el retiro de empresas de bolsa:

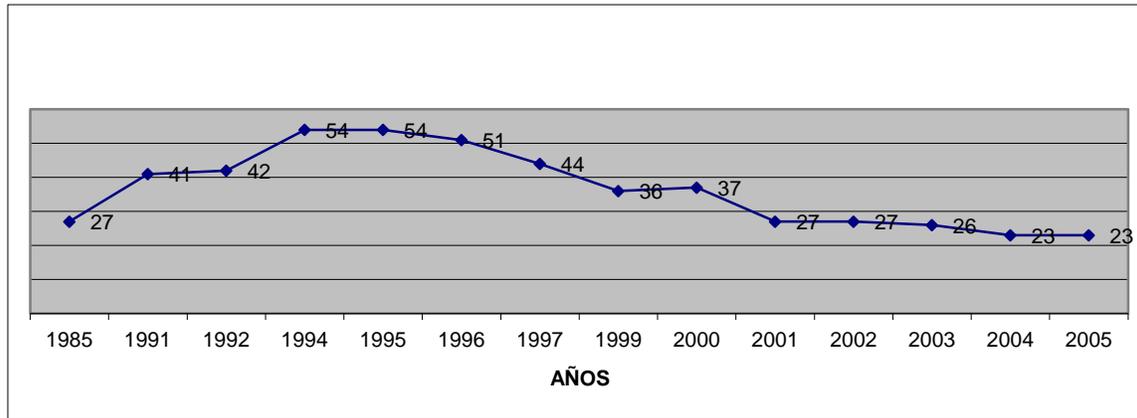
El fenómeno de la salida de las empresas de Bolsa

Resulta difícil comprender la razón por la que hay tan pocos emisores y como, por el contrario, se ha dado la salida de estos participantes, tal y como se aprecia en el siguiente gráfico:

Gráfico 1

Cantidad de emisores no financieros inscritos a la Bolsa

1985 a 2005



Fuente: Damaris Ulate, Directora Ejecutiva, Cámara de Emisores, 2006

Se denota que a partir de 1985 y hasta el año 1995 se da un apogeo de entrada de emisores a la Bolsa, sin embargo el efecto contrario se da a partir del año de 1996, cuando la cantidad de participantes cayó en más de un 50% para 2005, confirmando la tendencia a la baja en el uso de esta alternativa como fuente de financiamiento. Esta disminución coincide con la entrada en vigencia de la Ley Reguladora del Mercado de Valores en el año 1998 y la creación de la Comisión Nacional de Valores (actual SUGEVAL). Esta situación pareciera agravarse con la aprobación del “Reglamento de auditores Externos y Medidas de Gobierno Corporativo Aplicable a los Sujetos Fiscalizados” por SUGEF, SUGEVAL y SUPEN.

El reglamento citado indica, a nivel general, las normas que regirán la contratación y prestación de servicios de auditoría externa, el conjunto mínimo de medidas de control interno y las medidas de administrativas que podrán tomar las Superintendencias, todo ello con el objetivo de procurar la confiabilidad de la información financiera provista por los sujetos fiscalizados. El efecto inmediato de este reglamento es la rotación obligatoria de la firma auditora de la empresa cada cinco años, lo que conlleva un alto costo

financiero. Así mismo, si por alguna razón durante el proceso de auditoría de un período la empresa auditora es deshabilitada por la Superintendencia respectiva, se deberá contratar una nueva que reinicie o repita el proceso, lo que en definitiva se convierte en un costo adicional.

Como se observa parece que existe una fuerte relación entre los cambios en regulación y la salida de las empresas hasta el punto de que se torna un problema difícil de superar para los emisores.

