

INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
PROGRAMA DE LICENCIATURA

**MECANISMOS DE VALORACIÓN DE ACCIONES Y POLÍTICAS DE  
DIVIDENDOS, COMO FACTORES QUE INFLUYEN EN LA IMAGEN  
FINANCIERA Y EN LA POSIBILIDAD DE FINANCIAMIENTO  
DE LAS EMPRESAS QUE CONFORMAN EL MERCADO  
ACCIONARIO COSTARRICENSE.**

Sometido como requisito parcial para la obtención del grado de Licenciatura en  
Administración de Empresas con énfasis en Finanzas.

Por:  
Ana Teresa Badilla Pereira  
Vilma Isabel Loría Ruiz  
Stephanie Mora Martínez

Mayo, 2007  
San José

---

## TABLA DE CONTENIDO

Tabla de gráficos.....	vi
Tabla de cuadros.....	viii
Tabla de anexos.....	ix
Tabla de apéndices.....	x
<b>CAPITULO I: MARCO INTRODUCTORIO</b>	
A. Introducción.....	2
B. Antecedentes.....	3
C. Situación actual.....	4
D. Justificación de la investigación.....	7
E. Objetivos de la investigación	
1. Objetivo general.....	8
2. Objetivos específicos.....	8
F. Alcance.....	10
G. Limitaciones.....	10
<b>CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO</b>	
A. Generalidades del mercado.....	13
1. Sistema financiero.....	13
a. Participantes del sistema financiero.....	14
2. Sistema bursátil.....	15
a. Participantes del sistema bursátil.....	16
b. Índices Bursátiles.....	17
b.1. Índices de Deuda.....	18
b.2. Índices Accionarios.....	18
3. Tipos de mercado.....	19
a. Mercado de dinero.....	19
b. Mercado de capitales.....	20
B. Tipos de mercado.....	22
1. Mercado primario.....	22
2. Mercado secundario.....	24
C. Mercado de Valores.....	24
1. Negociación de Acciones.....	25
a. Concepto de acciones.....	25
b. Tipos de acciones.....	26
b.1. Acciones ordinarias o comunes.....	26
b.2. Acciones preferentes.....	26
c. Ventajas y desventajas de la emisión de acciones.....	27
c.1. Ventajas de la emisión de acciones.....	27
c.2. Desventajas de la emisión de acciones.....	28

d. Valoración de acciones.....	30
d.1. Métodos de valoración de acciones comunes.....	31
d.1.1. Modelo Gordon o de crecimiento constante.....	32
d.1.2. Modelo de valoración de acciones mediante las utilidades.....	33
d.1.3. Modelo de valoración de acciones mediante el flujo de caja libre.....	34
d.1.4. Método según el valor capitalizado o de descuento de dividendos finitos .....	38
d.1.5. Método según el valor sustancial.....	39
d.1.6. Método de crecimiento múltiple.....	40
d.2. Método de valoración de acciones preferentes.....	40
D. Estructura de financiamiento de las sociedades anónimas.....	41
1. Capital de deuda.....	41
2. Capital accionario.....	41
a. Políticas de dividendos.....	42
a.1. Tipos de políticas de dividendos.....	43
a.2. Tipos de dividendos.....	44

### **CAPITULO III: MARCO LEGAL**

A. Marco regulatorio del mercado bursátil costarricense aplicable a la negociación de acciones.....	47
1. Código de Comercio.....	48
a. De la Bolsa Nacional de Valores.....	48
b. De la Sociedades.....	49
b.1. De las sociedades anónimas.....	49
c. De las acciones.....	51
2. Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732.....	52
3. Reglamento de Oferta Pública de Valores.....	58
4. Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios	60
5. Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información.....	61
B. Marco regulativo para las sociedades anónimas, a la emisión de acciones y al pago de dividendos, incluyendo la tasación impositiva a la que están sujetas.....	62
1. Código de Normas y Procedimientos tributarios.....	62
2. Ley del Impuesto sobre la Renta No. 7092 y su Reglamento.....	63
3. Instructivo para las sociedades que negocien sus acciones en bolsa, sobre los eventos societarios que inciden en el capital social y pago de dividendos.....	64
4. Directriz Interpretativa N° 2-03: “Tratamiento que debe darse a los intereses pagados por los contribuyentes, sobre las obligaciones financieras, cuando se haya efectuado pago de dividendos”.....	65

## **CAPITULO IV: MARCO METODOLÓGICO**

A. Tipo de Investigación.....	69
1. Investigación exploratoria.....	69
2. Investigación descriptiva.....	70
3. investigación correlacional.....	70
B. Fuentes de Información.....	71
1. Fuentes primarias.....	71
2. Fuentes secundarias.....	71
C. Objeto de estudio.....	72
D. Sujetos de información.....	72
1. Población.....	72
a. Definición de la población.....	72
a.1. Parámetro.....	72
a.2. Alcance.....	73
2. Muestra.....	73
a. Unidad de muestreo.....	73
b. Unidad informante.....	73
c. Marco muestral.....	74
d. Selección y tamaño de la muestra.....	74
d.1. Tipo de muestreo.....	74
d.2. Tamaño de la muestra.....	74
3. Tiempo.....	77
E. Recolección de información.....	77
1. Recopilación documental.....	77
2. Consultas verbales y escritas no estructuradas.....	77
3. Consultas bibliográficas.....	78
F. Análisis de la información.....	79
G. Herramientas Informáticas para el procesamiento de la información...	80

## **CAPITULO V: IMPACTO DE LAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS Y DE LOS MECANISMOS DE VALORACIÓN DE ACCIONES SOBRE LA IMAGEN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS EMISORAS DEL SECTOR INDUSTRIAL E INMOBILIARIO**

A. Sector Industrial.....	83
1. Situación actual de las empresas industriales en el mercado accionario.....	84
2. Análisis de las empresas que conformar el sector industrial.....	87
a. Florida Ice and Farm Company S.A.....	87
a.1. Datos estadísticos de la empresa.....	89
a.2. Descripción de la política de dividendos.....	95
a.3. Conclusiones generales.....	96
b. Atlas Eléctrica S.A.....	97

---

b.1. Datos estadísticos de la empresa.....	99
b.2. Descripción de la política de dividendos en acciones comunes.....	104
b.3. Descripción de la política de dividendos en acciones preferentes.....	106
b.4. Conclusiones generales.....	107
c. Durman Esquivel S.A.....	108
c.1. Datos estadísticos de la empresa.....	111
c.1.1. Acciones comunes.....	113
c.1.1.1. Descripción de la política de dividendos en acciones comunes.....	117
c.1.2. Acciones preferentes.....	118
c.2. Conclusiones generales.....	119
d. La Nación S.A.....	121
d.1. Datos estadísticos de la empresa.....	122
d.2. Descripción de la política de dividendos.....	129
d.3. Conclusiones generales.....	131
B. Sector Inmobiliario.....	133
1. Situación actual de la empresas del sector inmobiliario en el mercado accionario.....	133
2. Análisis de las empresas que conformar el sector inmobiliario.....	136
a. Gen Net Us Government Lease S.A. ....	136
b. Inmobiliaria Enur S.A. ....	139
b.1. Datos estadísticos de la empresa.....	141
b.2. Descripción de la política de dividendos.....	144
c. Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A. ....	145
c.1. Datos estadísticos de la empresa.....	147
c.2. Descripción de la política de dividendos.....	149
C. Impacto de las políticas de dividendos sobre la imagen financiera de las empresas del sector industrial e inmobiliario en Costa Rica.....	150
D. Impacto de las metodologías de valoración de acciones sobre la imagen financiera de las empresas del sector industrial e inmobiliario en Costa Rica.....	153
E. Impacto de las legislación tributaria sobre la negociación de acciones en el mercado accionario costarricense, y el efecto sobre la imagen financiera de las empresas del sector industrial e inmobiliario en Costa Rica.....	159
<b>CAPITULO VI: CONCLUSIONES</b>	<b>162</b>

Bibliografía

Anexos

Apéndices

---

## TABLA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. COSTA RICA: Composición de las transacciones del mercado bursátil por sector. 2006.....	6
Gráfico 2. FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: Estructura de capital total. Año 2002-2006.....	90
Gráfico 3. FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: Relación precio de la acción y monto transado. Año 2002-2006 .....	92
Gráfico 4. FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: Relación precio de la acción, Utilidad por acción y cantidad de acciones transadas. Año 2002-2006.....	93
Gráfico 5. FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: Relación entre el precio de la acción y el valor en libros de la acción. Año 2002-2006.....	94
Gráfico 6. ATLAS ELÉCTRICA S.A.: Estructura de capital total. Año 2002-2006.....	100
Gráfico 7. ATLAS ELÉCTRICA S.A.: Relación precio de la acción y monto transado. Año 2002-2006.....	102
Gráfico 8. ATLAS ELÉCTRICA S.A.: Relación precio de la acción, Utilidad por acción y cantidad de acciones transadas. Año 2002-2006.....	103
Gráfico 9. ATLAS ELÉCTRICA S.A.: Relación entre el precio de la acción y el valor en libros de la acción. Año 2002-2006.....	104
Gráfico 10. DURMAN ESQUIVEL S.A.: Estructura de capital total. Año 2002-2006.....	112
Gráfico 11. DURMAN ESQUIVEL S.A.: Relación precio de la acción y monto transado. Año 2002-2006.....	114
Gráfico 12. DURMAN ESQUIVEL S.A.: Relación precio de la acción, Utilidad por acción y cantidad de acciones transadas. Año 2002-2006.....	115
Gráfico 13. DURMAN ESQUIVEL S.A.: Relación entre el precio de la	

---

acción y el valor en libros de la acción. Año 2002-2006.....	116
Gráfico 14. LA NACIÓN S.A.: Estructura de capital total. Año 2002-2006....	123
Gráfico 15. LA NACIÓN S.A.: Relación precio de la acción y monto transado. Año 2002-2006.....	125
Gráfico 16. LA NACIÓN S.A.: Relación precio de la acción, Utilidad por acción y cantidad de acciones transadas. Año 2002-2006.....	127
Gráfico 17. LA NACIÓN S.A.: Relación entre el precio de la acción y el valor en libros de la acción. Año 2002-2006.....	128
Gráfico 18. INMOBILIARIA ENUR S.A.: Relación precio de la acción y monto transado. Año 2002-2006.....	142
Gráfico 19. INMOBILIARIA ENUR S.A.: Relación precio de la acción, Utilidad por acción y cantidad de acciones transadas. Año 2002-2006.....	143
Gráfico 20. INMOBILIARIA ENUR S.A.: Relación entre el precio de la acción y el valor en libros de la acción. Año 2002-2006.....	144
Gráfico 21. INMOBILIARIA COMERCIAL DEL OESTE, ICO, S.A.: Relación entre el precio de la acción y el valor en libros de la acción. Año 2002-2006.....	148

---

## TABLA DE CUADROS

Cuadro 1. Cantidad de emisores accionarios inscritos y desinscritos por período.....	4
Cuadro 2. Emisiones de acciones, por emisor, tipo de acción y moneda de emisión.....	5
Cuadro 3. Monto total transado por clase de título.....	6
Cuadro 4. Volumen promedio transado por sector durante el período 2006.	76
Cuadro 5. Muestra seleccionada.....	76
Cuadro 6. FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: Estructura de capital social .....	91
Cuadro 7. FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: Política de dividendos.....	96
Cuadro 8. ATLAS ELÉCTRICA S.A.: Estructura de capital social.....	100
Cuadro 9. ATLAS ELÉCTRICA S.A.: Política de dividendos.....	105
Cuadro 10. DURMAN ESQUIVEL S.A.: Estructura de capital social.....	113
Cuadro 11. DURMAN ESQUIVEL S.A.: Política de dividendos.....	117
Cuadro 12. LA NACIÓN S.A.: Estructura de capital social.....	123
Cuadro 13. LA NACIÓN S.A.: Política de dividendos.....	131
Cuadro 14. INMOBILIARIA ENUR S.A.: Política de dividendos.....	145
Cuadro 15. INMOBILIARIA COMERCIAL DEL OESTE, ICO, S.A.: Política de dividendos.....	149

## TABLA DE ANEXOS

Anexo 1. Marco Muestral

## **TABLA DE APENDICES**

Apéndice A. Cálculo de la muestra de estudio

Apéndice B. Florida Ice and Farm Company S.A. Datos relevantes de la emisión de acciones para el período 2002-2006

Apéndice C. Atlas Eléctrica S.A. Datos relevantes de la emisión de acciones para el período 2002-2006

Apéndice D. Durman Esquivel S.A. Datos relevantes de la emisión de acciones para el período 2002-2006

Apéndice E. La Nación S.A. Datos relevantes de la emisión de acciones para el período 2002-2006

Apéndice F. Inmobiliaria Enur S.A. Datos relevantes de la emisión de acciones para el período 2002-2006

# **CAPÍTULO I**

## **MARCO INTRODUCTORIO**

## CAPITULO I

El siguiente capítulo incluye la definición de la investigación y sobre su justificación, el objetivo general y los objetivos específicos que se pretenden alcanzar, así como el alcance y las limitaciones del estudio.

### A. Introducción

El mercado de valores en Costa Rica constituye un mercado organizado y con todas las funciones de un mercado formal, que favorece el crecimiento económico del país a través de la canalización de recursos al sector productivo.

Siendo el mercado accionario costarricense, uno de los componentes del mercado de valores, resulta necesario conocer la situación actual que está atravesando este mercado para evaluar el impacto financiero sobre el desarrollo de las empresas que a diciembre 2006 mantenían operaciones bursátiles a través de la negociación de acciones.

El entorno del mercado accionario está conformado por tres componentes esenciales: el financiero, el accionario y el legal. El primero de ellos cumple funciones básicas para propiciar el desarrollo económico, proveer a la economía de un medio donde realizar las transacciones de manera segura y regulada y realizar una labor de intermediación financiera, con el objetivo de maximizar el uso de los recursos. Por otro lado, el mercado accionario se caracteriza por su condición de incipiente, debido a que en el mercado de valores predominan las negociaciones de títulos de deuda, siendo la participación accionaria mínima y pocas las empresas emisoras de acciones que se encuentran inscritas en la Bolsa Nacional de Valores. Finalmente, el marco legal está delimitado entre otros, por la Ley del Mercado de Valores y por las regulaciones emitidas por la

Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y por la Bolsa Nacional de Valores.

Por lo tanto, se pretende con este estudio conocer el escenario en que se ha desarrollado el mercado accionario en nuestro país, la situación actual en que se encuentra, evaluando el efecto financiero que representa para las empresas la participación en el mercado accionario costarricense, así como la aplicación de sus políticas de dividendos y la efectividad de los métodos de valoración de acciones, los cuales basados en las proyecciones financieras de las empresas, y en los flujos y utilidades de las mismas, son utilizados para definir la condiciones de negociación y recompensa a los inversionistas.

## **B. Antecedentes**

El primer intento por fundar una bolsa de valores en Costa Rica data de la década de 1940, cuando se fundó la Bolsa Nacional de Valores de San José, la cual debido al poco éxito de sus operaciones, tuvo que ser cerrada un año después de su apertura. Para 1970, la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC), fundó la Bolsa Nacional de Valores (BNV), como un nuevo intento por crear una bolsa de comercio en Costa Rica. Sin embargo, no es hasta 1974 cuando se da la primera emisión de acciones por parte del Banco Central de Costa Rica.

Durante los primeros años de la década de 1990, uno de los mayores accionistas de la Bolsa Nacional de Valores, CODESA, vende el 40% de sus acciones a inversionistas privados; por lo que, a partir de entonces, la Bolsa Nacional de Valores se convirtió en una empresa de propiedad privada.

De acuerdo con datos históricos del 2002 al 2006, se destaca que el mercado accionario costarricense, no presenta muestras de desarrollo, por cuanto en dicho período la cantidad de empresas emisoras de acciones ha disminuido, como se indica en el siguiente cuadro.

Cuadro No. 1  
Cantidad de emisores accionarios inscritos y desinscritos por periodo  
Periodo 2002 - 2006

Periodo	2002	2003	2004	2005	2006
Emisores inscritos al inicio del periodo	20	23	21	22	21
Emisores inscritos durante el periodo	6	-----	3	-----	-----
Emisores desinscritos durante el periodo	3	2	2	1	2
<b>Emisores inscritos al final del periodo</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>19</b>

Fuente: Registro Nacional de Valores, Superintendencia General de Valores

### C. Situación Actual

En Costa Rica existe un mercado de valores organizado y con todas las funciones de un mercado formal, donde se destaca la Bolsa Nacional de Valores como pionera a nivel centroamericano.

Con respecto al mercado accionario, para finales del 2006, del total de empresas con participación en la Bolsa Nacional de Valores solo 19 de ellas corresponde a sociedades anónimas de distintos sectores económicos inscritas como emisores accionarios, de las cuales solo 16 negociaban acciones en Bolsa, principalmente en el mercado secundario. La información con el detalle de cada una de las empresas emisoras se explica en el capítulo de resultados, con el fin de establecer una clasificación de acuerdo a su tipo de acciones emitidas.

La mayoría de los emisores accionarios inscritos conforman el mercado secundario de acciones costarricense, en el cual se negocian tanto acciones comunes como acciones preferentes, tal y como se muestra en el siguiente cuadro.

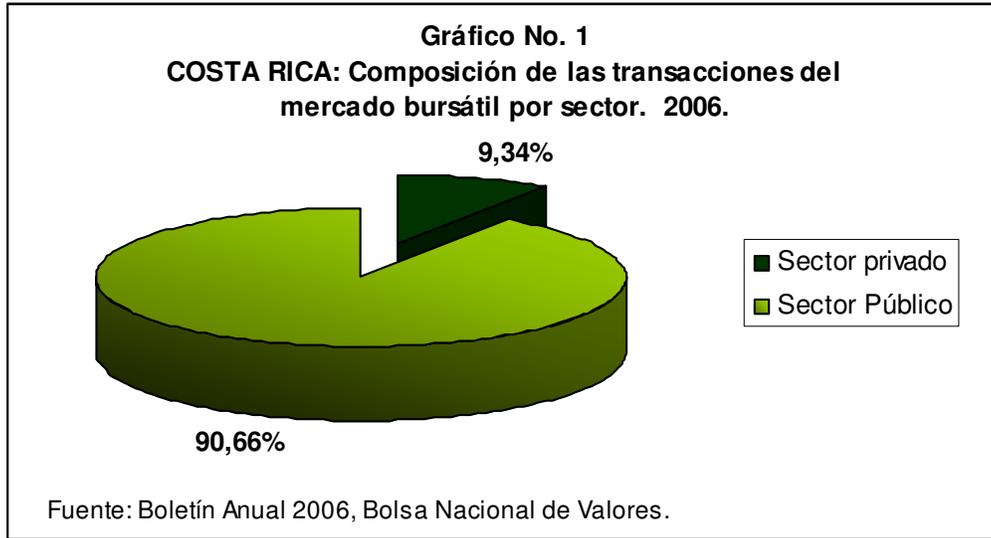
Cuadro No.2  
Emisiones de acciones, por emisor, tipo de acción y moneda de emisión.  
Periodo 2006

Emisor	Tipo de acción			
	Comúnes		Preferentes	
	Colones	Dólares	Colones	Dólares
Atlas Eléctrica S.A	x		x	x
Banco Improsa S.A.	x			x
Corporación Banex S.A.	x			x
Corporación BCT S.A.				
Corporación Fishel S.A.				x
Corporación Interfin S.A.	x			
Corporación UBS Internacional S.A.		x		x
Durman Esquivel S.A.	x		x	x
Financiera Desyfin S.A. (1)	-----	-----	-----	-----
Florida Ice and Farm Company S.A.	x			
Gen Net US Government Lease S.A.				x
Grupo Financiero Improsa S.A.	x			x
Holcim (Costa Rica) S.A.	x			
ILG Logistics S.A.	x			
Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A.	x			
Inmobiliaria Enur S.A.	x			
La Nación S.A.	x			
SFI Corporation S.A.				x
Techofarma S.A.	x			

(1) Se mantiene inscrita pero sin ninguna emisión de acciones registrada.

Fuente: Registro Nacional de Valores, Superintendencia General de Valores

La Superintendencia General de Valores ha creado un nuevo Reglamento de Oferta Pública de Valores, con el cual se pretende incentivar un verdadero mercado de valores en Costa Rica, motivando la participación de las empresas medianas en el mercado bursátil y ofreciendo títulos extranjeros a los inversionistas locales, esto debido a que el mercado de valores costarricense se concentra en el sector público, de acuerdo con la información del gráfico No. 1.



El mercado de valores costarricense pretende convertirse en una fuente de financiamiento, principalmente de largo plazo, para las empresas públicas y privadas de Centroamérica y ofrecer una variedad de alternativas de ahorro - inversión a los inversionistas costarricenses y del exterior, bajo una infraestructura operativa y regulatoria acorde con los estándares internacionales.

El mercado accionario en Costa Rica representa un porcentaje poco significativo, ya que constituye menos del 1% con respecto al total de operaciones negociadas en el sistema bursátil de país, como se muestra en el cuadro No. 3.

Cuadro No. 3  
Monto total transado por clase de título  
Periodo 2006  
- en millones de colones -

Periodo	2006
Recompras	11.941.334,90
Deuda	2.641.583,51
Participaciones	98.305,96
Operaciones a plazo	196,66
<b>Acciones</b>	<b>31.983,14</b>
<b>Porcentaje de negociación de acciones</b>	<b>0,22%</b>

Fuente: Boletín Anual 2006, Bolsa Nacional de Valores

El sector bursátil, el entorno económico, las posibilidades de financiamiento, entre otras oportunidades; son condiciones favorables que existen en el país, para iniciar la tarea de desarrollar un mercado de capitales, los mismos son explicados con más profundidad en el capítulo de resultados de dicha investigación.

En relación con los sectores en los que se encuentran las sociedades anónimas que emiten acciones en la Bolsa Nacional de Valores costarricense al final del año 2006, se destacan los siguientes: industrial, bancario, comercial, financiero, inmobiliario, de explotación minera, transporte.

#### **D. Justificación de la investigación**

El estudio desarrollado en este documento surge debido a que actualmente no existe una investigación relacionada con el Mercado Accionario costarricense, que se concentre fundamentalmente en los tres factores que tienen una influencia directa con el proceso de emisión de acciones por parte de las empresas, los cuales son los siguientes: los métodos de valoración de acciones, las políticas de dividendos y la legislación tributaria, ya que hay ausencia de información que relacione la negociación de acciones con estos aspectos.

Por lo expuesto anteriormente, resulta importante e interesante, la realización de un estudio que permita valorar el efecto de la participación de las empresas en el mercado accionario sobre el desarrollo financiero de las mismas y del financiamiento a través de acciones, el cual en combinación con el uso de las técnicas y metodologías existentes para la definición de precios y dividendos, podría favorecer el fortalecimiento y crecimiento financiero de una empresa.

## **E. Objetivos de la investigación**

En los siguientes apartados se detallan los objetivos que se han planteado para el desarrollo de la presente investigación.

### **1. Objetivo general**

Analizar desde el punto de vista financiero, los mecanismos de valoración de acciones, las políticas de dividendos utilizadas en Costa Rica y los tributos, como factores que influyen en la imagen financiera y en la posibilidad de financiamiento de las empresas que conforman el mercado accionario costarricense, a través de la investigación de estos mecanismos y su aplicación en las empresas, de febrero a mayo 2007.

### **2. Objetivos Específicos**

- Establecer el marco introductorio del tema en estudio mediante la consulta y compilación de material bibliográfico.
- Realizar un compilado teórico sobre el mercado accionario costarricense, los métodos de valoración de acciones y las políticas de dividendos utilizados en Costa Rica, mediante la revisión de fuentes bibliográficas.
- Estudiar el marco normativo aplicable al mercado accionario costarricense mediante la búsqueda, lectura y comprensión del mismo.

- Establecer el proceso metodológico que se debe utilizar para la recolección, procesamiento y análisis de la información sobre los métodos de valoración de acciones y las políticas de dividendos de las empresas del mercado accionario costarricense, identificando las técnicas e instrumentos que se ajusten a los propósitos del estudio.
- Investigar sobre los métodos utilizados en Costa Rica para la valoración de acciones mediante la consulta de fuentes primarias y secundarias.
- Investigar información general de las empresas que conforman el mercado accionario costarricense, a través de la consulta de información disponible en Costa Rica.
- Investigar y estudiar las políticas de dividendos que utilizan las empresas que conforman el mercado accionario costarricense mediante la búsqueda de información relacionada.
- Investigar sobre los tipos de impuestos a los que están sujetas las políticas de dividendos utilizadas por las empresas que constituyen el mercado accionario costarricense mediante la revisión de la legislación tributaria costarricense.
- Evaluar el impacto que representa para las empresas del mercado accionario costarricense la aplicación de sus políticas de dividendos, analizando la influencia de las mismas en la venta de acciones.

- Concluir sobre los aspectos evaluados en la investigación para determinar la contribución al desarrollo financiero de las empresas, que conforman el mercado accionario costarricense.

## **F. Alcance**

La presente investigación se enfoca en las sociedades anónimas emisoras de acciones del sector industrial e inmobiliario, inscritas en la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, a diciembre 2006, con el fin de evaluar el efecto de sus políticas de dividendos y de la aplicación de los métodos de valoración de acciones sobre el desarrollo financiero de las mismas, con información del 2002 al 2006.

## **G. Limitaciones**

Durante el desarrollo de la investigación se identificaron una serie de limitaciones que aunque no impidieron el logro de los objetivos, si dificultaron en ciertos aspectos la obtención, análisis y procesamiento de información. Entre las limitaciones a las que se hace referencia, se mencionan las siguientes:

- La información sobre el mercado accionario no es escasa; sin embargo, la misma no se presenta en forma completa ni estandarizada, por lo que la realización de un análisis comparativo se complica, no tanto por el hecho de interpretar los datos sino que esta situación obliga al requerimiento de tiempo adicional para la obtención de los datos a analizar.
- Durante la investigación se detectó que aunque existe una serie de lineamientos y regulación sobre la forma y periodicidad de presentación de información referente a las emisiones que las empresas mantienen

inscritas en la Bolsa Nacional de Valores, en algunos casos esta no se cumple. Lo anterior constituye una limitación para la investigación por cuanto, como en el caso de las sociedades anónimas del sector inmobiliario, no se pudieron obtener las estadísticas y datos históricos correspondientes a los últimos años del periodo evaluado (2002-2006).

- Otra limitante del estudio fue la poca disponibilidad de tiempo de los funcionarios de las empresas analizadas por brindar información referente al tema investigado. Esto por cuanto generalmente los expertos ocupan cargos de alta responsabilidad y jerarquía que les demanda mucho tiempo. Lo anterior limitó la ampliación de ciertos temas considerados en el presente estudio.
- No se determinó la existencia de un registro histórico de acceso público en el que se documentara información sobre el comportamiento y desarrollo del mercado accionario costarricense.
- El acceso a información específica sobre los emisores accionarios y sus emisiones tiene un costo monetario, ya que se elabora con fines comerciales. Dado que la presente investigación responde a un estudio de carácter académico, el incurrir en costos para la obtención de información no constituye un objetivo propio de la misma, por lo que en ocasiones no fue posible el acceso a información para la ampliación de los análisis expuestos en este documento.

# **CAPÍTULO II**

# **MARCO TEÓRICO**

## CAPÍTULO II

En el siguiente capítulo se exponen los conceptos teóricos que sustentan el desarrollo de la presente investigación.

### **A. Generalidades del Mercado**

#### **1. Sistema Financiero**

El sistema financiero es el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto; es decir, que transfieren renta desde las unidades excedentes hacia las deficitarias. En otras palabras, es el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos jurídicos, económicos, humanos, materiales y técnicos a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas. Algunas de las funciones de este sistema son: proveer a la economía de un medio de cambio para hacer las transacciones, facilitar la baja en los costos de negociación y facilitar la labor de intermediación financiera; es decir, poner en contacto a unidades superavitarias o ahorrantes con las unidades deficitarias y así trasladar recursos de uso poco provechoso para la sociedad a oportunidades más eficientes.

En otras palabras, el sistema financiero es un gran mercado, donde entran en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios, siendo su funcionamiento ágil y competitivo una indudable necesidad para todas las empresas nacionales.

El Sistema Financiero Nacional presenta varias formas por medio de las cuales las empresas pueden recurrir para obtener recursos; entre ellos: emisión de acciones, emisión de bonos (deuda), el tradicional endeudamiento, entre otros.

El principal objetivo de la administración financiera, es maximizar las utilidades de los accionistas, lo que implica que las empresas con un desempeño administrativo superior, obtendrán una mejor cotización por sus acciones y es de esperar que los recursos de la economía se destinen a éstas, logrando en teoría una mejor asignación de dichos recursos.

Un punto en común que presentan las empresas, cuyas acciones son objeto de operaciones de compra y venta, es la posibilidad de ser valuadas en los mercados financieros, pues éstos determinan constantemente el valor de mercado de la empresa.

Este sistema financiero costarricense está conformado por todas las instituciones que generan, administran y guían el ahorro y la inversión. Se rige por la legislación que regula las transacciones de los activos financieros y que permiten la transferencia de estos entre ahorrantes, inversionistas y usuarios del crédito.

#### **a. Participantes del sistema financiero**

El sistema financiero está constituido por:

- **Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero:** se constituye en el ente rector y de máxima jerarquía del sistema financiero nacional y ejerce las funciones de supervisión y control a través de los órganos desconcentrados del Banco Central de Costa Rica, a saber: la Superintendencia General de Valores, Superintendencia General de Entidades Financieras y la Superintendencia General de Pensiones.
- **Superintendencia General de Valores (SUGEVAL):** es un órgano adscrito al Banco Central de Costa Rica y es responsable de regular y fiscalizar el funcionamiento del mercado de valores costarricense y sus agentes. Su

principal función es promover las condiciones necesarias para que el mercado de valores se desarrolle.

## **2. Sistema bursátil**

Es un marco institucional que brinda el entorno operativo, administrativo y regulatorio adecuado para el buen funcionamiento del mercado de valores. En este sistema se lleva a cabo la negociación de diferentes valores, contribuyendo con el establecimiento de los precios de mercado de un determinado instrumento y del costo de intermediación que se genera como parte de la operación de los mercados de capital. En este sentido, está constituido por un conjunto de oferentes y demandantes los cuales interactúan en un mercado establecido. (<http://www.bnv.co.cr>)

El sistema financiero bursátil de Costa Rica está compuesto por una variedad de entidades que interaccionan entre sí, dentro de la economía total del país. Los principales participantes de este mercado lo constituyen las bolsas de valores, intermediarios (puestos de bolsa y agentes de bolsa), emisores de títulos valores, inversionistas individuales e institucionales, clasificadoras de valores, centrales depositarias de valores y las instituciones reguladoras.

Algunas de las principales razones que han impulsado la transición de un sistema de intermediación tradicional a un sistema de mercados de capital son: la globalización y los procesos de integración, los cambios en la estructura de financiamiento de las empresas, el aumento de la competencia y los avances en mejoramiento de los sistemas de procesamiento de transmisión de la información.

### a. Participantes del sistema bursátil

El dinamismo de los sistemas financieros, al cual se encuentra ligado el crecimiento y desarrollo de los sistemas bursátiles a nivel mundial, ha motivado al establecimiento de estructuras similares de supervisión, organización y operación, compuestas por una serie de organismos con funciones y responsabilidades definidas.

El sistema bursátil está constituido por:

- **Bolsa Nacional de Valores:** es una empresa privada cuyo papel dentro del sistema bursátil costarricense es ser organizador del mercado y facilitador de las transacciones con valores, ejerciendo las funciones de autorización, fiscalización y regulación sobre los Puestos de Bolsa y los Agentes corredores de bolsa.
- **Central de Valores (CEVAL):** es una empresa subsidiaria de la Bolsa Nacional de Valores y concentra sus operaciones en la custodia y administración de las transacciones hechas con valores y cuenta con la organización que le permite prestar los demás servicios que le autoriza la Ley de Reforma del Mercado de Valores.
- **Puestos de Bolsa:** son sociedades anónimas autorizadas por la Bolsa Nacional de Valores, para realizar transacciones de compra y venta de valores por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, y para brindar asesoría en materia de inversiones y operaciones bursátiles.

- **Agentes corredores de bolsa:** son personas físicas representantes de un Puesto de Bolsa que realizan las transacciones bursátiles a nombre del Puesto al que pertenecen y ante la Bolsa Nacional de Valores.
- **Emisores:** son personas jurídicas que utilizan la emisión de valores, sea deuda o acciones, como opción de financiamiento para atender sus planes particulares en el corto, mediano o largo plazo. Estos constituyen la oferta de valores en el sistema bursátil.
- **Inversionistas:** son las personas físicas o jurídicas que disponen de recursos financieros para prestar a cambio de la obtención de una ganancia. Constituyen la demanda por títulos valores en el sistema bursátil.

## b. Índices bursátiles

Un índice se refiere a un instrumento estadístico que representa un número promedio que resume un fenómeno de variaciones múltiples con características homogéneas durante un período de tiempo determinado.

La utilidad derivada de contar con un índice en el mercado, estriba en que al ser una representación abreviada de las variaciones del mercado, es una referencia tanto para analistas financieros y económicos como para el público inversionista, al proveer un mecanismo de información sintético de las fluctuaciones porcentuales en los precios de las acciones. Además, su análisis es un fiel reflejo de lo que sucede en el mercado, identificando la evolución, la tendencia y los ciclos representados en el mercado bursátil.

En el mercado bursátil costarricense, y por ende en el mercado accionario nacional, se utilizan dos tipos de índices para medir los movimientos que

diariamente realizan los emisores e inversionistas en la Bolsa Nacional de Valores. Estos índices son: de deuda y accionario.

### **b.1. Índices de Deuda**

- **Índice de Precios:** Estos índices muestran el nivel de precios en cualquier momento. Estos son calculados por la Bolsa cada dos minutos.
- **Índice de Desempeño:** Estos índices muestran cómo un portafolio de títulos de deuda evoluciona considerando los intereses acumulados.

### **b.2. Índices accionarios**

- **Índice de la Bolsa Nacional de Valores (IBNV):** Este índice tiene como finalidad medir el incremento aproximado en la riqueza de un inversionista que mantenga una cartera compuesta por las acciones de mayor movimiento en el mercado en términos de frecuencia de negociación y cantidad de acciones negociadas con respecto al total en circulación.
- **Índice BTC:** es un índice calculado por el Banco Privado BCT, el cual mide la evolución del mercado accionario mediante la variación de los precios de las acciones transadas en la bolsa.

## **3. Tipos de mercado**

Los sistemas bursátiles, en general, están conformados por dos tipos de mercados: el mercado de dinero y el mercado de capitales.

### **a. Mercado de dinero**

El mercado de dinero son todas aquellas operaciones o transacciones mercantiles relacionadas con la intermediación de activos financieros emitidos a corto plazo; es decir, un período no superior a un año. Este mercado concentra la gran mayoría de las operaciones en bolsa, y por lo tanto de las fuentes actuales de ingresos de los intermediarios.

Los medios de pago en este mercado son los documentos comerciales a corto plazo, ya que generalmente se realizan en un periodo menor a 360 días, como por ejemplo: cheques, pagarés, letras de cambio y aceptaciones bancarias. La negociación de las condiciones, en este tipo de mercado, se realiza a "puerta cerrada". Los títulos obtenidos son utilizados básicamente para satisfacer necesidades de capital de trabajo.

Algunas características de los activos financieros negociados en el mercado de dinero son las siguientes:

- El objeto de su emisión es obtener recursos en efectivo para satisfacer necesidades inmediatas o temporales de tesorería.
- Las operaciones mercantiles efectuadas, son a plazo menor de un año y están determinadas por la vigencia de los títulos o valores mismos.
- Los activos financieros que se comercializan, son de relativa fácil negociación. Esto porque se pueden adquirir o vender rápidamente, en virtud de que los plazos a los que se emiten los ubican como activos financieros que se pueden convertir en dinero fácilmente, presentando una alta "liquidez".

- El riesgo que se corre por no cobrar los activos financieros que se comercializan es, relativamente reducido, en función de los plazos a los que se emiten.
- El valor en que se negocian los activos financieros es muy sensible en sus variaciones al comportamiento que presentan los oferentes y/o demandantes, resultado del impacto que les cause alguna información de tipo económico, financiero, político o social correlacionada con los mismos títulos o valores.

### **b. Mercado de capitales**

Se denomina mercado de capitales, a aquel en el que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualesquiera sea su naturaleza, características o condiciones. Por consiguiente, es "el punto de concurrencia de fondos provenientes de las personas, empresas y Gobierno, con los demandantes de dichos fondos que normalmente lo solicitan para destinarlo a la formación de capital." Este mercado representa una opción para obtener los recursos que requieren las empresas para solventar sus necesidades de inversión, las cuales normalmente representan montos considerables de capital, para invertir en proyectos que generen mayores beneficios.

El mercado de capitales es el mercado en el que las sumas ahorradas se concentran y se canalizan hacia empleos donde permanecen inmovilizados durante un largo período. Dicho mercado puede subdividirse en mercado crediticio y mercado de valores. El primero es un mercado entre entidades de crédito e inversores, en el que aquéllos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas. Es un mercado de negociación directa, cerrada al público y con una posición privilegiada de una de las partes.

Por otro lado, en el mercado de valores, los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. Dicho mercado se define como el mecanismo que permite la emisión, colocación y distribución de valores. Incluye las relaciones de crédito y financiamiento entre una entidad demandante de fondos y una cantidad determinada de ahorrantes a través de valores negociables.

El mercado crediticio y el mercado de valores, se distinguen por los sujetos. Así, en el mercado crediticio los consumidores pueden obtener fondos, mientras que en el mercado de valores sólo son receptores de fondos las empresas y el estado. Por otra en el primero de estos mercados los intermediarios financieros obtienen un margen o beneficio al dar en préstamo sus recursos, mientras que en el mercado de valores, no hay margen, sino comisión.

El mercado de valores es un mercado especializado que forma parte del mercado de capitales, en el que se realizan operaciones de carácter monetario o financiero expresados en valores mobiliarios, fuente de financiamiento para la producción de bienes y servicios. Este es un mercado de capitales en el que éstos están instrumentados en forma de valores y en donde se realizan transacciones cuyo objetivo es canalizar los ahorros internos y externos para su inversión en actividades productivas, poniéndolos a disposición de aquellos que buscan financiamiento, especialmente pero no exclusivamente, a mediano o largo plazo, o a plazo indeterminado. De acuerdo con lo anterior, se destaca que dentro de este mercado se incluyen la emisión y negociación de acciones.

Entre las características de los activos financieros negociados en el mercado de capitales, se pueden mencionar las siguientes:

- El objetivo de su emisión es obtener recursos en efectivo para satisfacer necesidades derivadas de la realización de inversiones permanentes o a largo plazo.
- Las operaciones mercantiles efectuadas, son a plazo mayor de un año y están determinadas por la vigencia de los títulos o valores mismos.
- Los activos financieros que se comercializan, dependen para su relativa fácil negociación, de la calidad del emisor plasmada en los resultados que muestre, en términos de utilidades netas obtenidas y esperadas, de la aceptación de sus productos o servicios en el mercado, del comportamiento histórico de su valor en el mercado, del deseo que tengan los inversionistas por poseer los títulos o valores que emite.
- El riesgo que se corre de no cobrar los activos financieros que se comercializan, es relativamente mayor al de los del mercado de dinero, en función de los plazos a los que se emiten y aceptando la regla de que "a mayor plazo, mayor riesgo".

## **B. Tipos de Mercados**

Las transacciones y las empresas que conforman el mercado bursátil, se agrupan en mercado primario o secundario.

### **1. Mercado primario**

Es una serie de operaciones que colocan nuevas emisiones de títulos valores en un mercado al cual acuden empresas del sector privado y público con el propósito de tener una opción alterna a los diferentes tipos de crédito que ofrecen los intermediarios financieros. Estas colocaciones se hacen mediante oferta pública, en donde las empresas realizan emisión de títulos valores que serán vendidos en el mercado de valores con el fin de obtener recursos y de este modo financiar sus proyectos.

Es decir, es aquel mercado en el que los demandantes requieren nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital-deuda o a través de valores de capital-riesgo. En el primer caso, se acude a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo determinado y retribuirlo mientras tanto con el pago de un interés fijo. En el segundo caso lo que hay es un capital propio sin amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor.

Comprende la emisión y colocación de los valores mobiliarios. En consecuencia, el volumen de las operaciones que se realizan, permite el flujo de recursos financieros o de capital canalizados hacia las actividades productivas a través del mercado de valores o el grado de captación de ahorros mediante los mecanismos del citado mercado. El mercado primario, es una alternativa que las empresas pueden utilizar para lograr la autofinanciación mediante la emisión de acciones, pero también ofrece la posibilidad de obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos.

La emisión es cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones.

En el mercado primario de la bolsa se colocan por primera vez los títulos o valores de emisiones inscritas ante el Registro Nacional de Valores e Intermediarios que pueden realizar oferta pública de valores así como los valores individuales de deuda de las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

## **2. Mercado secundario**

En este mercado se realiza la "reventa" de los títulos negociados en el mercado primario; es decir, constituye compra-venta de un título y se caracteriza porque tanto el que compra como el que vende son inversionistas y ya no interviene el emisor en la operación. El mercado secundario es donde se negocian valores previamente emitidos y en circulación.

Lo constituyen los títulos valores de segunda mano; es decir, los provenientes del mercado primario en donde el inversionista está anuente a negociarlos o hacerlos efectivos antes de su fecha de vencimiento. Estos títulos se pueden vender a través de los diferentes puestos de bolsa existentes en el mercado de valores.

Es importante mencionar que para que sea mercado secundario no es necesario que el mercado primario se realice en la misma Bolsa de Valores. El vendedor de los valores ya no es el emisor, sino un inversionista o un intermediario.

El inversionista que adquirió el título valor en el Mercado Primario y que desea recuperar el dinero invertido, puede vender la acción en el Mercado Secundario a través de la Bolsa de Valores o del Puesto de Bolsa. Mediante esta operación el inversionista recupera el capital invertido inicialmente y tiene pérdidas o ganancias de capital sobre el precio al que la venda.

## **C. Mercado de Valores**

William Hayden (1990, p. 12), define el mercado de valores como "el mecanismo que permite la emisión, colocación y distribución de los títulos valores". Por lo general, de él depende fundamentalmente el ahorro de mediano y largo plazo. La negociación de acciones se lleva a cabo en este mercado.

## **1. Negociación de Acciones**

No cabe duda que el desarrollo del mercado de capitales esta vinculado directamente al desarrollo del mercado de acciones de un país, por lo tanto a continuación se presenta una recopilación del marco conceptual relacionado a la negociación de acciones.

### **a. Concepto de acciones**

Oriol Amat (2000, p. 41), define la acción como “los títulos de propiedad de una parte de capital social de la empresa que las ha emitido”. Son títulos de renta variable y otorga al inversor una serie de derechos.

Para el emisor ésta es una opción que permite el financiamiento y la obtención de recursos sin afectar su flujo de caja durante un tiempo indefinido. Para el inversionista, es una alternativa que le puede significar ganancias o bien pérdidas, y generalmente es considerada una alternativa de mayor riesgo en el mercado.

El rendimiento de las acciones proviene, tanto de los dividendos que recibe el tenedor como de las ganancias o pérdidas de capital que se obtienen al comprar y vender a diferentes precios, razón por la cual la inversión en este tipo de títulos puede ser motivada por la especulación.

La Bolsa Nacional de Valores define la acción en su Reglamento General, como “el valor que representa la propiedad de su tenedor sobre una de las partes iguales en las que se divide el capital social de una sociedad anónima. Confieren a su propietario la calidad de socio y de acuerdo con la legislación costarricense, deben ser nominativas y registradas en un libro de accionistas que debe ser llevado por el emisor o por el sistema de Valoración de Carteras”.

## **b. Tipos de acciones**

En el Mercado Accionario, se negocian principalmente dos tipos de acciones, las cuales son:

**b.1. Acciones ordinarias o comunes:** son aquellas acciones que otorgan iguales derechos a sus poseedores, entre ellos tener voz y voto en las asambleas de accionistas y recibir dividendos.

El dividendo para este tipo de acciones esta dado por un porcentaje variable determinado por la Junta Directiva de la Sociedad y dependerá de las utilidades, de las necesidades de reinversión y de la liquidez de la empresa.

Algunas de las ventajas básicas de la acción común provienen del hecho de que es una fuente de financiamiento que impone un mínimo de restricciones a la empresa, no tiene vencimiento, elimina cualquier obligación futura de cancelación e incrementa la capacidad de préstamos de la empresa. Mientras más acciones comunes venda una empresa es mayor la base de capital contable y en consecuencia puede obtenerse financiamiento de deuda de largo plazo más fácilmente.

Por otro lado, algunas de las desventajas del financiamiento de la acción común incluyen la dilución del derecho al voto y de las utilidades, el alto costo que implica y porque la acción común tiene más riesgo que la deuda o la acción preferente.

**b.2. Acciones preferentes:** son acciones que la empresa emite y las recompra en una fecha determinada y tienen preferencia sobre las comunes a la hora de cobrar el dividendo o en caso de que la empresa sea liquidada.

Las acciones preferentes se consideran capital de la empresa y se utilizan cuando la empresa emisora no desea aumentar la base de accionistas ordinarios. Garantizan a sus poseedores un dividendo anual mínimo o algún otro tipo de preferencia, pero no otorgan derecho a voto. Este dividendo, está previamente establecido en función de una tasa fija, por lo que la participación de los accionistas preferentes en las utilidades de la empresa está limitada a ese porcentaje. Generalmente, estas acciones no tienen fecha de vencimiento, sino que después de un determinado tiempo son redimibles a opción de la empresa.

Dentro de las acciones preferentes encontramos las acciones participativas, acumulativas, amortizables y las convertibles.

### **c. Ventajas y desventajas de la emisión de acciones**

#### **c.1. Ventajas de la emisión de acciones**

- Incremento en la liquidez: la oferta pública de las acciones es una de las formas de dar un valor de mercado a las acciones. La negociación de las mismas se vuelve más ágil, lo cual incrementa las opciones de venta de las acciones para obtener efectivo.
- Hace más fácil la obtención de efectivo nuevo: por medio del mecanismo de oferta pública se reducen las desventajas de las empresas que no han colocado acciones en el mercado, tales como control sobre las decisiones, revelación de la información, entre otras. Por esto, las empresas obtienen una cantidad de los recursos de una parte importante de la masa inversionista que pueden contribuir a financiar planes de expansión o renovación tecnológica de largo plazo.
- Establece el valor de una empresa: las acciones de una compañía que se ha transformado en pública, obtienen un valor de mercado unitario (valor

que la oferta y demanda le da a las acciones). La sumatoria de todas las acciones conduce a un valor de mercado aproximado de la empresa.