Por otra parte, entre los principales cambios sufridos en el tiempo en materia de captación de recursos por parte de las empresas a nivel de mercado se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Se pasa de una regulación sencilla a otra más estricta, basada en tendencias internacionales de mercados desarrollados.
2. Se pasó de títulos individuales a emisiones estandarizadas (año 2000).
3. Se pasó de captar recursos de corto plazo (capital de trabajo), a captar recursos de mediano y largo plazo (proyectos de inversión).

Para algunas empresas emisoras, y según su opinión expresada en las cartas, dirigidas a la SUGEVAL, de solicitud de desinscripción, la promulgación de esta ley creó condiciones de incremento en los costos asociados a la permanencia de las empresas como emisores autorizados en relación a las alternativas en el mercado bancario.

La explicación podría empezar a tomar forma al comparar otras alternativas de financiamiento y sus costos, versus los beneficios percibidos. Como se puede observar, en general las opciones financieras que brinda el sector bancario son más asequibles en periodos de cero a tres años, en plazos superiores la captación en bolsa resulta más atractiva, lo que, a nuestro parecer sesga los beneficios del mercado hacia segmentos

pequeños que por su tamaño pueden hacer frente a flujos de efectivo fuertes en forma más holgada. Obviamente con el tamaño de la empresa esto se puede revertir ya que a mayor tamaño mayor poder de negociación para con los bancos y por tanto condiciones financieras más favorables. El elemento anterior puede explicar el poco desarrollo del mercado bursátil.

Bajo el contexto expuesto se podría asegurar que el mercado bursátil costarricense actualmente se dirige, por las características ya expresadas, a empresas con las siguientes condiciones:

1. De tamaño mediano, de consolidadas a grandes.
2. Empresas con proyectos de inversión de largo plazo que quieran financiamiento.
3. Empresas cuyo monto a financiar sea suficientemente grande, que justifique todos los costos tangibles e intangibles que implican ser una empresa listada.

El principal elemento en consideración es el tema de costos, que se define como toda aquella actividad que genere algún grado de incremento o incidencia negativa sobre la posición patrimonial de la compañía, en el presente o hacia el futuro.

De esta forma podemos indicar que uno de los elementos que más distorsiona los beneficios de estar en la bolsa es el denominado *costo de oportunidad*, el cual, por sus características resulta, en ocasiones, difícil de cuantificar, tiene un alto nivel de importancia dentro de las justificaciones que, de manera verbal, ha sido repetida por diferentes actores dentro del mercado bursátil y fuera de este, se trata del nivel de exposición intrínseco por ser empresas públicas.

Este hecho permite acceso a información financiera actualizada a los competidores sin costo ni esfuerzo alguno. El costo de ser una entidad de carácter público en una cultura donde la mayoría de las empresas son de índole familiar y muchas con una posición de monopolio u oligopolio, ya que por lo que el hecho de estar en bolsa constituye una apertura de información que no se desea compartir con el resto del mercado sobre planes, proyectos y rentabilidad.

Sin duda, y a través de la experiencia de diferentes especialistas consultados, este es el obstáculo central que no ha permitido al mercado accionario despegar, por cultura el población costarricense es individualista, con alto sentimiento de posesión, donde el hecho de poseer las cosas, aunque eso lo prive de mejores beneficios, es mejor que el riesgo de compartir lo que se tiene en pos de hacer crecer mis beneficios actuales y futuros, mucho más el hecho de saber que esa posesión pierde privacidad y que las ideas y estrategias pueden ser copiadas, o lo que es peor que el mercado tenga una idea de lo que vale la empresa elevando la posibilidad de posibles compras o adquisiciones hostiles.

Otro factor que contribuye a la salida de las empresas de bolsa es de *índole financiero* (costo de la información), que se entiende como aquel que se produce de la necesidad y obligación de conservar, de conformidad con lo indicado en la normativa, al día todos los requisitos para mantenerse en bolsa, sean estos reportes, el costo por calificarse como emisor, el patrocinio a SUGEVAL (cada participante de acuerdo con su tamaño deben proveer el 25% del presupuesto anual de esta institución).