- Permite mejores opciones de negociación ante las instituciones bancarias: debido a que la empresa aumenta su patrimonio y disminuye su apalancamiento, esta se convierte en un sujeto de crédito más seguro para los bancos.
- Reduce los costos y gastos financieros: Las acciones no afectan el flujo de caja, debido a que no se hacen erogaciones por pago de intereses. Este ahorro le permite a las empresas incrementar la rentabilidad de la compañía y mejorar su situación competitiva.
- Facilidad del manejo de fondos en proyectos a largo plazo: los beneficios de un proyecto a largo plazo se muestran en el futuro. Debido a esto, las acciones se convierten en un medio de financiamiento ideal, ya que no obliga a cumplir los gastos financieros en la etapa pre-operativa del proyecto.
- Mejores opciones ante los procesos de fusiones y adquisiciones: con la determinación del precio de mercado de la empresa y a través de la colocación de nuevas acciones es posible obtener los recursos necesarios para expandir la empresa o adquirir otras compañías.

## **c.2. Desventajas de la emisión de acciones**

- Apertura de información financiera para análisis y consulta de los inversionistas.
- Inestabilidad en el flujo de recursos, con lo cual hacen referencia al hecho de que entre los inversionistas que invierten en bolsa el porcentaje de renovaciones es relativamente bajo o al menos impredecible, lo cual obliga a los emisores a tener fuertes cantidades de recursos como reservas, limitándoles el capital de trabajo. Por esto, el financiamiento bancario se

percibe como más conveniente pues es de más largo plazo y no obliga a los emisores a tener reservas; además, los recursos de largo plazo permiten mayor planificación, con la gran ventaja de que la fuerte competencia en el sector bancario permite un mayor acceso a este tipo de financiamiento.

- El estar registrado implica gran trabajo administrativo para la generación de información a bolsas y a la Superintendencia General de Valores.
- Se deben pagar elevados rendimientos dadas las grandes distorsiones en materia de tasas de interés, por lo que los emisores evalúan alternativamente la posibilidad del financiamiento bancario en dólares.
- Asunción del riesgo inherente a los títulos físicos para los cuales tampoco hay obligatoriedad de inmovilización.
- En las cuentas de títulos valores no existe segregación de las posiciones de clientes y de los puestos de bolsa.
- Los clientes deben necesariamente negociar sus valores con el puesto de bolsa que le sirve de custodio de dichos valores. Esto limita a los puestos de bolsa pequeños las de operar para grandes clientes.
- La liquidación de fondos se realiza al menos un día antes de la liquidación de valores. El traspaso de los valores puede ejecutarse muchos días después de la liquidación de fondos. Esto tiene como consecuencia una asimetría del riesgo del comprador y del vendedor de valores a favor del vendedor.
- Concentración de la liquidación en dos bancos estatales, los cuales asumen un parte importante de los riesgos del vendedor.
- El depósito previo como garantía de la entrega de los títulos vendidos no puede ser verificado eficazmente.
- Las bolsas carecen de un mecanismo eficaz de garantía del buen fin de las operaciones bursátiles.

- Ausencia de medios para la colocación y distribución de nuevas emisiones de acciones. En Costa Rica, no existen mecanismos que apoyen a las empresas en la venta de sus acciones, por medio de los cuales se logre colocar toda una emisión de estos títulos en el público, brindando así mayor seguridad y confianza a la sociedad.
- Baja rentabilidad y mayor riesgo de las acciones versus los títulos de deuda. El rendimiento que otorgan los títulos accionarios no es muy atractivo para los inversionistas, con relación al rendimiento que ofrecen los títulos de deuda.
- Falta de interés por parte de los intermediarios bursátiles para desarrollar el mercado accionario. Los intermediarios bursátiles no han prestado mayor interés en desarrollar la colocación de acciones. El desorden existente en la Bolsa y la Superintendencia Nacional de Valores crea falta de agilidad para brindar la información requerida por los inversionistas potenciales, lo que provoca que estos no puedan determinar las mejores alternativas de inversión ya que para esto se necesitan los prospectos de las empresas, los cuales no siempre se encuentran en los archivos de estas entidades.
- La falta de programas en materia accionaria que brinden capacitación al personal que labora en estas instituciones, hace más difícil brindar información y asesoría al mercado inversionista. Según opiniones de funcionarios del mercado bursátil, existe la necesidad de un grupo de personas que sean expertas en la materia y que puedan analizar todo el movimiento de las acciones.

#### **d. Valoración de acciones**

La valoración se refiere al proceso mediante el cual se determina su precio de mercado y es un problema típico de análisis de inversión. Persigue determinar el valor de la empresa en circunstancias normales dentro de un contexto que servirá

de base para la negociación entre las partes, de la que surgirá el precio definitivo a pagar por la empresa.

#### **d.1. Métodos de valoración de acciones comunes**

Para la valoración de acciones, pueden utilizarse diferentes modelos de acuerdo con la finalidad del negocio y del tipo de empresa que va a ser valorada, ya sea que cotiza en bolsa o no.

Normalmente en los bonos y acciones preferentes los intereses (caso de bonos) y los dividendos (acciones preferentes) son producto de obligaciones contractuales por lo que son más fáciles de predecir. Caso contrario sucede con las acciones comunes, en las cuales no existe certeza total al proyectar los ingresos por utilidades, por dividendos o por ganancias de capital, dado que no permanecen iguales en el tiempo, lo que no permite el uso de las fórmulas de anualidades y obliga al analista al uso de modelos conceptuales más difíciles.

A continuación se describen algunos modelos de valoración de acciones, independientemente de si las empresas cotizan en bolsa o no.

##### **d.1.1 Modelo Gordon o de crecimiento constante.**

El Modelo Gordon es un modelo teórico que se basa en la suposición de que el valor de la empresa es igual al valor actual de todos los dividendos futuros que se paguen durante la vida de la empresa, que se supone sea infinita.

Este modelo, supone que los dividendos y las utilidades crecen en igual proporción. Esta suposición es cierta solamente en casos en que una empresa distribuya anualmente un porcentaje fijo de sus utilidades, es decir una razón de pagos fijos.

Si se supone una tasa de crecimiento constante se obtiene la expresión del valor teórico de una acción de capital:

$$P = D1 / Ke - g$$

El problema al utilizar este modelo está en la dificultad de calcular la tasa de capitalización contable (ke) y las utilidades con su tasa de crecimiento.

La tasa de capitalización del capital contable se puede calcular utilizando los rendimientos en utilidades que es la inversa de la razón precio-utilidades, es decir las utilidades por acción divididas entre el precio en el mercado por acción.

Otra manera de calcular dicha tasa es sustituir los datos del dividendo histórico, precios de la acción y tasas de crecimiento en la siguiente ecuación:

$$\{P(1+Ke) / (1+g)\} - P = D0 - \{D0(1+g)^\infty / (1+Ke)^\infty\}$$

La tasa de crecimiento del dividendo se puede apreciar utilizando los valores históricos del dividendo por acción para calcular la tasa compuesta de crecimiento anual.

El Modelo Gordon que capitaliza los rendimientos futuros de la empresa durante una vida supuestamente infinita, es el método más correcto teóricamente ya que considera a la empresa como un negocio en marcha y no utiliza valores de activos o precios en el mercado como anexos en el proceso de valuación. En lugar de ello, supone que el valor de la empresa es igual al valor descontado de todos los rendimientos futuros.

No obstante, dado el comportamiento histórico de las empresas en Costa Rica, se observa que el modelo no es muy útil, a excepción de aquellas empresas que presentan productos y mercados muy bien establecidos y sus posibilidades de alcanzar niveles extraordinarios de crecimiento son mínimas. Además este método presume políticas de dividendos constantes y conocidas mediante las cuales se pagan dividendos todos los años.

#### **d.1.2. Modelo de valoración de acciones mediante las utilidades: Razón PER**

Este modelo valora las acciones a través de los beneficios. Es conocido como la razón precio ganancia (Price Earning Ratio).

El PER representa la valoración que el mercado realiza sobre los beneficios de una empresa, por tanto mide los colones o dólares que se paga por cada colón o dólar de beneficio que se obtiene.

$$\text{PER} = \frac{\text{Cotización}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Se ha demostrado que el PER es una medida relativa de valoración que no ha dado buenos resultados como método de inversión.

En síntesis en mercados accionarios desarrollados, esta razón es utilizada para realizar comparaciones con empresas del mismo sector y con el promedio del mercado.

Esta medida puede ser un instrumento para predecir el precio futuro de la acción, dependiendo de la exactitud en la caracterización de la empresa promedio. Es muy utilizado por los puestos de bolsa; sin embargo, en el caso de nuestro país,

donde existen pocas empresas registradas en bolsa, con actividades diferentes entre ellas, lo cual la hace poco comparables, esta razón pierde importancia.

#### **d.1.3. Modelo de valoración de acciones mediante el flujo de caja libre**

Se considera uno de los modelos más recomendables para valorar una empresa, ya que no es afectado por las distorsiones que presentan los estados financieros como los gastos no derogables. Además, considera los proyectos de inversión futuros. Puede entenderse como el flujo de caja después de impuestos que les correspondería a los accionistas si la empresa careciere de deuda. Se calcula restando al flujo de caja bruto, la inversión bruta:

$$\text{Flujo de Caja Bruto (FCB)} = \text{Ing} - \text{Gas} - \text{Imp} + \text{Prov}$$

Donde:

- Ing: Ingresos
- Gas: Gasto
- Imp: Impuestos
- Prov: Provisiones y amortizaciones

$$\text{Inversión Bruta (IB)} = \text{Cap Cir} + \text{Inv AF} + \text{Inv OA.}$$

Donde:

- Cap. Cir: Aumento del capital circulante
- Inv AF: Inversión en Activo Fijo
- Inv OA: Inversión neta en otros activos

Entonces se tiene:

$$\text{Flujo de Caja Libre (FCL)} = \text{FCB} - \text{IB}^{10}$$

La tasa de descuento aplicada al FCL, debe reflejar el costo de capital promedio ponderado; es decir, la medida ponderada del costo de las diferentes fuentes de financiación a las que ha acudido la empresa.

Este es uno de los métodos más comunes y aplicables a las empresas costarricenses que negocian acciones en la Bolsa Nacional de Valores, ya que permite realizar estimaciones futuras con cierto grado de certeza, en especial si se logran establecer tendencias o ciclos en la operación. La elaboración de las proyecciones implica un análisis profundo de la empresa que incluye aspectos cualitativos y cuantitativos.

### **Costo de capital promedio ponderado (WACC), $k_a$**

Refleja el costo promedio futuro esperado de los fondos a largo plazo; se obtiene ponderando el costo de cada tipo específico de capital con su proporción en la estructura de capital de la empresa.

Para el cálculo del costo promedio ponderado, se debe multiplicar el costo específico de cada forma de financiamiento por su proporción en la estructura de capital de la empresa y luego sumar los valores ponderados. Como una ecuación,

el costo de capital promedio ponderado,  $k_a$ , se puede especificar de la siguiente manera:

$$K_a = (w_i \times k_i) + (w_p \times k_p) + (w_s \times k_{ron})$$

Donde:

$w_i$  = proporción de la deuda a largo plazo en la estructura de capital

$w_p$  = proporción de la acción preferente en la estructura de capital

$w_s$  = proporción del capital en acciones ordinarias en la estructura de capital

$$w_i + w_p + w_s = 1.0$$

$k_i$  = costo de la deuda

$k_p$  = costo de acciones preferentes

$k_r$  = costo de utilidades retenidas

$k_n$  = costo de nuevas acciones ordinarias

Se deben observar tres puntos importantes:

1. Por conveniencia, es mejor convertir las ponderaciones en forma decimal y dejar los costos específicos en términos de porcentaje.
2. La suma de las ponderaciones debe ser igual a 1.0, considerando todos los componentes de la estructura de capital.
3. Las ponderaciones del capital en acciones ordinarias,  $w_s$ , de la empresa se multiplica por el costo de las utilidades retenidas,  $k_r$ , o por el costo de la nueva acción ordinaria,  $k_n$ . El costo que se debe usar depende de si el capital en acciones ordinarias de la empresa se financiará mediante utilidades retenidas,  $k_r$ , o mediante nuevas acciones ordinarias,  $k_n$ .

## Esquemas de ponderación

Las ponderaciones relacionadas con el cálculo del costo de capital se determinan con base en el valor en libros o en el valor de mercado y utilizando proporciones históricas u objetivo.

- Valor en libros comparado con valor de mercado

Las ponderaciones del valor en libros utilizan valores contables para medir la proporción de cada tipo de capital en la estructura financiera de la empresa. Las proporciones del valor de mercado miden la proporción de cada tipo a su valor de mercado. Las ponderaciones del valor de mercado son atractivas porque los valores de mercados de instrumentos financieros se aproximan mucho a la cantidad monetaria real que se recibe de su venta. Además, los costos de los diversos tipos de capital se calculan utilizando los precios de mercado prevalecientes y los flujos de efectivo e inversiones a largo plazo a los que se aplica el costo de capital se estiman en términos de valores de mercado actuales y futuros.

- Ponderaciones históricas y objetivo.

Las ponderaciones históricas pueden ser del valor en libros o del valor de mercado basadas en proporciones de estructura de capital reales. Las ponderaciones objetivo, que también pueden ser en valor en libros o de mercado, reflejan las proporciones de estructura de capital deseadas de la empresa, basadas en la estructura de capital óptima que desean alcanzar.

Desde el punto de vista teórico, el esquema de ponderación preferida son las proporciones de valor de mercado objetivo.

#### d.1.4. Método según el valor capitalizado ó de descuento de dividendos finitos.

El valor capitalizado o valor de rendimiento esta constituido por las rentas futuras ( $R_t$ ) actualizadas a la época de valoración de la empresa.

$$\text{Valor Capitalizado}$$
$$\Sigma = \frac{R_t}{(1+k)^t} \quad i = 1$$

Este valor de rendimiento, depende de tres variables:

- Rentas futuras: que pueden referirse a los beneficios futuros o a los flujos futuros de caja libre.
- Tasa de descuento: debe ser aquella que permita al comprador remunerar los capitales que invierte, cubrir el riesgo que corre y compensar su falta de liquidez.
- Tiempo: se menciona la estimación de rentas futuras para 3 ó más años en empresas pequeñas o medianas, mientras que para empresas grandes se recomienda un rango entre 5 y 8 años.

De acuerdo con expertos en el campo de la valoración de acciones, este método es poco aplicable en las empresas costarricenses, ya que es más utilizado en el análisis de empresas finitas; es decir, aquellas que dependen de la concesión o contrato para un proyecto especial. En nuestro país, a la fecha no existe ninguna empresa con dichas características que negocie acciones en la Bolsa Nacional de Valores.

#### **d.1.5. Método según el valor sustancial**

Esta metodología consiste en inventariar los elementos del activo para luego calcular el valor de estos elementos a la fecha de cálculo. Este proceso dará un valor que se identifica con el valor sustancial. Por lo tanto los pasos para calcular el valor sustancial se resume en:

- Inventariar los elementos patrimoniales afectos a la explotación.
- Valorar dichos elementos.

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados; es decir, esta constituido por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados. No se consideran los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa.

El método representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones. Normalmente se considera el valor sustancial como el valor mínimo de la empresa.

Valor sustancial bruto = Activos operativos totales

Valor sustancial neto = Activos operativos totales - Pasivos

La aplicación de este método exige un profundo análisis de cada partida del balance, así como de investigación en el mercado para poder asignar el valor real de éstas. El grado de dificultad que presenta, limita su uso como herramienta para los participantes en el mercado de valores.

#### **d.1.6. Modelo de crecimiento múltiple**

Cuando se utiliza el modelo de crecimiento múltiple es necesario el cálculo de varias tasas de crecimiento “g” mediante el uso de métodos estadísticos. Para realizar la valoración mediante este método, es necesario tener conocimiento y datos disponibles sobre la política de dividendos que aplica la empresa, la razón de pago de dividendos, sus utilidades, los estados financieros y los flujos de caja operativos proyectados.

El problema de la aplicación de este modelo en nuestro país es que asume que los excedentes de dinero se entregan en dividendos a los accionistas, lo cual no es necesariamente cierto, dado que las políticas, generalmente, no se orientan a la maximización de la riqueza de los accionistas en forma de incrementos en el precio de la acción.

#### **d.2. Modelo de valoración de acciones preferentes**

Por lo general, las acciones preferentes ofrecen pagos fijos y periódicos de dividendos, presentando un comportamiento similar al de los bonos perpetuos respecto del pago de intereses. El valor de estos títulos accionarios se obtiene al aplicar la siguiente fórmula:

$$V_{ap} = \frac{D_{ap}}{i_{ap}}$$

Donde:

$V_{ap}$  : Valor o precio de la acción preferente

$D_{ap}$  : Dividendo de la acción preferente

$i_{ap}$  : Tasa de rendimiento requerida

## **D. Estructura de financiamiento de las sociedades anónimas**

Las empresas, cualquiera que sea su naturaleza o actividad mercantil, requieren de financiamiento a largo plazo, sea propio o externo, para el desarrollo y ejecución de sus proyectos, siendo el capital de deuda y el capital accionario, las formas más comunes de financiamiento.

### **1. Capital de deuda**

Este tipo de financiamiento, también conocido como pasivo a largo plazo, incluye toda clase de endeudamiento externo que genera para la empresa una obligación financiera por los recursos dados en préstamo por el acreedor o prestamista y que para la cancelación de dicha obligación se define un plazo limitado de tiempo.

El financiamiento mediante deuda le permite a la empresa conservar el control de la misma, por cuanto los acreedores no tienen ni voz ni voto en la administración. Además, la obligación que adquiere la empresa es por tiempo limitado con condiciones previamente establecidas y los gastos financieros derivados de este tipo de financiamiento se traducen luego en escudo fiscal y en una disminución en la carga impositiva. Por el contrario, el financiamiento mediante deuda, da a los acreedores un derecho prioritario sobre las utilidades y los activos de la empresa para la cancelación de la obligación contraída, en caso de que ésta se declare en quiebra o sea requerida su liquidación.

### **2. Capital accionario**

Constituye otro método mediante el cual las empresas obtienen recursos para el financiamiento de sus operaciones y consiste en el aporte de recursos por parte de los propietarios o dueños de la empresa por medio de la adquisición de acciones, para lo cual la empresa se ve en la necesidad de emitir acciones sean comunes o preferentes.

Las ventajas de este tipo de financiamiento son: la empresa obtiene recursos a cero costo, al menos financiero porque no debe obviarse que la emisión de acciones lleva implícito una serie de costos, mas estos no son tan significativos, y que constituye una forma indefinida de financiamiento. No obstante, en caso de quiebra o liquidación la empresa se encuentra en obligación de cumplir en primera instancia con los acreedores, dejando en un segundo plano el derecho de los accionistas sobre las utilidades y activos.

#### **a. Políticas de dividendos**

La emisión de acciones incluye la formulación, por parte de la empresa emisora, de una política de dividendos que pretende la satisfacción de los accionistas que esperan recibir flujos de efectivo derivados de la adquisición de las acciones, pero sin sacrificar las decisiones de inversión y financiamiento.

El dividendo es el pago que recibe un accionista por parte de la empresa y una política de dividendos es definida como la “relación existente entre los beneficios retenidos, por un lado, y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones, por otro”. O bien podría definirse como un plan de acción y condiciones que define la empresa para actuar en relación con el tratamiento de las utilidades retenidas y la distribución de dividendos entre los accionistas. Estos planes consideran una serie de factores, los cuales dependen de los propósitos, tanto de financiamiento como de operación, que tenga la empresa.

Gitman (2003, p. 469 - 471) plantea algunos de los factores que son o deben ser considerados para la formulación de una política de dividendos, a saber:

- Restricciones legales: constituyen toda aquella consideración que la legislación de cada país establece y que directa o indirectamente influye en el tratamiento y pagos de dividendos.

- Restricciones contractuales: son determinadas por la obligación que adquiere una empresa frente a los acreedores y se determinan mediante cláusulas restrictivas en contratos de préstamo.
- Restricciones internas: el pago de dividendos, en general, está limitado por la cantidad de activos circulantes que posea la empresa; ya que es muy difícil conseguir recursos financieros externos para el pago de dividendos, por cuanto estos no representan para el prestamista generadores de beneficios tangibles.
- Perspectivas de crecimiento de la empresa: debe considerarse cuánto espera crecer la compañía y cuánto deberá invertir en activos. Esto porque, dependiendo del tamaño y la estructura y solidez financiera de la empresa, si las expectativas de crecimiento son altas, es probable que la empresa requiera una cantidad mayor de recursos y por ende dependa más de las utilidades retenidas, lo que consecuentemente limitaría la capacidad para distribuir dividendos entre los accionistas.
- Consideraciones de los propietarios: la política de dividendos que se defina debe favorecer la riqueza de la mayoría de los accionistas y por tanto debe considerar, entre otras cosas, la situación actual de la sociedad y los accionistas, sus planes de inversión a futuro o las expectativas de ganancia y control de los socios.
- Consideraciones de mercado: debe tomarse en cuenta lo que los inversionistas buscan y esperan de las empresas, así como la percepción que manejen de los pagos de dividendos que realice una empresa.

### **a.1. Tipos de políticas de dividendos**

Como se mencionó en párrafos anteriores, la política de dividendos depende de cada empresa; sin embargo, es posible identificar tres tipos de políticas que son comúnmente utilizadas.

- Política de razón de pago de dividendos constante: establece la definición de un dividendo por acción, mediante el cálculo del porcentaje de las utilidades que será distribuido entre los accionistas en cada periodo de dividendos. La desventaja de este tipo de política es que el precio de las acciones podría verse afectado de manera negativa, si las utilidades presentan disminuciones o si la empresa experimenta pérdidas en un determinado periodo.
- Política de dividendos regulares: establece un pago fijo de dividendos, reduciendo la incertidumbre de los propietarios de las acciones. En este caso, se determina un porcentaje de utilidades que serán distribuidas, pero a diferencia del método citado anteriormente, el monto monetario de los dividendos no es fluctuante.
- Política de dividendos regulares bajos y adicionales: se define un dividendo fijo bajo y se complementa con un dividendo adicional cuando las utilidades son más altas de lo normal. Este tipo de política da al accionista mayor seguridad y confianza en la empresa, brindando la posibilidad de recibir un pago adicional, si los resultados de la empresa sobrepasan los objetivos de ganancias esperados.

## a.2. Tipos de dividendos

Existen varios métodos mediante los cuales las empresas distribuyen dividendos, a saber: en efectivo, en acciones, en recompra o utilizando el *split* de acciones.

- Dividendos en efectivo: es una de las formas que tienen las empresas para distribuir un porcentaje de sus beneficios, mediante la salida de fondos. Representa una disminución en su patrimonio neto, pues distribuye las utilidades o ganancias del período entre los accionistas, mediante el pago en efectivo del monto pactado.

- Dividendos accionarios: corresponde al pago de dividendos mediante acciones y no representa salida de fondos. En cambio, implica una capitalización de las ganancias, ya que en términos contables la empresa pasa recursos de resultados acumulados a capital. El pago de dividendos incrementa el número de acciones; sin embargo, la participación de los socios permanece constante porque éstas se distribuyen en relación con la participación inicial.
- Recompra de acciones: consiste en la compra de las acciones en poder de los accionistas por parte de la empresa emisora y su objetivo es usar esas acciones en adquisiciones, para utilizarlas como incentivo para los empleados o simplemente para retirarlas de circulación. Este tipo de dividendo podría considerarse como un pago en efectivo, pues es aplicado por la empresa cuando maneja un excedente de recursos líquidos.
- *Splits* o partición de acciones: no es precisamente un tipo de dividendo; sin embargo, su efecto sobre el precio de las acciones (similar al de los dividendos accionarios), hace necesario considerarlo como un método que aumenta la cantidad de acciones de la empresa, sin afectar la estructura de capital. Consiste en intercambiar una acción antigua por un número determinado de nuevas acciones con el fin de disminuir el valor actual de las acciones en circulación.