La mayoría de las empresas consultadas coinciden en señalar a los altos requerimientos de información por parte de los entes reguladores como aspectos que desincentivan la permanencia en bolsa, siendo los siguientes los más significativos: regulación excesiva por parte de SUGEVAL, costo y sometimiento a clasificación de riesgo, someterse a sanciones y desprestigio en caso de incumplimientos, continuos requerimientos de información por parte de los entes reguladores y con ello la dedicación de personal casi en forma exclusiva

a estas tareas. En promedio estos costos generan un incremento en el costo neto de los recursos captados en bolsa, que a la hora que se compara con el costo bancario resulta muy similar pero con la desventaja que en la banca la necesidad de información es mucho menor, generando grandes ahorros en cuanto al tiempo destinado a satisfacer requerimientos.

Asimismo, el efecto de doble imposición encarece comprar activos financieros en bolsa, esto por cuanto las empresas no inscritas además del ISR normal que deben pagar al fisco (30% normalmente), deben pagar ISR sobre los dividendos que les pagan, por lo que efectivamente el costo real de la transacción se incrementan significativamente, por lo tanto resulta que para el público general no le es tan atractivo invertir sus recursos en un instrumento donde la parte impositiva lo castigará doblemente, sobre todo si es una empresa que como vimos no solo es afectada por el ISR sobre sus utilidades generadas sino que también si decide invertir sus recursos ociosos en acciones de otras empresas, los dividendos que le genere la inversión será castigado al mismo tiempos por el ISR, es obvio pensar que en definitiva preferirá llevarse sus recursos a otras actividades más provechosas.

En definitiva el mercado bursátil tiene beneficios para que las empresas puedan crecer en forma ordenada, planificada, a un ritmo acorde con las necesidades de los respectivos mercados. Sin embargo es una realidad que nuestra cultura no está preparada para capitalizar estas facilidades e implementarlas como costumbres no solo en la parte inversora sino también en la demandante de los recursos.

Para que se dé un verdadero despegue del mercado bursátil es necesario emprender cambios drásticos desde dos puntos de vista, uno cultural que como podrá deducirse es de largo plazo, el otro es de tipo regulatorio: no es posible que las pocas empresas que deciden aventurarse en esta experiencia vean sucumbidos sus esfuerzos, por el hecho de

que la misma cultura conservadora se refleje en nuestras leyes creando más distorsiones que claridad a los participantes.

Recordemos nuevamente que la función primordial de una bolsa debe ser la de concentrar a los diferentes oferentes y demandantes de recursos, para que logren realizar sus transacciones en un ambiente de seguridad y transparencia jurídica, pero sobre todo de agilidad sin que ello signifique dejar de regular, el secreto es tener las leyes necesarias pero estratégicas que permitan la holgura necesaria para que el mercado se desarrolló sin sofocarlo y “corretearlo”. (Scott, 2005)

5. Conclusiones

De acuerdo con lo expuesto en el presente documento, a continuación se mencionan las principales razones por las cuales las empresas costarricenses no recurren a emitir acciones como manera de financiamiento.

Según el análisis realizado y al criterio de los expertos consultados, la cultura costarricense se caracteriza por ser individualista, donde los dueños de las empresas no les gusta perder el control absoluto que tienen sobre la entidad. Esto en muchas ocasiones hace que las empresas se priven de obtener mayores beneficios con tal de no sacrificar su privacidad y no compartir beneficios futuros con otras personas.

A esta situación se debe sumar el hecho que en Costa Rica la mayoría de las empresas se caracterizan por ser de carácter familiar, por lo que se les hace todavía más difícil vislumbrar un panorama donde su empresa se convierta de carácter público, ya que el hecho de estar en bolsa significa para ellos una apertura de información a sus competidores sobre el estado actual de la empresa, sus proyectos, planes, personal clave y estados financieros.