Cualquiera que sea el tipo de dividendo utilizado por la empresa, el precio de las acciones se verá afectado, en mayor o menor medida, dependiendo la política que se haya definido.

# **CAPÍTULO III**

## **MARCO LEGAL**

### CAPÍTULO III

El siguiente capítulo tiene como propósito el planteamiento general del marco regulatorio aplicable al mercado accionario costarricense, incluyendo la legislación referente a la creación de emisores accionarios (sociedades anónimas), a la emisión y negociación de acciones y al funcionamiento del mencionado mercado y a la influencia que la legislación tributaria tiene sobre este mercado.

En Costa Rica, el mercado de valores se ha visto sujeto en los últimos años a una serie de modificaciones que le han permitido un mejor funcionamiento tales como la aprobación de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores N° 7732. Esa ley además impuso la estandarización de la deuda como un requisito para hacer oferta pública, abrió la posibilidad de realizar anotación electrónica en cuenta de los valores y estableció un conjunto de normas tendientes a ampliar la protección del inversionista.

#### **A. Marco regulatorio del mercado bursátil costarricense aplicable a la negociación de acciones**

La negociación de acciones en Costa Rica es una actividad que se encuentra regulada por un marco legal establecido, en el cual se incluye el conjunto de leyes, reglamentos y normativa que pretenden brindar seguridad y confianza, tanto al inversionista como a los emisores, por cuanto plantea las obligaciones de cada parte, al funcionamiento y a las transacciones que se llevan a cabo en dicho mercado.

Asimismo, existe una estructura de regulación para el establecimiento y operación de las sociedades anónimas o emisores de acciones y para el

tratamiento de los dividendos derivados de las emisiones accionarias que se negocian en la Bolsa Nacional de Valores.

En los siguientes apartados se comenta de manera general el contenido de documentos normativos que han sido emitidos, con el propósito de regular la operatividad del sistema bursátil, con referencia específica al mercado de acciones de Costa Rica, las sociedades anónimas como emisores de acciones, y la funcionalidad del mercado accionario costarricense.

## **1. Código de Comercio**

Fue emitido el 30 de abril de 1964, con el propósito de establecer el ordenamiento jurídico básico que habilita y regula la constitución y el funcionamiento de bolsas de valores en Costa Rica y de las sociedades anónimas, como elementos conformadores del mercado accionario costarricense.

### **a. De la Bolsa Nacional de Valores**

El Código de Comercio de Costa Rica establece que toda bolsa de comercio debe constituirse como sociedad anónima abierta, en apego a las normas legales que rigen a estas sociedades.

La Bolsa Nacional de Valores es, según lo que establece dicho Código, una bolsa de valores, regulada en principio por la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 y está autorizada por ley para realizar todo tipo de contrato que involucre títulos valores del Estado, de sus instituciones y de aquellas empresas que así se inscriban.

El Código limita a la Bolsa Nacional de Valores y a sus agentes a suministrar listas de accionistas de las sociedades cuyos valores hubieren sido registrados en ella.

## **b. De las Sociedades**

El Código de Comercio en su capítulo III, hace referencia a las sociedades mercantiles permitidas en Costa Rica, regulando los aspectos relacionados con el proceso de inscripción, la funcionalidad de las sociedades que operan en nuestro país, las posibles causas de las modificaciones de las sociedades inscritas en el Registro Mercantil, entre otras.

El Código es claro en cuanto a las condiciones que debe de cumplir una persona física o jurídica al integrarse como accionista de una compañía, esto, definiendo los aportes que debe de realizar o bien los parámetros que debe de seguir para este propósito. De la misma manera, el capítulo referido cita las situaciones bajo las cuales un accionista puede ser excluido de una determinada sociedad. Adicionalmente, este capítulo recopila en forma muy general el papel del accionista, considerando los derechos y las limitaciones de estos.

Otro de los aspectos considerados dentro de este capítulo, se relaciona a las disposiciones para los aumentos o disminuciones de capital social, siendo este uno de los factores más importantes a tomar en cuenta para la atracción de accionistas y por ende de financiamiento.

### **b.1. De las Sociedades Anónimas**

El Código de Comercio en su Capítulo VII, hace referencia a las sociedades anónimas, las cuales son objeto de estudio de la presente investigación. En este

se establecen las consideraciones referentes a las sociedades anónimas, su creación, responsabilidades, deberes, funciones, estructura funcional, entre otras.

Aquellas empresas que pretendan realizar colocaciones accionarias en el mercado de valores costarricense, debe en primera instancia conformar una sociedad anónima sujeta a lo dispuesto en el citado Código.

Dentro de los aspectos generales se encuentran la forma de denominación, la cual debe de ser distinta de la de cualquier sociedad preexistente, de manera que no se preste a confusión; es propiedad exclusiva de la sociedad e irá precedida o seguida de las palabras "Sociedad Anónima" o de su abreviatura "S.A.", y podrá expresarse en cualquier idioma, siempre que en el pacto social se haga constar su traducción al castellano.

Otro de los aspectos importantes, es el que se refiere a las disposiciones que el Código de Comercio establece en relación a la formación de una sociedad anónima y de la forma en la cual las mismas se deben de constituir. Este se debe de realizar a través de una escritura pública bajo notario público y debe contener todos los aspectos o disposiciones contemplados en el Código. De la misma manera las Sociedades Anónimas se regulan a través de una junta directiva la cual entre sus potestades más importantes tiene la regulación del aumento y disminución de capital.

Las sociedades anónimas como entes jurídicos y no físicos tienen que ejecutar sus decisiones por medio de personas físicas que son el instrumento para lograr la consecución del objeto y los fines de éstas. En el caso de las sociedades anónimas, la administración se le concede al Consejo de Administración o Junta Directiva que es un órgano colegiado. También conforme lo dispongan sus

estatutos, se pueden otorgar cualquier clase de poderes para actuar en representación de esa sociedad conforme el mismo poder lo haya dispuesto.

Por más que se le otorgue a un administrador facultades de apoderado generalísimo sin limitación de suma, este tiene limitaciones lógicas y no le da poder para actuar y disponer del patrimonio de ésta y realizar actos "notoriamente extraños al objeto social", como lo llaman otras legislaciones.

Finalmente el Código considera que la representación de una sociedad está únicamente otorgada para "administrar", lo que significa que todos los actos que se realicen deberán estar en función del objetivo y los fines que se haya planteado la sociedad. Como persona jurídica de comercio, estos actos deben de tener como fin el lucro. No se concibe un acto de esta sin la obtención de ganancias.

Como puede verse, el administrador de una sociedad tiene límites. Sus actos deben de ser actos de administración y jamás de disposición, pues serian actos nulos porque la esencia de su poder es exclusivamente para administrar.

### **c. De las Acciones**

El Código de Comercio en la sección II hace referencia a las acciones y considera como punto de partida el concepto de una acción, considerando sobre estas, los tipos de acciones, los beneficios y limitaciones que las acciones comunes (ordinarias), y preferentes tienen en la legislación costarricense.

El Código hace referencia a la prohibición de acciones indivisibles (varios propietarios sobre una misma acción), lo cual, sin lugar a duda, constituye una

fuerte limitante para aquellos inversos que desean o ven la opción de adquirir participación accionaria junto con otra persona.

Es importante considerar la posición de que por Ley se considera que las sociedades no pueden comprar o adquirir sus propias acciones, puesto que las mismas representan su propio capital. Lo expuesto anteriormente se constituye una excepción si la Asamblea de Accionistas expresa su consentimiento, como es el caso de la recompra de acciones para su retiro de circulación.

Otro factor a considerar es que ninguna puede ser dueña de más del cincuenta por ciento de su propio capital, esto aplicará siempre y cuando la junta directiva o bien la asamblea de accionistas así lo dispongan. De la misma manera las sociedades están obligadas a llevar los registros necesarios de las acciones nominativas que se emitan. Cuando en la escritura social se pacte que la transmisión de acciones debe de realizarse con la autorización de la Junta, el titular de una acción que desea transmitir la acción debe de comunicarlo por escrito a la Junta de la sociedad.

## **2. Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732**

Esta ley, aprobada el 8 de Diciembre de 1997, entra en vigencia el 27 de Marzo de 1998 y busca crear en nuestro país una regulación efectiva para el mercado de valores, desarrollando el mercado bursátil en Costa Rica y buscando proveer a la Superintendencia General de Valores de instrumentos que le permitan velar por la estabilidad del sistema y proteger el ahorro público que se canaliza a través del mercado de valores.

Esta ley tiene una definición amplia, flexible y dinámica de oferta pública porque cubre el mercado primario y el secundario, permite variar a medida que desarrolla el mercado y porque una emisión que es oferta pública en el mercado

primario, puede dejarlo de ser en el mercado secundario, si en este último se da la concentración de pocos inversionistas, y el volumen y la frecuencia de negociación son casi inexistentes.

Producto de esta ley se crea la Superintendencia General de Valores, como el órgano de máxima desconcentración del Banco Central de Costa Rica, para fiscalizar los mercados de valores y la actividad de personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente entre ellos.

Este nuevo papel delegado en la SUGIVAL origina que el mercado se desarrolle en forma ordenada, oportuna y eficiente, protegiendo así los intereses de inversionistas e inversores.

De acuerdo a esta ley, los emisores tienen la responsabilidad de divulgar información relevante al Superintendente, quien velará por la transparencia del mercado para proteger al inversionista frente a los puestos de bolsa y frente al mercado en general.

La Ley 7732 brinda los instrumentos necesarios para preservar la estabilidad del sistema. La Superintendencia General de Valores tiene la responsabilidad de velar por la solvencia de los puestos de bolsa y la habilita para que autorice o no a las empresas para que ofrezcan acciones al público.

También, la Ley Reguladora del Mercado de Valores introduce una innovación: la figura de oferta pública de participaciones significativas de una empresa. Esta sección se incluyó con el objeto fundamental de proteger a los pequeños inversionistas y a las propias empresas que cotizan sus acciones en los mercados bursátiles, de adquisiciones hostiles y otro tipo de situaciones que pueden lesionar el desarrollo ordenado de las compañías.

Con respecto a la oferta pública de valores, en el Artículo 13 se establece que no podrá ser falsa ni inducir a error en cuanto a características de la emisión, su emisor o las actividades de quien ofrece servicios. La autorización para realizar oferta pública no implica calificación de la bondad de la emisión ni la solvencia del emisor o intermediario. Asimismo, se le confiere a la Superintendencia la función de velar porque los riesgos y las características de cada emisión queden suficientemente explicados en los precios de emisión.

La ley establece, que sólo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario, las emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella, para lo cual se deberán cumplir una serie de requisitos establecidos por dicha ley.

Esta misma ley, define con claridad que las bolsas de valores tienen por único objeto facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación, conferidas por la ley, sobre los puestos y los agentes de bolsa.

En el mismo capítulo II (Artículos 28 al 33), se establecen los requisitos que debe cumplir una bolsa de valores para que la Superintendencia General de Valores autorice su funcionamiento. También se incluyen las funciones y atribuciones de las bolsas de valores, entre las cuales está la autorización del funcionamiento de los puestos de bolsa y de los agentes de bolsa. Cabe destacar que las bolsas de valores tienen la prohibición de fijar o recomendar las tarifas que los puestos de bolsa cobrarán a sus clientes. Además, puntualiza las actividades de los puestos de bolsa, los cuales están fiscalizados por la Superintendencia y por la respectiva bolsa de valores en todas sus operaciones y actividades.

Cabe destacar que la Ley Reguladora del Mercado de Valores incluye en su Título VI, Capítulo I las Normas de Conducta, que deberán ser respetadas por los participantes en el mercado de valores. El artículo 101 establece que las bolsas de valores deberán establecer reglamentos internos con normas de conducta, de acatamiento obligatorio para directores, personeros, asesores y empleados, así como para los puestos y agentes de bolsa.

En el Título VI de Normas de Conducta, también se define que la información privilegiada es toda información concreta, referente a uno o varios valores o a sus emisores, que no haya sido dada a conocer al público.

Los procesos de liquidación de todas las operaciones en los mercados de valores se realizan a través del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores cuyos miembros son: las sociedades de compensación y liquidación, y las bolsas de valores.

Dicha ley incluye medidas precautorias (Artículo 155), en las cuales se indica que la Superintendencia General de Valores, en caso de desorden grave del mercado o para evitar daños de imposible o difícil reparación a los inversionistas, o cuando tenga indicios de la comisión de un delito, o en otros casos previstos en esta Ley, puede ordenar una serie de medidas precautorias, hasta por un plazo máximo de dos meses.

### **Inmovilización o desmaterialización de acciones**

En noviembre del 2000 la Bolsa Nacional de Valores S.A. creó el sistema de inmovilización y negociación electrónica de acciones, el cual permite la negociación de acciones mediante traspasos electrónicos de una cuenta a otra

mediante la representación de la emisión accionaria por un único certificado accionario (tipo macrotítulo), el cual es depositado y administrado en la Central de Valores (CEVAL).

Es sistema se creó con la intención de facilitar la operativa tanto para el emisor como para el inversionista, disminuyendo los riesgos de la circulación del papel.

Algunos beneficios de esta representación electrónica se ven reflejados en los diferentes participantes del mercado de valores.

Para el mercado de valores como un todo los títulos se pueden vender y comprar el mismo día, el intermediario puede transar una o todas las acciones, aumenta el número de transacciones versus el volumen negociado y la masa de compradores y vendedores forman precio.

En relación con el inversionista, se da la liquidez en sus valores y la existencia de valor de realización, menor volatilidad del precio por lo tanto menor riesgo y se eliminan problemas de seguridad.

En cuanto al emisor, se valora la acción y la capacidad de financiamiento, se logra la flexibilidad en las transacciones lo cual evita que el precio de mercado de las acciones se vea afectado por riesgo de iliquidez, la acción líquida se convierte en una alternativa atractiva de inversión, la compra y venta de acciones de acciones se puede realizar el mismo día lo cual provocará que cualquier nueva emisión de acciones se pueda realizar sin problemas de colocación y elimina la logística de traspaso de títulos.

Los títulos accionarios podrán ser emitidos en forma individual y física únicamente en los siguientes casos:

- a. En el caso de quiebra del emisor, siempre que el título accionario individual se requiera para efectos del reclamo correspondiente dentro de un proceso judicial o de un proceso de conciliación o arbitraje.
- b. A solicitud del propietario del valor, siempre que el título accionario individual se requiera para la demostración de su legitimación ante un órgano administrativo o judicial o dentro de un proceso de conciliación o arbitraje.

De conformidad con el artículo 138 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, el propietario de valores accionarios representados por medio de certificados accionarios inmovilizados en la Central de Valores se acreditará su titularidad por medio de la constancia que emita el puesto depositario. No obstante, si la autoridad judicial o administrativa o el órgano encargado del proceso de conciliación o arbitraje requieren la presentación física de la acción, el propietario del valor o la persona que ostente su representación podrá solicitar su emisión.

La solicitud se hará ante el puesto depositario, quien la trasladará a la Central de Valores o al emisor. En los casos cubiertos por el inciso a) se establece que la emisión física la realizará la Central de Valores, de acuerdo con el procedimiento que ésta establecerá y que deberá aprobar el Superintendente y en casos relacionados con el inciso b) la emisión física la realizará el emisor, el cual deberá remitir a la Central de Valores un nuevo certificado accionario, que excluya las acciones emitidas individualmente.

En ambos casos el solicitante deberá presentar la documentación que acredite la existencia del reclamo judicial o administrativo o del proceso de acreditación o

arbitraje, así como la solicitud del órgano correspondiente para la exhibición del título físico.

### **3. Reglamento de Oferta Pública de Valores.**

Dicho reglamento tiene como objetivo definir los alcances, requisitos y trámites para la oferta pública de valores. El cual presenta dos condiciones: realizarse desde el territorio costarricense y dirigirse a personas domiciliadas en Costa Rica.

Establece una serie de requisitos que se deben cumplir, lo cual obstaculiza la inscripción de muchas pequeñas y medianas empresas, en relación con información financiera y documentación legal.

El idioma oficial en el cual se debe presentar toda la documentación es el español, lo cual imposibilita que un emisor extranjero que tiene su prospecto en otro idioma, pueda participar en dicho proceso. Lo anterior constituye un aspecto positivo para el mercado accionario costarricense por que incentiva la entrada de sociedades extranjeras al mercado bursátil.

La situación actual del mercado de valores, motivó a la Superintendencia de Valores a crear un nuevo Reglamento de Oferta Pública de Valores, con lo cual se cree iniciará lo que será la segunda generación de normativa del mercado de valores costarricense, luego de que en 1998 se publicara la Ley que en estos momentos está vigente. El gran objetivo es incentivar un verdadero mercado de valores en Costa Rica, motivando la participación de las empresas medianas en el mercado bursátil y ofreciendo títulos extranjeros a los inversionistas locales.

El Nuevo Reglamento de Oferta Pública es el inicio de un proceso de transformación que persigue una internacionalización del mercado de valores, incentivando a las empresas para acudir a la bolsa y a los inversionistas que las puedan financiar.

Para estimular entonces una mayor participación de compañías, el nuevo reglamento de Oferta Pública de Valores contempla, entre otros temas, una racionalización de los requisitos para la autorización de oferta pública de valores, la posibilidad de inscribir nuevos productos y una mayor flexibilidad para la inscripción de títulos extranjeros. Es decir, busca favorecer el ingreso de más empresas nacionales al mercado de valores así como estimular a los puestos de bolsa a crear opciones de inversión novedosas y poner a disposición de los inversionistas locales títulos de otros países.

El nuevo reglamento de Oferta Pública de Valores propone reducir una serie de trámites y bajar los costos de participación con el fin de incentivar la llegada de más emisores, Algunos de los factores relacionados al mercado de acciones que se pueden mencionar son los siguientes:

- Se piden menos trámites con el fin de reducir la cantidad de documentos, tales como: certificaciones de activos de bienes muebles e inmuebles, otros contratos y certificaciones notariales.
- Incorpora los conceptos de productos estructurados, los cuales en el reglamento vigente no se mencionan (titularización de ingresos futuros, titularización de hipotecas, garantías financieras y fideicomisos de garantías, entre otros).
- La nueva propuesta permite a un emisor extranjero que tiene su prospecto mantener su prospecto en idioma original.
- Se flexibiliza el registro de programas de emisión.

#### **4. Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.**

La Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 establece en el artículo 6 que toda persona física o jurídica que participe de manera directa o indirecta en los mercados de valores, deberá estar debidamente inscrita en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y toda la información que se mantenga en dicho Registro será de carácter público y por tanto de accesibilidad ilimitada para toda persona física o jurídica que considere conveniente su revisión y análisis.

Derivado de esto, el 4 de diciembre del 2004 entra en vigencia el Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en el cual se detallan las condiciones e información que deben brindar las personas físicas o jurídicas para obtener la autorización de participar en el mercado de valores y realizar las emisiones respectivas, en concordancia con el artículo de la ley antes mencionado.

Las sociedades anónimas que emiten acciones preferentes o comunes con el propósito de colocarlas en la Bolsa Nacional de Valores, se incluyen en la lista de personas y entidades sujetas a inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, ya que la acción podría entenderse como un título valor nominativo; es decir, que reconocen un derecho a favor de una persona determinada (el inversionista que adquiera la acción), y por tanto se encuentran sometidas al cumplimiento de lo dispuesto en este reglamento.

Mediante la aplicación del reglamento citado, se da mayor seguridad al sistema bursátil y en consecuencia a mercado de acciones en Costa Rica, ya que mantiene un control de sus participantes emisores, favoreciendo al inversionista, por cuanto complementa la regulación aplicable a la emisión de acciones y en cierta parte obliga a los emisores de títulos valores y de acciones a mantener

información actualizada, auténtica y veraz, con base en la cual los inversionista, sean nacionales o extranjeros, puedan valorar y sustentar las posibles decisiones sobre la elección de alguna opción de inversión disponible en el mercado y así elegir aquella que mejor resulte a sus propósitos para la colocación de sus recursos.

Este reglamento hace referencia a la presentación de información de acuerdo al Reglamento sobre el insumo de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información, y por lo tanto se puede decir que no representa una restricción mayor para las sociedades anónimas que consideren como fuente de financiamiento la emisión de acciones, por cuanto solo las obliga a inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (oficina especializada de la Superintendencia general de valores).

#### **5. Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información.**

El Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información, entró en vigencia desde el 13 de abril de 1999. A través de este se logra la estandarización de la información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información que deben cumplir los emisores de títulos valores para negociación en la Bolsa Nacional de Valores.

Este reglamento hace referencia a la obligación de los emisores a presentar de manera periódica información relevante (su operación, sus resultados financieros y sobre la emisión que realiza), ante la SUGEVAL, quién como ente regulador y fiscalizador del mercado de valores en Costa Rica, mediante los medios de comunicación que considere pertinentes, podrá ponerla a disposición del público, con el propósito de dotar a los inversionistas de una herramienta sustancial para

la toma de decisiones respecto a sus inversiones, garantizando la confiabilidad del sistema y de la información que se brinda para que se realicen las transacciones bursátiles.

A pesar de ser una herramienta más para dar mayor seguridad al inversionista y al sistema de negociación de títulos valores y de acciones, este reglamento representa una limitante para aquellas empresas familiares que aún considerando la posibilidad de financiamiento mediante acciones, no mantienen una cultura de apertura y divulgación de su información financiera.

No obstante, se considera necesario la aplicación de este tipo de regulación, la cual complementada con el desarrollo de una cultura bursátil, fomenta el progreso transparente del sistema de transacciones mediante bolsa que existe en el país.

## **B. Marco regulativo para las sociedades anónimas, la emisión de acciones y el pago de dividendos, incluyendo la tasa impositiva a la que están sujetas.**

Existe una estructura de regulación para el establecimiento, operación de las sociedades anónimas o emisores de acciones y para el tratamiento de los dividendos derivados de las emisiones accionarias que se negocian en la Bolsa Nacional de Valores.

### **1. Código de Normas y Procedimientos Tributarios**

El Código de Normas y procedimientos tributarios, en su artículo veintiuno, determina quienes están obligados a pagar tributos al fisco con los recursos que administren o de los que disponga. Entre estas personas se encuentran los representantes legales de las personas jurídicas y demás entes colectivos con

personalidad reconocida, por lo tanto las sociedades anónimas si tienen la obligación de pagar tributos al fisco, por ende estas están obligadas a cumplir, a nombre de sus representados y de los titulares de los bienes que administren o liquiden, los deberes que este Código y las leyes tributarias imponen a los contribuyentes.

## **2. Ley del Impuesto sobre la Renta No. 7092 y su reglamento**

Mucho se ha hablado de impacto desfavorable de la Ley del Impuesto sobre la Renta sobre la participación de las empresas en el mercado accionario costarricense, por cuanto se dice que esta ley establece una doble imposición de renta sobre los accionistas, al establecer en primera instancia un impuesto sobre las utilidades de la sociedad emisora, disminuyendo el monto neto a distribuir entre los socios, y posteriormente aplicando otro impuesto sobre el valor de la acción que adquiere un inversionista, limitando el desarrollo del mercado de acciones en Costa Rica, desmotivando a los inversionistas a destinar sus recursos para la adquisición de acciones y limitando la obtención de financiamiento mediante este mecanismo por parte de las empresas.