Además, se habla del aspecto sociológico que concierne al tema. La cultura latinoamericana, no solo costarricense ha sido típicamente de un mercado de deuda y no accionario. Los casos de las bolsas que han logrado desarrollar países como México y Colombia han sido situaciones inducidas y con el apoyo del gobierno, no por naturaleza del país. Esto se puede ver desde que las personas están en la universidad y se les enseña a financiar sus proyectos por medio de crédito bancario, no se vislumbra la posibilidad de financiamiento bursátil.

Otro aspecto importante de señalar es que en Costa Rica cerca de la mitad del producto interno bruto es financiado por medio de crédito bancario. Esto se debe a que recurrir a este tipo de crédito significa menos trámites (emitir acciones puede llevar un periodo de hasta nueve meses), menos costos y se mantiene confidencial la condición actual de la

empresa. Bajo el gobierno de Luis Alberto Monge en el año 1982, se decretó una ley que daba un incentivo fiscal a aquellas empresas que cotizaran acciones en bolsa, por lo que las mismas encontraban este tipo de financiamiento más atractivo comparado con el financiamiento bancario. Esto provocó un alza en la cantidad de empresas emisoras, pero una vez que las mismas hacían uso de este incentivo, se volvían a salir del mercado.

Así mismo existe el efecto de doble imposición fiscal, el cual encarece comprar activos financieros en bolsa, ya que las empresas además del impuesto sobre la renta normal que deben pagar a tributación (30% normalmente), deben pagar ISR sobre los dividendos que les pagan, por lo que efectivamente el costo real de la transacción se incrementan significativamente, por lo tanto resulta que para el público general no le es tan atractivo invertir sus recursos en un instrumento donde la parte impositiva lo castigará doblemente, sobre todo si es una empresa que no solo es afectada por el ISR sobre sus utilidades generadas si no que también si decide invertir sus recursos ociosos en acciones de otras empresas, los dividendos que le genere la inversión será castigado al mismo tiempos por el ISR, resulta obvio pensar que se preferirá llevar sus recursos a otras actividades más provechosas.

Según los expertos consultados, un aspecto muy importante también es la globalización actual, ya que se abren las fronteras al capital extranjero. Esto lo que provoca es que se insertan en el mercado grandes compañías transnacionales que en lugar de llegar a competir con empresas locales, prefieren comprarlas. Como son transnacionales, las mismas no van a cotizar acciones en la bolsa nacional, sino que ya se encuentran en el mercado accionario de Estados Unidos o sus países de origen.

En su afán por incentivar el mercado accionario de Costa Rica, la Bolsa Nacional de Valores tuvo la iniciativa de crear MAPA: Mercado Alternativo para Acciones. Este mercado busca brindar apoyo a aquellas empresas que quieran financiarse mediante acciones en oferta privada, sin embargo, al día de hoy no ha cumplido con la expectativa de crecimiento esperada.

6. Bibliografía

Baltodano, J. (27 de Abril de 2013). Cinco razones por las que la bolsa de valores no es fuerte en Costa Rica. (D. Cordoba, K. Rojas, R. Gomez, & M. Rojas, Entrevistadores)

BBC Mundo. (6 de Marzo de 2009). *BBCMundo.com*. Obtenido de BBCMundo.com:
http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_7657000/7657529.stm

BBC Mundo. (06 de Marzo de 2013). *BBC Mundo*. Obtenido de BBC Mundo:
http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_7657000/7657529.stm

Bernanke, B., & Frank, R. (2007). *Principios de Economía* (Tercera Edición ed.). McGraw Hill Interamericana.

Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica. (07 de Abril de 2013). *Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica*. Obtenido de Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica:
<http://www.bolsacr.com/principal/index.php?action=quienes-somos>

Gogoll, T. (01 de Marzo de 2013). *Standard & Poor's*. Obtenido de Standard & Poor's:
<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/es/la/?assetID=1245301592005#%EF%BF%BDContinuar%C3%A1%20creciendo%20el%20mercado%20de%20bursatilizaci%C3%B3n%20de%20Am%C3%A9rica%20Latina?>

Matarrita, R. (04 de Junio de 2013). Seis razones por las que las empresas recurran a la emisión de acciones como fuente de financiamiento. (D. Córdoba, Entrevistador)

Matarrita, R., & Ledezma, J. (2010). *Aspectos Generales del Mercado de Valores Costarricense*. Recuperado el 21 de Marzo de 2013, de Rodrigo Matarrita:
<http://www.rodrigomatarrita.com/?action=presentaciones&id=294>

Matarrita, R., & Ledezma, J. (06 de Julio de 2010). *Rodrigo Matarrita*. Recuperado el 21 de Marzo de 2013, de Rodrigo Matarrita:
<http://www.rodrigomatarrita.com/?action=presentaciones&id=294>

Scott, C. C. (2005). Razones que explican el retiro de empresas de Bolsa.

Tovar, E. (2011). Consecuencias de la globalización financiera sobre la eficiencia del sistema financiero. *Revista Problemas del Desarrollo*, 147 - 174.

Varela, W. (04 de Junio de 2013). Proyecto MAPA. (D. Córdoba, Entrevistador)

Anexos

Cuestionario

DIAGNÓSTICO DE COMPORTAMIENTO DE INVERSIÓN NACIONAL EN LAS BOLSAS DE VALORES

Buen día, reciba un cordial saludo.

Somos un grupo de cuatro estudiantes del Tecnológico de Costa Rica que está elaborando su proyecto final para la tesis del grado de Licenciatura en Finanzas.

El objetivo es conocer el comportamiento actual que presentan los puestos de bolsa en cuanto a la aceptación como instrumento de inversión por parte de las empresas locales.

A continuación, se presenta un breve cuestionario de 13 preguntas, en los que solicitamos su valioso punto de vista sobre cada interrogante planteada. La información brindada será estrictamente confidencial y será clave para determinar las razones por las cuales el sistema bursátil nacional necesita crecer aún más.

Agradecemos de antemano su amable asistencia.

1. De acuerdo con su criterio experto y experiencia, ¿cuáles son las tres principales razones por las cuales el número de empresas cotizantes en bolsa sea tan reducido?
2. ¿Considera usted que la revelación de información financiera de las empresas a terceros (considerando los puestos de bolsa como agentes externos) sea una restricción para que las empresas desistan de ingresar al sistema bursátil?
3. ¿Posee alguna lista de posibles empresas o sectores de actividad económica, que por sus ingresos, podrían calificar como clientes potenciales para cotizar en la bolsa?
4. Para inscribirse en la BNV se pide una serie de requisitos, en promedio, ¿conoce usted cuánto tarda una empresa para poder cumplir dichos requisitos?
5. De los requisitos establecidos, ¿cuál cree que es el que lleva más trabajo cumplir?
6. ¿Cuáles requisitos pueden simplificarse?

7. ¿Por qué razones cree que las empresas que en algún momento cotizaron en bolsa buscan desinscribirse de la BNV?
8. ¿Cuál es el costo de la generación del ISIN?
9. De los principales productos en los que se pueden invertir, de acuerdo con la Sugeval, ¿cuál considera usted que es el más apropiado para que una empresa se inicie en el Mercado de Valores?
10. ¿Considera usted que las instituciones que actualmente se encargan de la supervisión están capacitadas para brindar a las empresas el servicio que requieren en el mercado?
11. ¿Cuánto es el ingreso promedio que debe tener una empresa para invertir en bolsa? ¿Considera usted que esto es un impedimento para que muchas empresas inviertan?
12. ¿Qué estímulos reciben las empresas tanto grandes, medianas y pymes para inscribirse en bolsa?
13. ¿Cuál es la tendencia de las empresas por participar en el mercado de valores a nivel nacional?