El artículo 2 de la citada ley, menciona que toda empresa física o jurídica, a excepción de los casos que la misma ley plantea, está sujeta al pago de impuestos sobre las rentas que genere de las actividades lucrativas a las que se dedique, independientemente de su naturaleza. En el artículo 5, incisos a y b, se define la escala porcentual para el cálculo del impuesto de acuerdo a rangos de ingresos brutos gravables, en la cual se determina un impuesto de renta imponible de un 10% hasta un 30% para personas jurídicas.

Además, la misma ley establece con respecto a la renta disponible, que cuando una sociedad anónima distribuye dividendos sobre las acciones inscritas en la Bolsa Nacional de Valores se debe aplicar una retención de un 5%.

Existen diversas posiciones y se argumenta que esto no es una doble imposición por cuanto un impuesto lo paga la sociedad y otro el socio. Sin embargo, debe considerarse el efecto de esta situación para el inversor, quien busca opciones para colocar sus excesos de recursos financieros que le permitan maximizar su riqueza. Ante esto, el inversionista valora los otros mecanismos que le ofrece el mercado, descartando quizás la adquisición de acciones. Adicionalmente, esto desmotiva a las empresas a colocar acciones, por cuanto no existe del todo condiciones que le garanticen el éxito de la operación.

No obstante, no debe obviarse la preocupación del gobierno actual ante la situación planteada, la cual además de obstaculizar el desarrollo del mercado accionario, limita el crecimiento económico de la nación por cuanto no es un tema que afecte solo la negociación de acciones, sino otras actividades económicas. Como respuesta a esto, está pendiente la presentación ante el Congreso un proyecto de renta global que pretende que el contribuyente pueda acreditar a su renta personal la porción de impuesto que pagó la empresa y que corresponde a la parte de la utilidad de su acción.

### **3. Instructivo para las sociedades que negocien sus acciones en bolsa, sobre los eventos societarios que inciden en el capital social y pago de dividendos.**

En febrero del 2001, fue comunicado por la Bolsa Nacional de Valores un documento que incluía una serie de instrucciones aplicables a las empresas emisoras de acciones para la negociación en bolsa, referentes a la comunicación

de los movimientos y actividades que realizan los emisores con respecto a la propia emisión o nuevas emisiones de acciones o pago de dividendos, y a la convocatoria y realización de las asambleas de accionistas. En este instructivo se establecen, principalmente, los plazos máximos de comunicación de los actos que realicen los emisores accionarios, de los cuales podría generarse algún efecto sobre la participación de los socios o propietarios de las acciones.

Con este instructivo se refuerza la línea de acción que se ha seguido desde hace poco más de una década, en la cual se obliga a las empresas inscritas en Bolsa a mantener información actualizada sobre aquellos aspectos a los cuales está vinculada una emisión, con el propósito de fomentar el desarrollo y fortalecimiento del mercado accionario costarricense, en el tanto se da seguridad al inversionista para depositar e invertir sus ahorros y recursos en empresas que emiten acciones y las negocian en la Bolsa para obtener recursos externos, sin costo financiero.

Por otro lado, esta normativa obliga a los emisores accionarios a cambiar su forma de visualizar el panorama de emisión de acciones para negociación en bolsa, en el cual antes de las reformas aplicadas al marco jurídico al que estaban sujetas, no les requería un marcado compromiso legal ni moral para con el inversionista o socio. Estos cambios regulatorios, arrastran también la necesidad de un cambio de la cultura bursátil costarricense.

**4. Directriz Interpretativa N° 23-03: “Tratamiento que debe darse a los intereses pagados por los contribuyentes, sobre las obligaciones financieras, cuando se haya efectuado pago de dividendos”.**

Dentro del marco legal de esta investigación se hace referencia a la Directriz Interpretativa No. 23-03, emitida en el 2003 por la Dirección General de

Tributación Directa, por cuanto involucra el tema de pago de dividendos para el cálculo del impuesto sobre la renta a las utilidades de una empresa, incorporando como gastos deducibles aquellos generados de las obligaciones financieras adquiridas para el financiamiento de las operaciones propias de la empresa.

Esta Directriz establece que si una empresa recurre a financiamiento externo para hacer frente al pago de dividendos acordados, en razón de la no disponibilidad de efectivo, debe deducirse el gasto por costos financieros, siempre que sea demostrada la utilización de esos recursos en operaciones habituales del negocio o para financiamiento de proyectos de inversión gravables.

La naturaleza de esta directriz se deriva de que la Dirección General de Tributación Directa, debía aplicar constantemente recalificaciones sobre los deducción de intereses generados de la adquisición de empréstitos<sup>1</sup> cuando a su vez se hubiera demostrado la cancelación de dividendos. Anterior a esta Directriz, la Administración Tributaria no consideraba como deducibles los gastos incurridos por la adquisición de préstamos dado que consideraba que la necesidad de recurrir a financiamiento externo, podía ser satisfecha con la capitalización del monto a distribuir en forma de dividendos o con el aporte de patrimonio personal de los socios. Sin embargo, esta actuación de la Administración Tributaria sobrepasaba la potestad otorgada por el ordenamiento jurídico, para incidir en las decisiones de una empresa en cuanto a financiarse mediante deuda o mediante capital.

---

<sup>1</sup> Un *empréstito* se define como una operación por la cual una empresa o el Estado recibe de los ciudadanos recursos financieros a título de préstamo.

Esta directriz da mayor libertad a las empresas para elegir sus fuentes de financiamiento y la manera en que los recursos obtenidos pudieran ser utilizados para la generación de más recursos, dando a las empresas emisoras de acciones una opción adicional para manejar su esquema de financiamiento, fuera a través de deuda o de capital.

# **CAPÍTULO IV**

## **MARCO METODOLÓGICO**

## CAPÍTULO IV

El presente capítulo presenta los aspectos metodológicos considerados para el desarrollo de la investigación. Se detalla el tipo de investigación que se realizó, las fuentes de información que se consultaron, las herramientas para la recolección de información y el proceso de análisis que se llevó a cabo para obtener los resultados finales.

### A. Tipo de investigación

El presente estudio, se caracterizó por ser de tipo no experimental, por cuanto se basó en una indagación empírica y sistemática sobre los elementos evaluados, cuyas características y comportamiento no son manipulables.

A parte de ser una investigación no experimental, el estudio guarda características de una investigación exploratoria, descriptiva y correlacional.

#### 1. Investigación exploratoria.

Una investigación exploratoria es aquella en la que se examina un tema que aún no ha sido investigado. Por eso, esta investigación se determinó de tipo exploratoria por cuanto durante su desarrollo se concluyó que no existe, al menos en Costa Rica, estudio alguno que presente de manera específica el impacto de la aplicación de métodos de valoración de acciones y de las políticas de dividendos utilizadas por las empresas que forman parte del mercado accionario costarricense, sobre su desarrollo financiero.

Además, derivado de lo anterior, fue necesaria la indagación, principalmente mediante fuentes secundarias, sobre aspectos generales del mercado en estudio

(su funcionamiento, legislación, entre otros), así como de características de las empresas accionarias, referentes a las emisiones de acciones que negocian en bolsa, las metodologías que cada una de ellas utiliza para la definición del precio de cotización de esos instrumentos, la política de pago de dividendos definida por cada empresa, así como elementos adicionales que permitieron establecer la relación entre dichas variables.

## **2. Investigación descriptiva**

La investigación descriptiva tiene como propósito describir situaciones y eventos. Por la naturaleza de la investigación así como por el objetivo central definido, esta investigación se consideró de carácter descriptivo, ya que una vez recopilada la información, fue necesaria la descripción del comportamiento de las variables relacionadas con la negociación de acciones, así como de las políticas de pago de dividendos que utilizan las empresas que cotizan acciones en la Bolsa Nacional de Valores. Dicha descripción, se realizó de manera individual para cada empresa.

## **3. Investigación correlacional**

La investigación correlacional busca medir el grado de relación que existe entre dos o más variables, sean entre los mismos sujetos o entre el grupo de sujetos al cual pertenece. Dado que uno de los propósitos del desarrollo de esta investigación es la identificación de la relación que pudiese existir entre las variables estudiadas y cómo el comportamiento de una de ellas se refleja o no en el comportamiento de las otras, se determinó que la misma se clasifica como una investigación correlacional. La presente investigación pretende explicar la relación e influencia que se presenta entre el método de valoración de acciones que utiliza una empresa con participación en el mercado accionario, la política de

dividendos fijada y los resultados financieros, determinando si estos tres elementos están o no vinculados y cuál es el efecto de uno sobre otro.

## **B. Fuentes de información**

Para el desarrollo del estudio se recurrió tanto a fuentes primarias como secundarias para la recolección e interpretación de los datos mediante los cuales se llevó a cabo el proceso de análisis y posteriormente de conclusiones.

### **1. Fuentes primarias**

Las fuentes primarias son utilizadas con el fin de ampliar o aclarar la información recopilada mediante fuentes secundarias. Entre las fuentes primarias consultadas para el desarrollo de esta investigación están: expertos en el campo de la negociación de acciones en Costa Rica, funcionarios del área financiera de las empresas que negocian sus acciones en la Bolsa Nacional de Valores, de la Bolsa Nacional de Valores y de la Superintendencia General de Valores.

### **2. Fuentes secundarias**

Las fuentes secundarias constituyen la base bibliográfica y documental de la presente investigación, por cuanto la mayor cantidad de información que se utilizó para la generación de resultados y conclusiones, se obtuvo mediante la consulta de libros relacionados con metodologías de investigación, métodos de valoración de acciones, políticas de dividendos, tesis e investigaciones académicas realizadas en torno al mercado accionario. Asimismo, se requirió de manera importante la consulta de artículos, trabajos, investigaciones e información disponible en diferentes sitios web, entre ellos el portal de la Bolsa Nacional de Valores, de la Superintendencia General de Valores, de los

periódicos de circulación nacional (La Nación, La Prensa Libre, El Financiero, principalmente), de empresas con experiencia en el mercado bursátil (Interbolsa, Mercado de Valores Grupo Financiero, Grupo Aldesa), de revistas electrónicas (actualidad económica, capitales.com, entre otras), y otros documentos no específicos ubicados a través de los buscadores de Internet, especialmente google.com.

### **C. Objeto de estudio**

La investigación se enfocó en las políticas de dividendos y los mecanismos de valoración de las acciones utilizadas en Costa Rica, como factores que influyen en el desarrollo financiero y en las opciones de financiamiento de las empresas que conforman el mercado accionario costarricense.

### **D. Sujetos de estudio**

#### **1. Población**

En la investigación se estudiaron y evaluaron, con información correspondiente al periodo comprendido entre Enero del 2002 y Diciembre del 2006 inclusive, todos los emisores accionarios inscritos en la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica pertenecientes al sector industrial o inmobiliario, con el fin de obtener información sobre los mecanismos de valoración de acciones utilizados, tanto para acciones comunes como preferentes, y sus políticas de dividendos, como herramientas para el desarrollo financiero de las mismas.

#### **a. Definición de la población**

Para definir adecuadamente la población anteriormente mencionada se deben tomar en cuenta los siguientes términos:

### **a.1. Parámetro**

Para llevar a cabo la investigación se toma cuenta como parámetro principal:

Todas las sociedades anónimas emisoras de acciones comunes y preferentes inscritas en la Bolsa Nacional de Valores a diciembre del 2006 y que pertenezcan al sector industrial o inmobiliario.

### **a.2. Alcance**

La investigación se realizó, específicamente, en las empresas que cumplía con las características de la población bajo estudio, las cuales fueron seleccionadas a criterio de los investigadores con información sobre el volumen transado en acciones, para el período 2006.

## **2. Muestra**

### **a. Unidad de muestreo**

Sociedad Anónima inscrita en la Bolsa Nacional de Valores que mantiene emisión de acciones comunes y preferentes en el mercado primario y secundario de Costa Rica.

### **b. Unidad Informante**

Los sujetos de información fueron todas aquellas personas relacionadas directa e indirecta con el tema en estudio y que laboran en la Bolsa Nacional de Valores, en la Superintendencia General de Valores y en las empresas emisoras de acciones seleccionadas, así como algunos expertos en el tema en estudio.

### **c. Marco muestral**

Listado de todos los nombres de las empresas inscritas en la Bolsa Nacional de Valores, que mantenían emisiones de acciones comunes y preferentes registradas en el Registro Nacional de Valores a diciembre del 2006. Es importante mencionar que la lista fue elaborada con datos disponibles en la página web de la Superintendencia General de Valores (Ver anexo 1).

### **d. Selección y tamaño de la muestra**

A continuación se detalla el procedimiento utilizado para la selección y la definición del tamaño y composición de la muestra que fue objeto de estudio de esta investigación.

#### **d.1. Tipo de Muestreo**

El muestreo aplicado a esta investigación para la definición de los elementos que se deben estudiar, es el muestreo no aleatorio de selección a juicio de los investigadores, ya que con la información obtenida a través de la consulta de fuentes secundarias se evidenció que el marco muestral es reducido por lo que, para la selección de la muestra se utilizó un parámetro discriminatorio, en el cual se consideró como aspecto principal el volumen transado en la negociación de acciones al final del 2006.

#### **d.2. Tamaño de la muestra**

Para definir el tamaño de la muestra, se agruparon las empresas del mercado accionario costarricense, tanto primario como secundario, de acuerdo con el sector al cual pertenecen (industrial, comercial, inmobiliario, bancario, financiero,

transporte y de explotación minera). Posteriormente, tomando en cuenta el promedio del volumen de transacciones acumulado a finales del 2006, se seleccionaron dos sectores a destacar: el sector industrial (4 empresas) y el sector inmobiliario (3 empresas).

El primero de ellos, integrado por empresas con trayectoria y reconocimiento nacional, el cual presentó el mayor volumen promedio transado en acciones negociadas en la Bolsa, y el otro sector, conformado por emisores que presentaron en promedio un menor volumen transado.

Para la selección de los sectores se utilizó una matriz que incluye el listado de las empresas que conforman el mercado accionario costarricense, indicando el volumen acumulado transado por cada una, a diciembre 2006. Se procedió a clasificar a los emisores por sector, para calcular un promedio simple del volumen transado por sector, mediante la aplicación de una operación aritmética, la cual suma los volúmenes transados por las empresas que lo conforman, dividiendo el resultado entre la cantidad de empresas de cada sector (Ver apéndice A), como se muestra a continuación:

$$\text{Promedio} = \frac{\sum \text{volumen transado de las empresas por sector}}{n}$$

Donde  $n$  representa el número de empresas que conforman cada sector.

De esta manera se obtuvieron los siguientes resultados:

**Cuadro 4. Volumen promedio transado por sector durante el período 2006  
- en millones de colones -**

Sector	Volumen total transado	No. de empresas que conforman el sector	Volumen promedio transado
Industrial	16.520,44	5	3.304,09
Financiero	12.529,92	6	2.088,32
Explotación minera	1.392,78	1	1.392,78
Inmobiliario	1.540,00	4	385,00
<b>Total</b>	<b>31.983,14</b>	<b>16</b>	

Fuente: Bolsa Nacional de Valores

Tomando como base los promedios simples calculados, se seleccionó el sector que presentaba el promedio más representativo (el mayor) y el menos representativo (el menor). Este criterio de selección se utilizó con el fin de valorar como se comportan las variables en estudio entre las empresas del mismo sector y contrarrestar los resultados de un sector con el otro.

Las empresas que se incluyeron en la muestra son:

**Cuadro 5. Muestra seleccionada**

Sector Industrial	Sector Inmobiliario
Florida Ice and Farm Company S.A.	Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A.
Atlas Eléctrica S.A.	Inmobiliaria Enur S.A.
Durman Esquivel S.A	Inmobiliaria Get Net Us Government S.A.
La Nación S.A.	

Fuente: Marco muestral

- Sector Industrial: Atlas Eléctrica S.A., Florida Ice and Farm Company S.A., Durman Esquivel S.A. y La Nación S.A. Dentro de este sector se incluyó la Compañía Costarricense del Café S.A; no obstante, para efectos de esta investigación se excluyó, por cuanto la misma se desinscribió en julio de 2006.

- Sector Inmobiliario: Inmobiliaria Enur S.A., Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A. y Gen Net Us Government Lease S.A. En este caso también se excluyó la empresa Zona Franca Metropolitana S.A. ya que a la fecha de corte no se encontraba inscrita en la Bolsa Nacional de Valores.

### **3. Tiempo**

El estudio se realizó durante los meses de febrero a mayo del 2007.

#### **E. Recolección de información**

Para la recolección de la información se utilizó la recopilación documental de información, consultas telefónicas y por correo electrónico y consultas bibliográficas.

##### **1. Recopilación documental**

Dado que el presente estudio mantiene como base la consulta a fuentes bibliográficas secundarias, se procedió a la búsqueda en estas fuentes de los datos que sirvieron para el cumplimiento de los objetivos planteados. Una vez identificada la información relacionada con el objeto de estudio, se procedió a seleccionar aquella que se consideraba relevante. La información y datos relevantes identificados, se compilaron en los diferentes capítulos que constituyen este documento.

##### **2. Consultas verbales y escritas no estructuradas**

Las consultas verbales no estructuradas se realizaron con el único propósito de aclarar dudas básicas y de carácter informativo respecto a la información obtenida o a la definición técnica de un concepto o aplicación de una

metodología (algunas de estas se basaron en modelos matemáticos). Se realizaron a través de dos formas: telefónica y por correo electrónico.

Las consultas telefónicas se realizaron a través del contacto por esa vía de los expertos, mientras que las consultas escritas se plantearon mediante correo electrónico a las personas consideradas para tal fin. La obtención de los contactos se realizó a través de la revisión de las páginas web, fueran de la empresa de interés o de sitios consultados en la Internet, o de documentos disponibles en la Bolsa Nacional de Valores o en la Superintendencia General de Valores.

### **3. Consultas bibliográficas**

La información necesaria para la investigación relacionada con los métodos de valoración de acciones y las políticas de dividendos utilizadas por las empresas en estudio fueron obtenidas de las fuentes bibliográficas disponibles en la biblioteca del Instituto Tecnológico de Costa Rica y de la Universidad de Costa Rica, así como fuentes en Internet, proyectos de graduación, tesis, material de seminarios y otros documentos impresos disponibles respecto al tema.

Por otra parte, en cuanto a la regulación del mercado de valores costarricense se consulta tanto el Código de Comercio como el Código de Normas y Procedimientos Tributarios, la Ley Reguladora del Mercado de Valores y la del Impuesto de la Renta, algunos reglamentos relacionados con la emisión de acciones en Costa Rica, entre otros documentos que conforman el marco normativo en estudio.

## **F. Análisis de la información**

Para el análisis de la información se elaboraron cuadros que permitieron la comparación de las variables evaluadas entre las empresas de un mismo sector, así como del comportamiento de dichas variables para cada una de las empresas durante el periodo evaluado. En estos cuadros comparativos, se visualizan de manera descriptiva y en términos cuantitativos, algunos de los siguientes aspectos: el precio de cotización de las acciones, detalles sobre las políticas de dividendos (porcentaje fijado de las utilidades para distribuir entre los accionistas, monto anual distribuido entre los accionistas o cantidad de nuevas acciones emitidas, entre otros); y del comportamiento de los resultados financieros de las empresas evaluadas (en términos de utilidades y capital social accionario).

Con base en estos cuadros comparativos se realizaron una serie de comentarios analíticos, sustentados en la opinión de los investigadores y en la información relevante recopilada, los cuales pretendían además de cumplir con los objetivos de la investigación, establecer una vinculación entre los elementos evaluados y proveer al lector una opinión crítica referente a cómo la aplicación de estos elementos favorece el desarrollo de las empresas y por ende del mercado accionario costarricense.

Asimismo, se elaboraron algunos gráficos con los datos que mediante la consulta bibliográfica y las consultas verbales y escritas no estructuradas se recopilaron. Se consideró la utilización de gráficos para presentar la información de una manera visualmente más amena y para resaltar detalles importante de la relación entre variables, como por ejemplo: el precio de las acciones versus monto transado por periodo o el precio de las acciones versus el comportamiento de la utilidad.

El análisis de la información está sustentado en comentarios de elaboración propia de los investigadores que reflejan el criterio de los mismos ante la situación y los elementos investigados.

Los resultados se estructuraron de manera que el lector tenga una comprensión integrada de los mismos. Por eso, el capítulo correspondiente presenta un análisis general del sector, seguido de la descripción y análisis de la relación entre variables por empresa evaluada. Al final se presenta tres secciones en las cuales se amplía y valora el impacto de las políticas de dividendos, los métodos de valoración de acciones y de la legislación tributaria sobre la imagen financiera de las empresas emisoras de acciones.

#### **G. Herramientas informáticas para el procesamiento de la información.**

Para el procesamiento de datos y resultados, para el análisis de la información y para la elaboración del documento final se utilizaron básicamente tres aplicaciones informáticas de escritorio, a saber:

- Procesador de texto Microsoft Office Word: se utilizó para la redacción del documento final, para la elaboración de algunos cuadros sencillos incluidos en diversos capítulos del informe final, para la preparación y presentación de los avances de la investigación y para la recopilación de cierta información, la cual por la presentación original de la misma requirió se convirtió a formato .doc para su manipulación.
- Hojas de cálculo Microsoft Office Excel: se utilizó para la elaboración de cuadros y gráficos y para la realización de las operaciones aritméticas que como parte de los análisis de la información se requirieron (cálculo

- de variaciones absolutas y porcentuales, relaciones proporcionales entre el monto con respecto al total, etc.).
- Internet Explorer: esta aplicación fue utilizada para la búsqueda de información relevante para el desarrollo de la investigación.

# **CAPÍTULO V**

## **IMPACTO DE LAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS Y DE LOS MECANISMOS DE VALORACIÓN DE ACCIONES SOBRE LA IMAGEN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS EMISORAS DEL SECTOR INDUSTRIAL E INMOBILIARIO**

## CAPÍTULO V

El siguiente capítulo presenta el análisis de los datos obtenidos durante la realización de la presente investigación, la cual considera aspectos generales del mercado de acciones en Costa Rica y el detalle de las variables evaluadas a saber: precio, valor en libros de las acciones, utilidades a distribuir entre los accionistas, las políticas de dividendos, la metodología para la valoración de las acciones y el impacto de la legislación tributaria en la negociación de acciones. Los datos utilizados para la realización del análisis corresponden al período comprendido entre los años 2002 y 2006.

La investigación se realizó considerando las empresas emisoras de acciones inscritas a diciembre del 2006 en el Registro de Nacional de Valores e Intermediarios, las cuales conforma el sector industrial e inmobiliario. De acuerdo a lo expuesto en el capítulo metodológico, se escogieron estos sectores ya que, a finales del 2006 el industrial presenta en promedio el mayor monto transado mientras que el sector inmobiliario señala el menor promedio en monto transado.

### **A. Sector Industrial**

El sector industrial se constituye el objeto de estudio de esta investigación y está conformado por las empresas emisoras de acciones que en promedio presentan la mayor cantidad monetaria transada. Estas empresas son: Florida Ice and Farm Company S.A., Atlas Eléctrica S.A., Durman Esquivel S.A. y La Nación S.A.

## **1. Situación actual de las empresas industriales en el mercado accionario**

En los últimos cinco años la participación del sector industrial en Costa Rica, no ha sido relevante en cuanto a participación de empresas pero si en cuanto al volumen de acciones transadas. Esto porque, desde los inicios en la Bolsa en 1974 solo se han inscrito siete sociedades anónimas industriales de las cuales se han desinscrito las siguientes: Compañía Costarricense del Café S.A., Corporación INCSA S.A. e Ingenio Taboga S.A. De acuerdo con una investigación realizada a junio del 2006, refleja que las principales razones por las cuales las empresas se desinscriben de la bolsa son las siguientes, en orden de importancia: altos costos, iliquidez y resultados a largo plazo.

A finales del 2006, se mantenían inscritas solamente cuatro empresas del sector industrial, que han sido las pioneras de este mercado y por esta razón son evaluadas en la siguiente investigación.

A finales del 2006, este sector transó un monto promedio anual equivalente a ₡3,304.09 millones. Esto aunado a los esfuerzos continuos de las empresas que lo conforman por fortalecer sus estructuras financieras, operativas y administrativas, brinda un panorama favorable que justifica la estabilidad y continuidad de las mismas en el mercado accionario costarricense.

A pesar de que durante todos estos años predomina el financiamiento mediante acciones comunes, se nota que recientemente, durante el periodo 2005-2006, existe un mayor interés de las empresas por emitir acciones preferentes, como estrategia para atraer inversionistas y como fuente de financiamiento para futuros proyectos de inversión.

El sector industrial se destaca por su posición poco riesgosa ante cambios en la industria a la que pertenecen y en la economía costarricense. A pesar de que en Costa Rica, las acciones no se califican bajo un esquema de riesgo establecido, como es el caso de otros títulos valores, dicha calificación influye de manera positiva en la percepción que tenga el inversionista sobre la empresa emisora a nivel general.

Sin embargo, la falta de profundidad del mercado accionario nacional y los pocos participantes que lo conforman, pueden ocasionar en algún momento una falta de liquidez de las empresas emisoras del sector industrial, dificultando la comercialización de acciones y ocasionando variaciones significativas en el precio cuando un inversionista realiza una transacción significativa.

Otro de los aspectos que destacan este sector, es el hecho de que existe una mezcla de las fuentes de la estructura de capital total, ya que utilizan las tres opciones de financiamiento a largo plazo: bonos, deuda (préstamos) y capital social, permitiendo la obtención de recursos para llevar a cabo proyectos de inversión o desarrollo, que generalmente representan un costo elevado.

La posibilidad de acudir a financiamientos de largo plazo vía acciones constituye uno de los factores que permite a las compañías, no solo fortalecer y mejorar su posición financiera sino también su capacidad de actuación en las industrias en las que participan, dando pie a inversiones estratégicas, fusiones y adquisiciones.

No obstante, siendo el capital social una de las opciones de financiamiento que representan para la empresa un menor gasto financiero (intereses), el poco desarrollo que ha mostrado el mercado accionario en Costa Rica desde su creación, no incentiva al inversionista a participar en la negociación, dado que

como lo muestran las estadísticas del período 2002-2006, aproximadamente sólo se transó un 3% de las acciones que se encontraban en circulación, las cuales equivalen al 97% del total de acciones emitidas en el sector industrial, esto demuestra que a pesar de que el mercado accionario presenta un leve crecimiento, éste continúa siendo incipiente, ya que la cantidad de empresas participantes en los últimos cinco años se ha mantenido constante, en promedio 20 empresas.

La inexistencia de un verdadero mercado de fondos de largo plazo para apoyar el crecimiento y desarrollo económico sostenido del país plantea como reto principal para el mercado de valores costarricense, el desarrollo de un mercado de capitales, entendido como un mercado de alternativas de ahorro e inversión de largo plazo vía acciones o instrumentos de deuda estandarizados. Una mayor comunicación de las ventajas de emitir en bolsa y una regulación menos rígida podrían ser opciones que incentiven el desarrollo del mercado accionario costarricense.

Es importante destacar que actualmente el sector industrial se encuentra conformado por corporaciones, aspecto que podría ser relevante sobre la decisión de un inversionista, ya que el hecho de invertir en un conjunto de empresas le resulta más atractivo.

Se puede concluir, que las características que identifican a los participantes del mercado accionario costarricense, pertenecientes al sector industrial, demuestran que la amplia trayectoria de estas empresas y los buenos resultados financieros, así como el constante crecimiento corporativo favorecen su imagen ante los inversionistas.

## **2. Análisis de las empresas que conforman el sector industrial**

Dentro de este sector se clasifican las siguientes empresas: Florida Ice and Farm company S.A., Atlas Eléctrica S.A., Durman Esquivel S.A., y La Nación S.A., todas con emisiones accionarias inscritas en el Registro Nacional de Valores a diciembre de 2006, con el fin de analizar el comportamiento y la correlación entre las variables en estudio. Es importante mencionar que no se hace una relación entre las empresas que conforman el sector industrial, dado que la naturaleza de los negocios difieren entre sí.

### **a. Florida Ice and Farm Company S.A**

En la actualidad Florida Ice and Farm Company S.A. y subsidiarias es una de las más avanzadas desde el punto de vista tecnológico en la industria cervecera de América Latina, la cual se encuentra inscrita en Registro Mercantil desde el año 1908.

La principal actividad de la empresa es la elaboración y distribución de cerveza, siendo su marca líder Imperial, las otras marcas son Pilsen, Rock Ice, Kaiser, Bavaria, cerveza de barril, Maximalta y bajo licencia de Heineken producen dicha cerveza. Durante el 2006 se incorporan dos nuevas cervezas (Rock Ice Limón e Imperial Light), con el propósito de fortalecer el portafolio de marcas. Además, se distribuye la marca Corona desde 1995 de la Cervecería Modelo de México. Adicionalmente participa en el mercado de bebidas alcohólicas saborizadas, bajo licencia del grupo Diageo, (Smirnoff Ice y Bamboo) de los refrescos (Tropicales), agua Cristal, jugos y néctares (Tampico).

Cuenta con una capacidad instalada que permite producir anualmente 1,500,000.00 hectolitros de cerveza y 150,000.00 hectolitros de bebidas

alcohólicas saborizadas. En el año 2006, se utilizó un 87% de la capacidad. Se emplean materias primas de la más alta calidad a nivel mundial, se obtienen las maltas de Francia, Alemania, Canadá y Bélgica y los lúpulos de Estados Unidos de Norte América y Alemania.

Al 30 de setiembre del 2006 y como resultado del proceso de Reestructuración Corporativa llevado a cabo en el año 2002, Florida Ice and Farm Company S.A. tiene como subsidiarias las siguientes:

- Cervecería de Costa Rica, S.A.: aporta el 75% de la utilidad neta, su actividad principal es la de producir y distribuir bebidas envasadas en Costa Rica (cerveza, agua, refrescos, néctares y productos alimenticios), para lo cual cuenta con dos subsidiarias Florida Bebidas, que a su vez tiene dos subsidiarias: Productora La Florida S.A. dedicada a la producción de bebidas naturales y alcohólicas, y la Distribuidora La Florida S.A. dedicada a las ventas, mercadeo y distribución. En el 2006 se adquiere Industrias Alimenticias Kern's, pertenecientes a la productora La Florida S.A.
- Florida Inmobiliaria S.A.: aporta el 11% de la utilidad neta de la empresa, su actividad es invertir en bienes raíces y proyectos turísticos. Cuenta con subsidiarias con el objetivo de tener propiedades, tales como: Inmobiliaria La Florida S.A., Ártica de San José S.A., Inmobiliaria CR. de San José S.A., Inmobiliaria Polares S.A., Inmobiliaria la Merced de San José S.A. y Corporación de Inversiones FIFCO S.A. Y una domiciliada en Gran Caimán, London Caribbean Inc. tenedora de proyectos turísticos.
- Florida Capitales S.A.: aporta el 18% de la utilidad neta, su actividad principal es invertir en otras compañías fuera del territorio costarricense, maneja los principales portafolios de inversión que la compañía tiene en el extranjero, a través de su subsidiaria Gran Caimán London Overseas Inc.,

además cuenta con dos subsidiarias nacionales: Mercantile Adviser S.A. y Aeroservicios La Florida S.A. que prestan servicios administrativos y de servicio aéreo respectivamente.

- Compañías de propósito específico: llamada Crosslake Comercial, Inc. que maneja un portafolio de inversiones transitorias en EUA.

Esta Corporación esta inscrita en el Registro Nacional de Valores desde el 22 de Agosto de 1991, y se encuentra autorizada para realizar oferta pública de acciones comunes desde el 3 de Octubre de 1979. Cuenta con autorización para transar mediante ventanilla dos tipos de títulos: acciones, papel de deuda y bonos, los cuales anteriormente se denominaban certificados de inversión.

Desde el 2000 las emisiones están representadas por macrotítulos; es decir, la participación de los inversionistas se documenta en cuentas individualizadas en la Central de Valores, a través de acciones desmaterializadas mediante el puesto de Bolsa Depositario, el cual se denomina Inversiones SAMA S.A.

### **a.1. Datos estadísticos de la empresa**

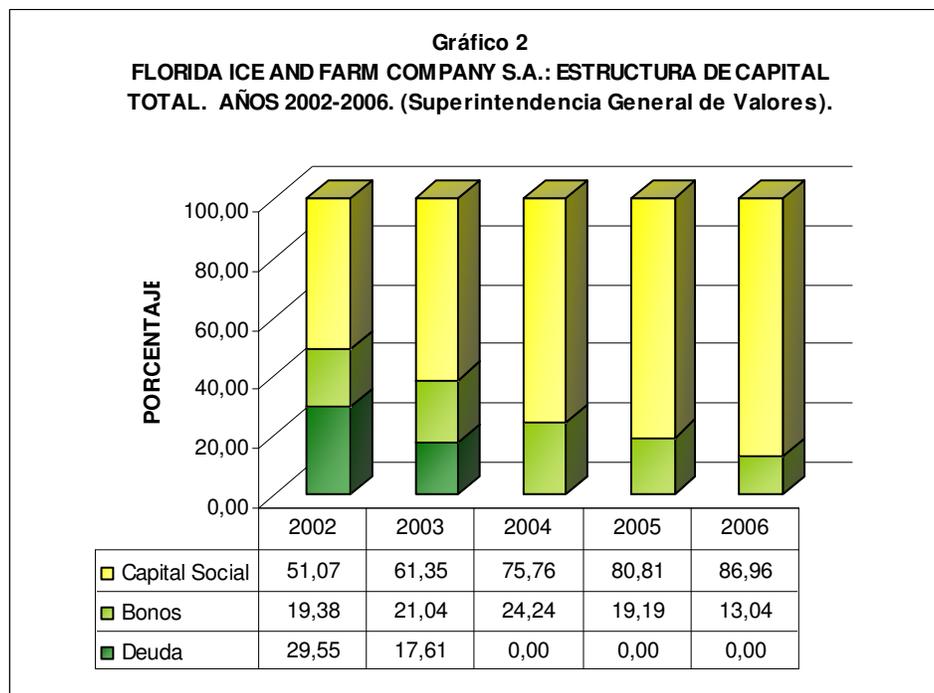
De acuerdo con registros históricos, Florida Ice and Farm Company S.A. en los últimos cinco años ha negociado solamente acciones comunes y desde los inicios de su participación en la bolsa, ha realizado una emisión de acciones comunes.

La emisión de acciones o el capital social accionario, ha representado dentro de la estructura del capital total de la empresa, un promedio porcentual de 71.19 durante los últimos cinco años, compuesto en su totalidad por acciones comunes. El financiamiento mediante acciones constituye la principal fuente para la obtención de recursos.

Cabe recalcar que para el período 2002-2006 el total de acciones transadas representó en promedio un 1.98% del total de acciones comunes en circulación, lo que corresponde a un monto promedio de 7,104.27 (en miles) de acciones.

El gráfico 2, muestra la estructura de capital total de Florida Ice and Farm Company S.A., resaltando el incremento del capital social en el año 2004, esto debido a que a mediados del año 2003 en Asamblea Extraordinaria de Accionistas se aprobó aumentar el capital social de la empresa en 20.000 millones de colones, mediante la capitalización de utilidades no distribuidas.

Por otra parte, a inicios del año 2004, disminuye drásticamente la deuda a largo plazo, ya que a partir de esa fecha y hasta el 30 de setiembre del 2006, la mayor parte de los préstamos directos en instituciones financieras, tanto nacionales como del exterior denominados en US dólares, se presentan como obligaciones a corto plazo, los cuales se reestructurarán en el año 2007, en la partida de préstamos por pagar a largo plazo.



**Cuadro 6**  
**FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**  
**Período 2002-2006**  
**- en miles de colones -**

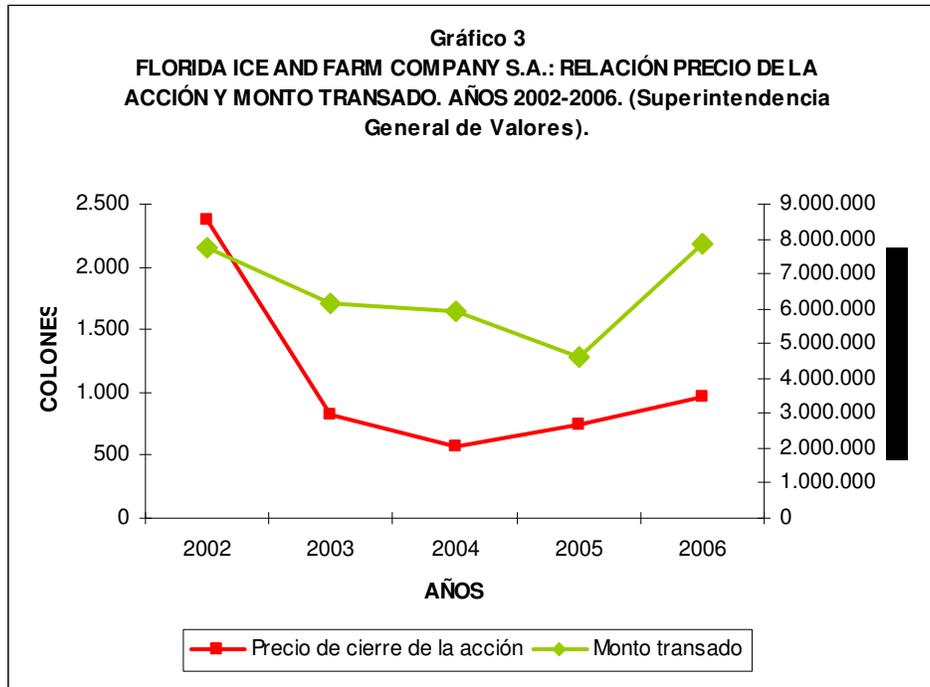
<b>Año</b>	<b>Deuda</b>	<b>Bonos</b>	<b>Capital Social</b>	<b>TOTAL</b>
2002	11.571.912,00	7.588.223,00	20.000.000,00	<b>39.160.135,00</b>
2003	11.483.517,00	13.720.336,00	40.000.000,00	<b>65.203.853,00</b>
2004	0,00	12.800.000,00	40.000.000,00	<b>52.800.000,00</b>
2005	0,00	9.500.000,00	40.000.000,00	<b>49.500.000,00</b>
2006	0,00	6.000.000,00	40.000.000,00	<b>46.000.000,00</b>

Fuente: Prospectos Florida Ice and Farm Co, S.A. y subsidiarias.  
Superintendencia General de Valores.

Además, a partir del año 2004 se presenta una disminución poco notoria de las acciones en circulación, debido a un acuerdo de la Junta Directiva, ya que se emiten los macrotítulos decimosegundo, decimotercero, decimocuarto y decimoquinto por la cantidad de 27,786,698.00 acciones comunes y nominativas, las cuales son sacadas de circulación e incorporadas al macrotítulo el cual se depositará en la Central de Valores.

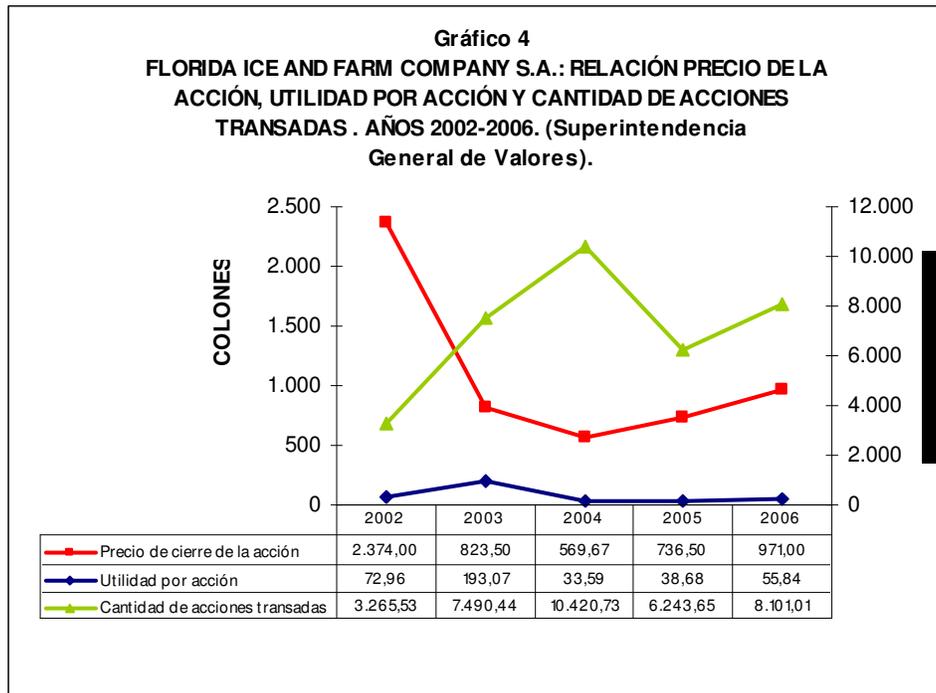
Es importante mencionar, que cuando las acciones comunes del patrimonio son recompradas, el monto pagado incluye los costos directamente atribuibles a la transacción, los cuales son reconocidos como una disminución del patrimonio. Las acciones recompradas son clasificadas como acciones en tesorería al valor nominal y se presentan como una disminución del capital de acciones comunes.

Con respecto a la relación entre el precio de negociación de las acciones comunes y el monto anual transado por la empresa, es posible determinar que existe relación no constante entre las variables durante el período. Como se muestra en el gráfico 3, para la mayoría de los años se presenta un comportamiento correlacional pero no en la misma proporción entre estas dos variables, a excepción del año 2005, en el cual el precio de la acción aumenta y el monto transado disminuye.



Cabe resaltar que el precio reflejado en el gráfico anterior corresponde al precio de cierre de mercado, registrado al último día de cada período fiscal.

Por otra parte, como se muestra en el gráfico 4, independientemente de un aumento o disminución en el precio de cierre de la acción, utilidad por acción o cantidad de acciones transadas, no se da ninguna relación positiva o negativa constante, ya que dependiendo de los factores implicados en cada uno de los años, así se comportan de las variables en estudio. Por ejemplo, en el período 2002-2003 se realiza una reestructuración corporativa con el fin de disminuir costos y gastos operativos y aumentar la eficiencia, con lo cual se refleja un aumento de las utilidades y por ende en la utilidad por acción.



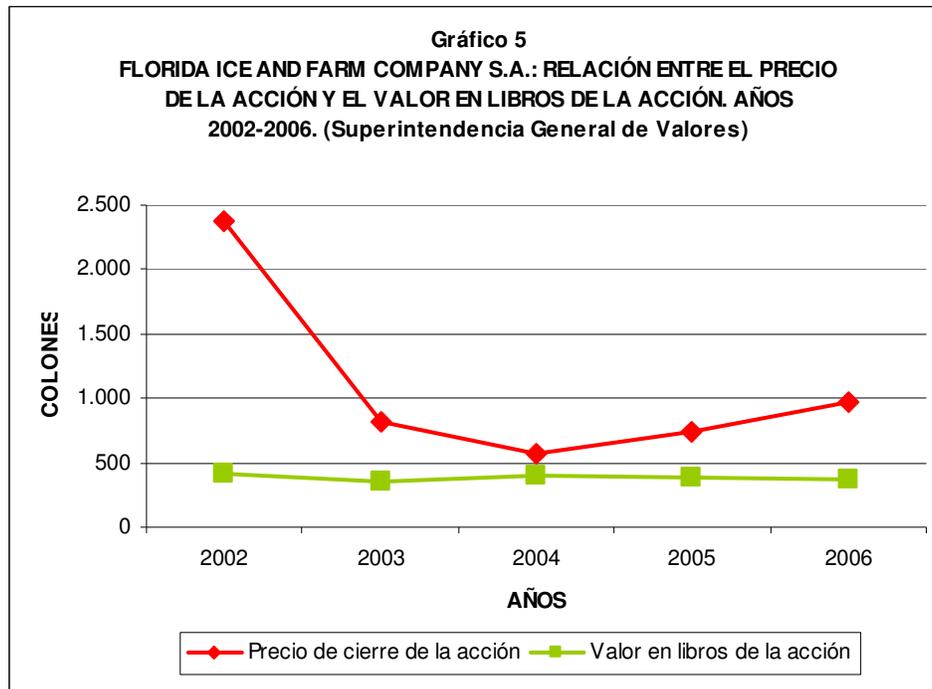
Es necesario, destacar que para los años 2002-2003 la empresa calcula la utilidad por acción tomando como base el número de acciones que tiene la empresa en circulación a final de cada año, situación que difiere en el período del 2004 al 2006, ya que Florida Ice and Farm Company S.A. calcula esta variable tomando como base el promedio ponderado de acciones que se encuentran en circulación al inicio y final de cada año.

Por otra parte, a partir del 2005 con la adopción de los cambios realizados por la Normas Internacionales de la Contabilidad, tal utilidad se calcula considerando únicamente la utilidad neta atribuible a los accionistas de la casa matriz.

Los aumentos demostrados en el gráfico 4 correspondientes a la utilidad por acción se generan principalmente por mayores niveles de utilidades generadas.

De acuerdo a lo expuesto anteriormente se concluye que no se evidencia una interrelación entre la utilidad por acción, el precio y volumen transado.

Por último, en el gráfico 5 se aprecia que las acciones de la empresa durante todo el período en estudio presentaba un precio superior al valor en libros registrado. Es importante destacar, que en el año 2002 las acciones estaban sobrevaloradas presentando una diferencia muy alta. Contablemente, el valor en libros de una acción común se calcula sumando el capital social exhibido, con el superávit y las utilidades no distribuidas, restando a la suma el importe de las acciones preferentes, a su valor nominal o de liquidación, y dividiendo la diferencia entre el número de acciones comunes que formen parte del capital social.



## **a.2. Descripción de la política de dividendos**

En lo referente a la definición del monto de dividendos a distribuir por acción, el monto correspondiente aumentó en promedio un 40%. Además, se refleja que el comportamiento del dividendo por acción y la utilidad por acción presentan un comportamiento similar no proporcional, tal y como se muestra en el cuadro 7.

En relación con el monto del dividendo por acción, se asigna una cantidad de colones por acción común cada año, que es definido por la Junta Directiva con base en las facultades que otorga la Asamblea General de Accionistas realizada de Diciembre del año anterior.

En los últimos cinco años la empresa ha mantenido una política constante de distribución de utilidades, que corresponde a un porcentaje específico de las utilidades de cada período, mismo que es definido por la Asamblea de Accionistas al final de cada año.

De esta manera durante el período en estudio, el porcentaje distribuido presentó una tendencia irregular, ya que para los años 2003 y 2005 la proporción de las utilidades distribuidas disminuyó, con respecto al año anterior. Por otra parte, en los períodos restantes se dio un comportamiento creciente. Para el año 2003, incluye dividendo extraordinario e ingresos generados producto de la alianza con la empresa Heineken B.V.

Como se muestra en el cuadro siguiente, existe una interrelación positiva entre las utilidad por acción, dividendos para los periodos en estudio. Es importante recalcar que el ante un aumento en las utilidades disponibles para accionistas comunes, las otras variables a consecuencia de estas mantienen el mismo patrón de comportamiento.

**Cuadro 7**  
**FLORIDA ICE AND FARM COMPANY S.A.: POLÍTICA DE DIVIDENDOS**  
**Periodo 2002-2006**  
**- en colones -**

Año	Utilidad por acción	Dividendo por acción	Dividendo pagado (en miles)	Utilidades disponibles para acc. com.	% distribuido*
2002	72,96	40,00	7.909.556,00	14.354.680,00	55,10%
2003	193,07	80,00	17.033.120,00	75.975.284,00	22,42%
2004	33,59	27,00	10.625.993,00	13.206.371,00	80,46%
2005	38,68	31,00	12.137.532,00	15.128.225,00	80,23%
2006	55,84	65,00	25.394.507,00	21.784.633,00	116,57%

\* Porcentaje asignado por políticas de la empresa.

Fuente: Prospectos Florida Ice and Farm Co, S.A. y subsidiarias.  
Superintendencia General de Valores.

### **a.3 Conclusión General**

El periodo comprendido del 2002 al 2006, se caracteriza por la presencia de movimientos de desarrollo por parte de Florida Ice and Farm Company S.A.

Para el 2002 - 2003, se realiza una reestructuración corporativa, con el fin de disminuir los costos y los gastos operativos, siendo esta una de las razones por las cuales se evidencia un aumento en las utilidades.

Para el periodo 2004 – 2006, Florida Ice and Farm Company S.A. se orienta a la apertura de nuevos mercados, nuevas iniciativas publicitarias, nuevos sistemas de ventas y distribución. Lo anteriormente planteado, influye en las expectativas de los inversionistas, ocasionando un aumento en el precio de las acciones.

Durante el período en estudio, los fondos provenientes de la emisión de acciones se destinan principalmente a inversiones tanto en inmuebles, planta y equipo de producción como en edificios, equipo electrónico y vehículos para la distribución de nuestros productos y capital de trabajo.

Los factores de riesgo definen algunas situaciones, circunstancias o eventos que pueden suscitarse en la empresa y reducir o limitar el rendimiento y liquidez de los valores objeto de la oferta pública y traducirse en pérdidas para el inversionista. En cuanto al riesgo de transar acciones, en Florida se encuentran la falta de profundidad del mercado nacional que puede ocasionar una falta de liquidez en algún momento que dificulte la comercialización de acciones o bien variaciones significativas en el precio cuando un inversionista hace oferta de venta o de compra de un número significativo de acciones.

Finalmente, Florida se caracteriza por un comportamiento constante de las variables: monto y acciones emitidas, la estructura del capital social común se conforma principalmente por acciones en circulación, valor que se mantiene en un promedio de 35,027.27 (miles de colones). Por otro lado se evidencia un comportamiento irregular en las variables de valor en libros, precio de cierre de la acción y utilidad por acción.

#### **b. Atlas Eléctrica S.A.**

Atlas Eléctrica, S.A. y Subsidiarias es una corporación industrial creada en junio de 1961, dedicada a la fabricación y comercialización de artículos de línea blanca (refrigeradoras de tipo doméstico, cocinas y plantillas de gas y eléctricas), principalmente en Centroamérica. Durante el año 2006 expandió sus líneas de producción a la fabricación de hornos microondas, lavadoras, aires acondicionados y otros productos de línea gris (equipo electrónico). Atlas Eléctrica S.A. comercializa sus productos bajo marcas privadas como: Sunbeam, Nedoca y Polaroid.

La corporación Atlas Eléctrica S.A. y Subsidiarias, esta conformada por las siguientes empresas:

- Atlas Industrial Group S.S.: encargada de la consolidación de los resultados industriales de la Corporación.
- Atlas Commercial and Investment SS.: encargada de las actividades comerciales de la Corporación.
- Atlas Industrial, S. A.: realiza el proceso de fabricación y exportación de los productos.
- Cetron de El Salvador, S.S. de C.V.: actualmente se encuentra en un proceso de venta del edificio y terreno, producto del cierre de la operación fabril en El Salvador.
- Atlas Distribuidora de Productos, S. A.: encargada de la comercialización de los productos en Costa Rica.
- Atlas Distribuidora de El Salvador SA de C.V.: encargada de la comercialización de los productos en El Salvador.
- Atlas Distribuidora de Guatemala, S.S.: encargada de la comercialización de los productos en Guatemala.
- Atlas Distribuidora de Nicaragua, S.A.: encargada de la comercialización de los productos en Nicaragua.
- Atlas Distribuidora de Honduras S.A. de C.V.: encargada de la comercialización de los productos en Honduras.

Su participación en el mercado de valores data desde los inicio de la Bolsa Nacional de Valores, participando activamente en este mercado. Es importante recalcar que esta corporación fue una de las primeras sociedades que emitió acciones en Costa Rica para oferta pública. En Setiembre de 1976 la corporación Atlas Eléctrica S.A. hace la primera oferta pública autorizada de acciones comunes y en Diciembre de 2006 de acciones preferentes.

### **b.1. Datos estadísticos de la empresa**

De acuerdo con registros históricos, Atlas Eléctrica S.A. desde los inicios de su participación en la bolsa, ha realizado una colocación de acciones comunes y siete colocaciones de acciones preferentes.

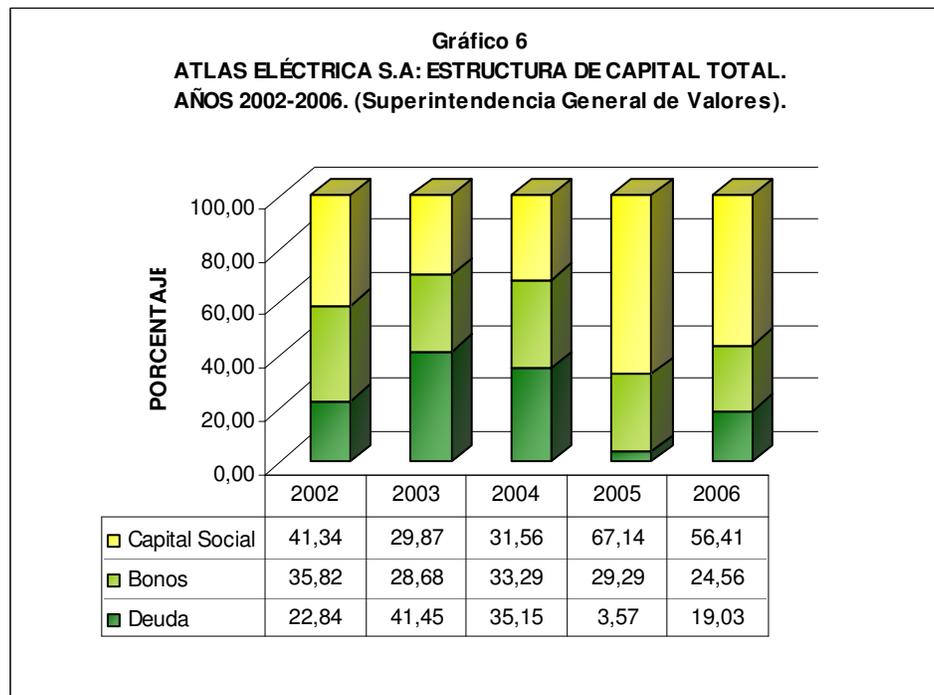
En los últimos cinco años, esta empresa ha negociado solamente acciones comunes, sin embargo, al final del año 2006 se inicia la oferta pública de una nueva emisión de acciones preferentes.

La emisión de acciones o el capital social accionario, ha representado dentro de la estructura del capital total de la empresa, un promedio porcentual de 45.26 durante los últimos cinco años, compuesto en su totalidad por acciones comunes. La colocación de acciones significa para Atlas Eléctrica S.A. una opción de financiamiento, que a pesar de que no ha evolucionado significativamente en los últimos años, es una de las opciones consideradas por la gerencia de la corporación con el propósito de no depender totalmente del financiamiento privado.

Cabe recalcar que para el período 2002-2006 el total de acciones transada representó en promedio un 3,51% del total de acciones comunes en circulación, equivalente a un promedio de 16,850. 37 (en miles) de acciones.

El gráfico 6, muestra la estructura de capital total de Atlas Eléctrica S.A., resaltando el incremento del capital social en año 2005, debido a un acuerdo de la Asamblea de Accionistas en el que se decidió incrementar el valor nominal de las acciones comunes a la suma de ¢21.5 cada una, mediante la capitalización de una parte de las utilidades no distribuidas y del capital adicional pagado, por las sumas de ¢5,893.78 millones y ¢2,023.31 millones, respectivamente, para un

aumento total en el valor del capital accionario por la suma ₡7,930.53 millones. Como resultado de lo anterior, el capital social común quedó establecido en la suma de ₡10,333.73 millones, representado por 480,638,569.00 acciones comunes emitidas.



**Cuadro 8**  
**ATLAS ELÉCTRICA S.A.: COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**  
**Período 2002-2006**  
**- en miles de colones -**

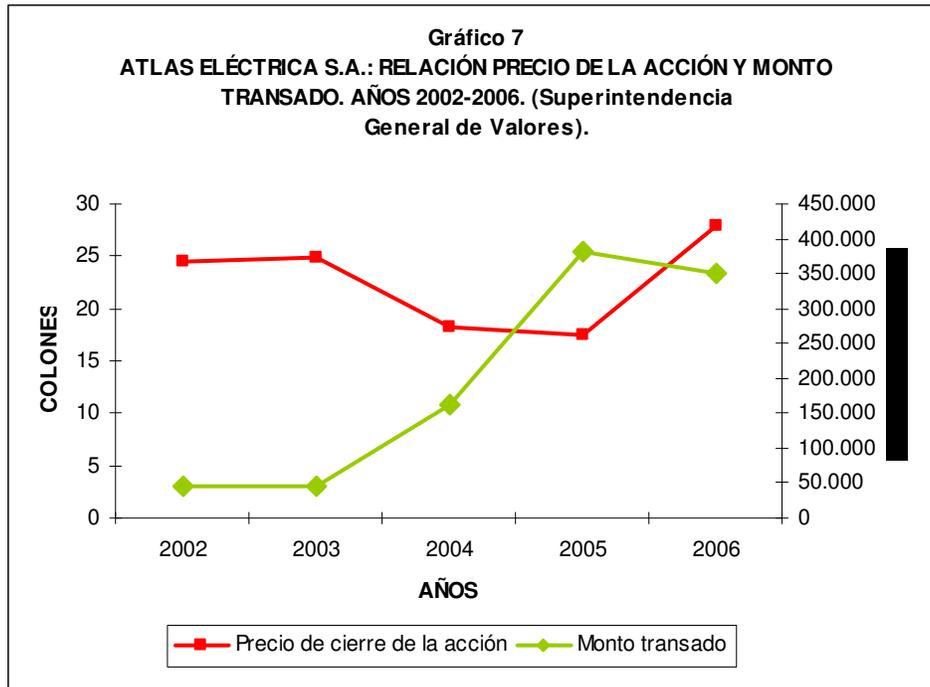
Año	Deuda	Bonos	Capital Social	TOTAL
2002	1.328.832,00	2.084.052,00	2.405.670,00	<b>5.818.554,00</b>
2003	3.336.970,00	2.308.537,00	2.404.292,00	<b>8.049.799,00</b>
2004	2.672.168,00	2.531.215,00	2.399.121,00	<b>7.602.504,00</b>
2005	548.954,00	4.500.000,00	10.316.222,00	<b>15.365.176,00</b>
2006	3.485.686,00	4.500.000,00	10.333.730,00	<b>18.319.416,00</b>

Fuente: Prospectos Atlas Eléctrica S.A. y subsidiarias  
Superintendencia General de Valores.

El capital social común está conformado principalmente por acciones en circulación. A partir del 2004, debido a la exclusión de 13,000,065.00 acciones en tesorería, la totalidad del capital social se compone de acciones comunes en circulación.

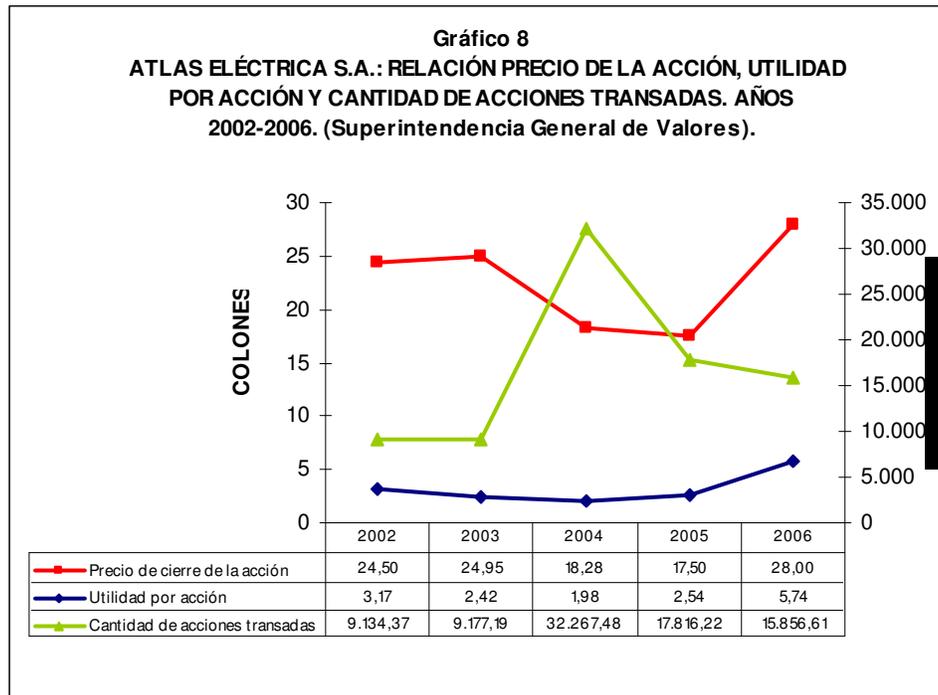
Esta exclusión se realizó considerando el valor nominal de las acciones, el cual es de ₡5.00 cada una. Asimismo, con la reducción de las acciones en tesorería, el número de acciones que quedaron como tales asciende a 814,311.00 acciones, con un valor nominal de ₡21.5 cada una, las cuales están comprometidas en opciones de venta ofrecidas a ejecutivos del Grupo.

Con respecto a la relación entre el precio de negociación de las acciones comunes y el monto anual transado por la empresa, es posible determinar un comportamiento inverso no proporcional entre ambas variables. Como se muestra en el gráfico 7, ante disminuciones en el precio, el monto transado aumenta y viceversa. Esta situación es reflejo de que el precio de transacción de una acción constituye uno de los elementos decisivos para un inversionista. Lo anterior porque al haber una disminución del precio, el inversionista tiene más recursos para adquirir más acciones, lo que explica el aumento en el monto transado.



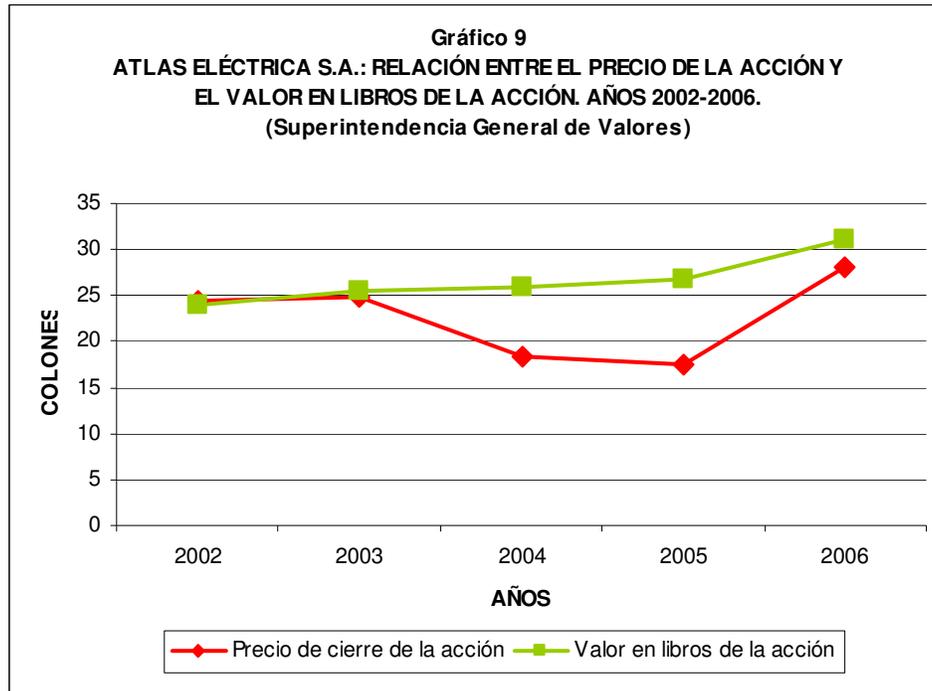
Asimismo, se evidencia una correlación positiva el comportamiento del precio y de la utilidad por acción. En el caso de la cantidad de acciones transadas y la utilidad por acción se observa un comportamiento lógico, ya que al haber más acciones en circulación y el nivel de utilidades se mantiene relativamente estable, la utilidad por acción tiende a disminuir.

Para el año 2005, se presenta un aumento en la utilidad por acción debido a en que dicho período la corporación obtuvo buenos resultados tanto en el ámbito operativo como financiero. En el ámbito operacional, destaca el logro en el crecimiento en unidades vendidas en el orden de 12% en refrigeradoras y del 8% en cocinas, que aunado a precios más altos, se conjuga para mostrar un incremento en ventas del 28,5%. Además, los gastos pasaron a representar un 16,2% sobre las ventas en vez del 19,6% del periodo anterior. Esta situación se mantiene para el periodo 2006.



Por último, en el gráfico 9 se aprecia que las acciones de la empresa a inicios del período en estudio presentaba un precio levemente superior al valor en libros registrado; sin embargo, a partir del año 2003 las acciones se negociaron a un precio subvaluado en relación con su valor en libros.

Las variaciones en el valor en libros no se explican por alguna política contable específica que la corporación haya establecido. Sin embargo, según fue indicado por funcionarios de la gerencia de Atlas Eléctrica S.A. Costa Rica, el cambio en el valor en libros de las acciones responde a los buenos resultados de la compañía, ya que este se calcula sumando el capital social exhibido, con el superávit y las utilidades no distribuidas, restando a la suma el importe de las acciones preferentes, a su valor nominal o de liquidación, y dividiendo la diferencia entre el número de acciones comunes que formen parte del capital social.



Cabe resaltar que el precio reflejado en los gráficos anteriores corresponde al precio de cierre de mercado, registrado al último día de cada período fiscal.

## b.2. Descripción de la política de dividendos en acciones comunes

En lo referente a la definición del monto de dividendos a distribuir por acción, el monto correspondiente aumentó en promedio un 31%, independientemente del comportamiento de la cantidad de acciones transadas y de la utilidad por acción, tal y como se muestra en el cuadro 9.

El comportamiento anterior comprueba la aplicación de la estrategia de Atlas Eléctrica S.A. para ofrecer a sus inversionistas unos de los mejores rendimientos del mercado. No obstante, de acuerdo a lo indicado por especialistas del mercado accionario, se evidencia que el mercado no reconoce este tipo de incentivos limitando el crecimiento y desarrollo del mercado accionario

costarricense, por cuanto además de la poca cultura inversionista, los demás participantes del mercado, en especial los Puestos de Bolsa, quienes como asesores deberían jugar un papel importante en la promoción de las diferentes opciones de inversión que ofrece el mercado bursátil en nuestro país, se limitan al ofrecimiento de cierto títulos valores (papeles comerciales), entre los que se excluyen las acciones (comunes o preferentes).

En los últimos cinco años la empresa ha mantenido una política de dividendos de distribución de un porcentaje específico de las utilidades de cada período, mismo que es definido por la Asamblea de Accionistas al final de cada año. De esta manera durante el período 2002-2005, el porcentaje distribuido presentó una tendencia creciente, como resultado de un aumento constante en las utilidades disponibles para distribuir entre accionistas comunes . Para el año 2006 la proporción de las utilidades distribuidas disminuyó; sin embargo, dicho monto, al igual que los años anteriores, representó un monto importante de las ganancias obtenidas por la sociedad en el período anterior, como se muestra en el cuadro siguiente:

**Cuadro 9**  
**ATLAS ELECTRICA S.A.: POLÍTICA DE DIVIDENDOS**  
**Período 2002-2006**  
**- en colones -**

Año	Utilidad por acción	Dividendo por acción	Dividendo pagado (en miles)	Utilidades disponibles para acc. com.	% distribuido*
2002	3,17	0,68	413.050,00	1.523.070,00	25,00%
2003	2,42	1,00	479.006,00	1.162.886,00	32,00%
2004	1,98	1,50	725.087,00	952.402,00	65,00%
2005	2,54	1,65	797.926,00	1.218.737,00	83,00%
2006	5,74	1,90	912.826,00	2.757.254,00	75,00%

\* Porcentaje calculado con base en la utilidades del período anterior

Fuente: Prospectos Atlas Eléctrica S.A. y subsidiarias  
 Superintendencia General de Valores.

Es importante mencionar que durante todo el período la empresa capitalizó utilidades; sin embargo, en los años 2005 y 2006, debido al aumento en los dividendos pagados se da una menor capitalización. Además no se evidencia relación alguna entre las variables en estudio.

### **b.3. Descripción de la política de dividendos en acciones preferentes**

Con respecto a las acciones preferentes serie A, se definió un dividendo anual no acumulativo y discrecional igual a la tasa prime, que se fijará una vez cada año, más un 0.5%. Por dividendo no acumulativo se entiende que en caso de que en un año no se decreta el dividendo, ese monto no se acumula para el pago del dividendo del período siguiente. La Asamblea Ordinaria de Accionistas, tiene la discrecionalidad de decretar o no el dividendo para las acciones preferentes serie A. El hecho de que exista una cantidad apreciable de ganancias acumuladas no es motivo suficiente para que se justifique la declaración de dividendos. Cuando la Asamblea Ordinaria de Socios acuerde el dividendo preferente, éste no podrá ser inferior al 7% ni superior al 9.75%. La tasa prime que se utilice para el cálculo del dividendo anual, será la reportada por el sistema Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)) vigente al día hábil antes de cada Asamblea Ordinaria de Socios que se convoque para definir el dividendo. El pago del dividendo, se efectuará en cuatro tractos pagaderos en forma trimestral de acuerdo con las características de la emisión.

El efecto de esta política sobre la situación financiera de la empresa no es posible determinar en la presente investigación, ya que esta emisión se realizó a finales del periodo 2006.

La emisión de acciones preferentes se realizó a finales del período 2006, por lo tanto en la presente investigación no se determina el impacto de la política de

dividendos para estas acciones, sobre la situación financiera de la empresa, ya que el período se encuentra delimitado entre 2002 y 2006, y en este caso la primera declaración y pago de dividendos se realizaría en el 2007.

#### **b.4 Conclusión General**

La capitalización de utilidades retenidas durante los períodos 2004-2005 ha significado para Atlas Eléctrica S.A. una importante opción para minimizar el apalancamiento, sin embargo esta capitalización no ha sido la única herramienta a la cual Atlas ha recurrido con el fin de minimizar este indicador.

Otro de las herramientas utilizada por Atlas es la emisión y colocación de acciones preferentes durante el 2006, consecuencia del alto nivel de deuda. Esta emisión de acciones preferentes se realizó por un total de 10 millones de dólares. Estos fondos se usarán para el fortalecimiento patrimonial de la empresa y en forma inmediata reducirán el nivel de deuda.

Los resultados de las operaciones para el período 2005-2006 se deben calificar como excelentes y reflejan los esfuerzos realizados en varios frentes por la búsqueda de eficiencia y productividad. Lo mismo se puede decir sobre las cuentas de balance y sus valores a los períodos de cierre.

Algunos de los riesgos propios que presentan las acciones comunes para Atlas Eléctrica S.A., son el riesgo de bursatilidad, el cual aplica cuando la oferta y la demanda de acciones esta concentrada en pocos compradores y vendedores provocando esto un menor efecto sobre el retorno de la inversión. Otro de los riesgos asociados, es el riesgo de dilución, el cual es producto de un aumento de capital social en el cual un accionista tome la decisión de no participar proporcionalmente en una emisión de acciones. Finalmente el riesgo de

volatilidad, se refiere al riesgo en la disminución del valor de la acción, en el momento de hacer una emisión nueva de acciones en el mercado el pago de dividendos por medio de una emisión adicional de acciones.

Finalmente, el monto total de la emisión mantiene un comportamiento constante para el periodo 2002-2004. Sin embargo, a partir del 2005 se presenta un aumento total en el valor del capital acciones por la suma ₡7.930.53 (millones de colones), este monto aumenta de manera muy significativa, esto debido a un incremento en el valor nominal de las acciones comunes a la suma de ₡21.5 cada una, mediante la capitalización de una parte de las utilidades no distribuidas y del capital adicional pagado

En cuanto al precio de las acciones, la utilidad por acción y el valor en libros de las acciones, no se evidencia una relación ya que se observa durante el período 2002-2005 un comportamiento irregular entre ellas.

### **c. Durman Esquivel S.A.**

Durman Esquivel S.A. y subsidiarias ha sido la referencia en el mercado de tuberías PVC desde 1959. Sin embargo, hoy en día la empresa es más que tuberías PVC, es un grupo industrial de amplia trayectoria a nivel nacional e internacional, la cual se ha diversificado en sus líneas de producto, siempre conservando su objetivo principal, el transporte y manejo de fluidos. La empresa produce y comercializa tubería RIB-LOC, los perfiles de PVC como canoas, tablillas de PVC, mangueras de jardín y perfilería para la fabricación de ventanas, tubería de polietileno para gas y agua, tuberías Flow Guard Gold para el transporte de agua caliente y la tecnología de Underground Solutions que permite sustituir tuberías minimizando la necesidad de excavaciones.

En sus inicios la compañía surgió como importadora de tubería de PVC, producto de Holanda. Años más tarde inició la producción local a través de una planta y equipos para la extrucción e inyección. Actualmente, Durman tiene la licencia exclusiva para la fabricación de los sistemas RIB-LOC, además cuenta con la línea completa de tuberías y accesorios PVC y CPCB, las licencias de la tecnología Flow Guard Gold y de Underground Solutions. Adicionalmente, ha incursionado en áreas especializadas de diseño y servicio de manejo de fluidos como lo son: bombas para agua y la nueva tecnología de los derivados de PVC.

Durman Esquivel S.A. concentró sus ventas en el mercado costarricense; sin embargo, gracias al esfuerzo que ha realizado la compañía en términos de tecnología para la fabricación de tuberías y accesorios de PVC y en recurso humano, le ha permitido el acceso en mercados internacionales en los cuales se ha logrado introducir con gran éxito, con operaciones propias como lo son: Panamá, Nicaragua, Honduras, El Salvador, Guatemala, Belice, el Caribe, México, República Dominicana, Perú y Colombia. Además, ha ampliado su mercado vía exportaciones a varias islas del Caribe, Estados Unidos de América y otros países de Sur América.

El principal segmento de mercado lo constituye la construcción en general, siendo el principal competidor de la empresa en tuberías PVC la compañía Amanco. Los principales canales de distribución son las Ferreterías, Distribuidoras, Constructoras, entre otras.

Durman Esquivel S.A., esta conformada por las siguientes empresas:

- Durman Esquivel S.A. (Panamá)
- Durman Esquivel S.A. de C.V. (El Salvador)
- Durman Esquivel Industrial de Nicaragua.

- Corporación Dureco S.A. y subsidiaria (Guatemala)
- Durman Esquivel S.A. (Honduras)
- Durman Esquivel S.A. de C.V. (México)
- Manga Rica S.A.
- Inmobiliaria Interandina S.A. (Perú)
- CORVI PVC S.A.
- Inversiones Suramericanas S.A. y subsidiaria
- Extruvensa S.A.
- Perforaciones y Conducción de Aguas S.A. (PERCASA) y subsidiarias.
- ADS Centroamérica Ltda. de C.V.
- Central de Contenedores de Limón S.A. y Sistemas Logísticos Caribeños S.A.
- Transworld Industries Corporation.

Su participación en el mercado de valores data desde los inicios de la Bolsa Nacional de Valores, participando activamente en este mercado. El 14 de Febrero del 2001 es la fecha de autorización para realizar la primera oferta pública de acciones comunes y el 7 de Diciembre del 2005, de las acciones preferentes con opción de redención anticipada.

Es importante destacar que Durman Esquivel S.A. fue recientemente adquirida por Aliaxis Latinoamérica Cooperatief U.A., empresa que forma parte de uno de los principales grupos dedicados a la manufactura de accesorios y tubería de PVC con participación mundial y en Latinoamérica con presencia en Brasil, Argentina, Uruguay, Chile, Perú y México. La adquisición se realizó mediante una Oferta Pública de Adquisición que culminó en Febrero 2007 con el pago del 99.99% de las acciones comunes. Aliaxis Latinoamérica U.A., también adquirió el 100% de las acciones preferentes en circulación.

De acuerdo a lo anterior, se destaca la compra de la totalidad de las acciones preferentes de Durman Esquivel S.A. por parte de Aliaxis Latinoamérica S.A. constituyen para el mercado accionario costarricense un ejemplo evidente de negociación de capital cerrado.

### **c.1. Datos estadísticos de la empresa**

De acuerdo con registros históricos, Durman Esquivel S.A. desde los inicios de su participación en la bolsa, ha realizado 16 colocaciones de acciones preferentes y una colocación de acciones comunes.

En los últimos cinco años, esta empresa ha negociado acciones comunes, serie A y B, y a finales del 2005 realiza una nueva colocación de acciones preferentes serie C.

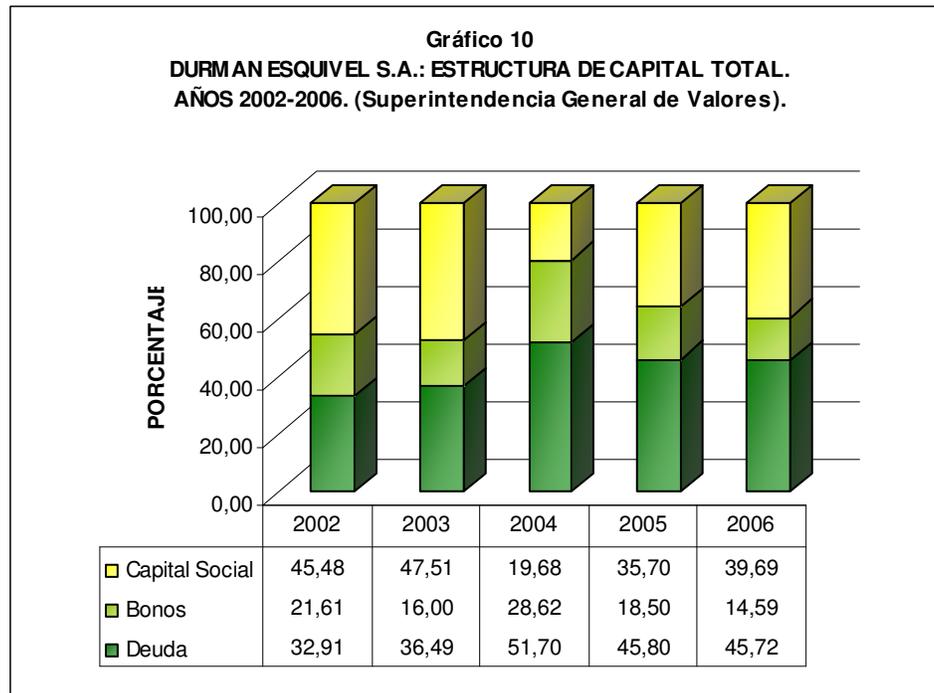
Las inversiones en acciones de compañías asociadas con una participación mayor al 20% y menor al 50% del capital de acciones, se registran por el método de participación patrimonial. Aquellas inversiones en acciones que representan menos del 20% se registran al costo.

La emisión de acciones o el capital social accionario, ha representado dentro de la estructura del capital total de la empresa, un promedio porcentual de 37.61 durante los últimos cinco años, compuesto por acciones comunes y preferentes. El financiamiento mediante acciones significó para Durman Esquivel S.A. durante los años 2002-2003 una de sus principales fuentes para la obtención de recursos, situación que cambió a partir del año 2004 hasta el 2006 ya que, en este período la deuda posee un mayor porcentaje en relación con las demás

opciones de financiamiento; lo anterior es consecuencia de una inversión realizada en maquinaria, equipo e infraestructura.

Cabe recalcar que para el período 2002-2006 el total de acciones transadas representó en promedio un 4,11% del total de acciones comunes en circulación, equivalente a 8.04 millones de acciones aproximadamente.

El gráfico 10, muestra la estructura de capital total de Durman Esquivel S.A., predominando los dos primeros años el capital social (2002-2003), situación que cambia para el período del 2004-2006, ya que principalmente en el 2004, más del 50% del capital corresponde a deuda a largo plazo y 2005-2006 presentan un porcentaje mayor que las otras opciones de financiamiento.



**Cuadro 10**  
**DURMAN ESQUIVEL S.A.: COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**  
**Período 2002-2006**  
**- en miles de colones -**

<b>Año</b>	<b>Deuda</b>	<b>Bonos</b>	<b>Capital Social</b>	<b>TOTAL</b>
2002	5.330.570,00	3.500.000,00	7.365.891,00	<b>16.196.461,00</b>
2003	5.930.452,00	2.600.000,00	7.722.514,00	<b>16.252.966,00</b>
2004	9.933.252,00	5.500.000,00	3.780.770,00	<b>19.214.022,00</b>
2005	12.381.891,00	5.000.000,00	9.650.689,00	<b>27.032.580,00</b>
2006	12.534.270,00	4.000.000,00	10.880.824,00	<b>27.415.094,00</b>

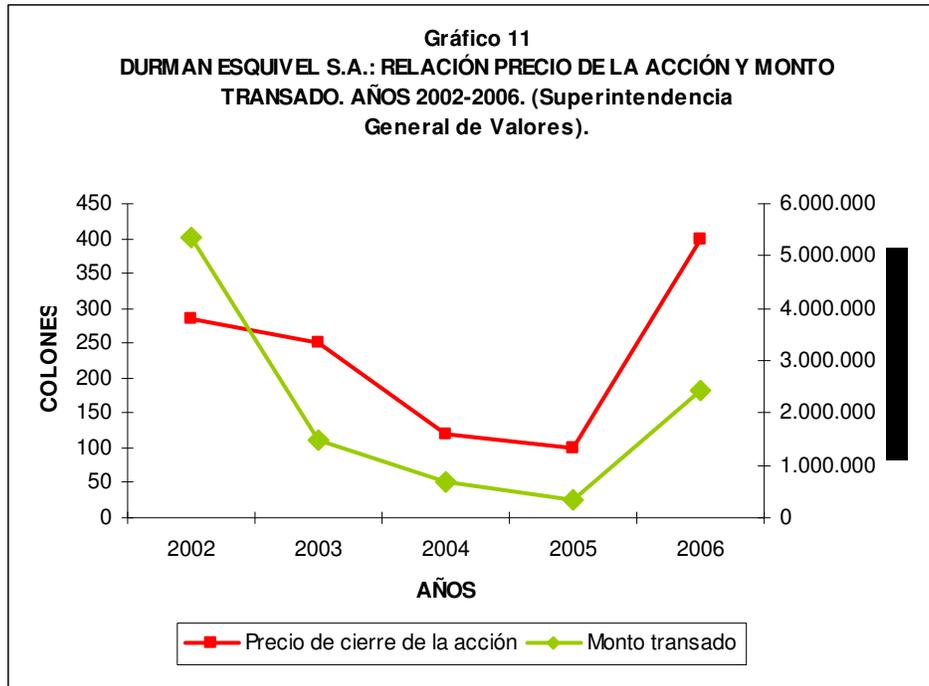
Fuente: Prospectos Durman Esquivel S.A. y subsidiarias.  
Superintendencia General de Valores.

Por otra parte, el capital social común está conformado principalmente por acciones comunes en circulación. Durante el 2002-2003 se mantuvieron 13,561.50 acciones en tesorería las cuales a partir del 2004, se colocan en circulación.

### **c.1.1. Acciones Comunes**

En cuanto a la primera colocación de acciones comunes serie B, se colocaron a través del mercado primario, de las cuales se destinaron 2.280 acciones para que en dicho mercado se realizara un intercambio de acciones por el 60% de participación accionaria de las empresas peruanas: Plástica Interandina S.A. e Inmobiliaria Interandina S.A. De forma posterior a ese intercambio, Durman Esquivel S.A. quedó con el 100% de participación accionaria de ambas empresas.

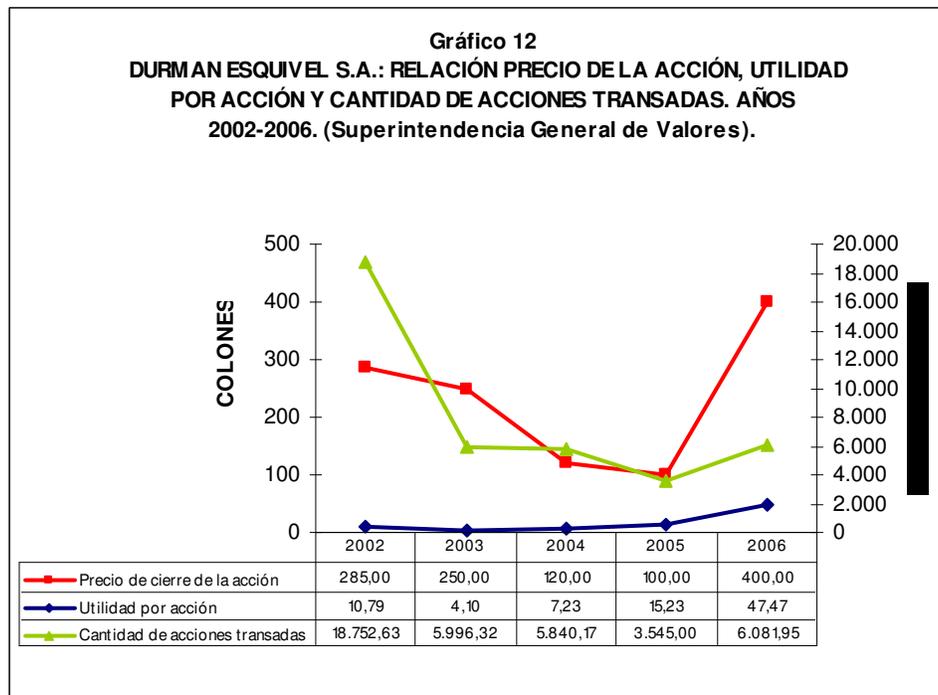
Con respecto a la relación entre el precio de negociación de las acciones comunes y el monto anual transado por la empresa, es posible determinar un comportamiento paralelo no proporcional entre ambas variables. Como se muestra en el gráfico 11, ante disminuciones en el precio, el monto transado también disminuye y viceversa.



La mayor diversificación de productos y mercados durante el 2006 y la incorporación de un nuevo sistema de información SAP, apoya el crecimiento de las utilidades netas de ese año, resultado del crecimiento en ventas, mejores niveles de eficiencia operativa y administrativa, donde se destaca el ingresos de nuevas líneas de productos y el buen desempeño de los productos tradicionales de la compañía en el año. A finales del 2005 se da la adquisición del 50% de las acciones de la empresa Tubotec S.A. de Colombia y el 100% de acciones de Transworld Industries Corporation de Puerto Rico.

La utilidad por acción refleja para el 2003 el efecto de los gastos extraordinarios en la reestructuración administrativa y la logística de transportes. En el 2004 presenta un crecimiento con respecto al 2003 y se acerca a niveles presentados en los períodos previos a este año, mientras que para el 2005 se alcanzan niveles superiores a los mostrados en los últimos tres años.

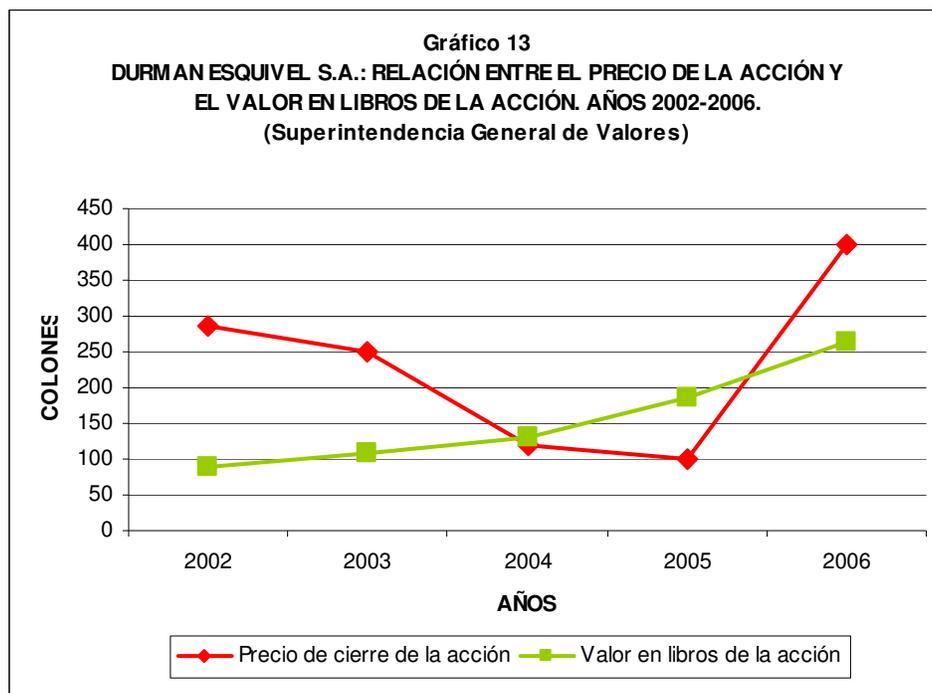
Tal como se muestra en el gráfico 12, existe una correlación positiva entre la cantidad de acciones transadas por período y el comportamiento del precio. Sin embargo, con el comportamiento reflejado, la utilidad por acción no tiene relación con las variables mencionadas anteriormente, a excepción del último año, en el cual la compañía presentó buenos resultados financieros reflejados significativamente durante el 2006.



Por último, en el gráfico 13 se aprecia que el comportamiento del valor en libras de las acciones se mantiene con un crecimiento constante. Por otra parte, se puede notar que las acciones de la empresa a inicios del período en estudio presentaba un precio superior al valor en libras registrado; sin embargo, en los años 2004-2005 las acciones se negociaron a un precio subvaluado en relación con su valor en libras, situación que mejora en el año 2006, cuando el precio aumenta de manera significativa en comparación con el período anterior, esto

debido a la adquisición de Durman Esquivel S.A. por la empresa con participación mundial Aliaxis Latinoamérica Cooperatief U.A., uno de los principales grupos dedicados a la manufactura de accesorios y tubería de PVC, con lo cual se da una diversificación de productos y expansión de mercados.

Esta situación creó entre los inversionistas una expectativa de expansión de la empresa, siendo uno de los factores que influyó de manera positiva en el comportamiento del precio de mercado de las acciones.



Cabe resaltar que el precio reflejado en los gráficos anteriores corresponde al precio de cierre de mercado, registrado al último día de cada período fiscal.

**c.1.1.1. Descripción de la política de dividendos en acciones comunes.**

En lo referente a la definición del monto de dividendos a distribuir por acción, el monto correspondiente aumentó en promedio un 9%, independientemente del comportamiento de la cantidad de acciones en circulación y de la utilidad por acción, tal y como se muestra en el cuadro 11.

La política de dividendos de Durman Esquivel S.A. durante el período 2002-2006, a excepción establece la distribución trimestral de los dividendos decretados según la Asamblea Ordinaria de Socios. La definición de los dividendos por pagar se establece mediante la asignación de una cantidad monetaria por acción a los poseedores de acciones comunes serie A y B.

En el año 2004 mediante la Asamblea Ordinaria de Socios de Durman Esquivel S.A. decidió no distribuir dividendos, lo anterior con el propósito de fortalecer la posición financiera de la compañía y atender el crecimiento esperado para el 2004.

**Cuadro 11**  
**DURMAN ESQUIVEL S.A.: POLÍTICA DE DIVIDENDOS**  
**Período 2002-2006**  
**- en colones -**

Año	Utilidad por acción	Dividendo por acción	Dividendo pagado (en miles)	Utilidades disponibles para acc. com.	% distribuido*
2002	10,79	2,00	724.629,00	2.011.388,00	43,93%
2003	4,1	2,00	372.877,00	764.972,00	18,54%
2004	7,23	2,00	0,00	1.366.785,00	0,00%
2005	15,23	3,00	378.077,00	2.878.203,00	27,66%
2006	47,47	2,63	378.077,00	8.974.364,00	13,14%

\* Porcentaje calculado con base en la utilidades del período anterior  
Fuente: Prospectos Durman Esquivel S.A. y subsidiarias.  
Superintendencia General de Valores.

### **c.1.2. Acciones Preferentes**

El monto autorizado de acciones preferentes serie C fue de \$20 millones de dólares, colocadas en el mercado primario y representadas mediante un macrotítulo, con un valor nominal de \$100, cuya emisión fue de 200.000 acciones preferentes el 15 de Diciembre del 2005 y está conformada por títulos con las siguientes características:

- Sin fecha de vencimiento y sin derecho a voto en Asambleas Ordinarias de Accionistas pero sí en las Asambleas Extraordinarias para tal efecto.
- La opción de redención es discrecional del emisor, y se realizaría en efectivo a un precio equivalente al 100% de su valor nominal y podrá efectuarse a partir del 2009 en forma parcial o total.

De esa emisión el 60% fue colocado a través de un contrato de underwriting con una institución bursátil local en Diciembre del 2005, de 120.000 acciones preferentes serie C a un precio de \$98.58 cada una por un monto de \$11.829.600 esto representó un incremento del capital social de \$5.869,92 millones. Parte de los recursos captados con esta emisión fueron utilizados para cancelar el total de acciones preferentes serie B, las cuales se encontraban clasificadas dentro del pasivo, a diferencia de las acciones serie C que fueron estructuradas de tal manera que se clasificaron dentro del patrimonio. Quedan pendientes de colocar un total de 80.000 acciones preferentes serie C con valor de \$100.

En cuanto a la política de dividendos para las acciones preferentes serie C se decreta igual a la tasa prime de 7.50% más un 3%, con mínimo de 7% y máximo de 12%. El dividendo será pagado de acuerdo con lo establecido en el prospecto de cuatro pagos iguales el primer día hábil de Abril del 2006, Julio 2006, Octubre

2006 y enero 2007. El monto a pagar por concepto del dividendo que devengan las acciones preferentes provendrá de las utilidades realizadas y líquidas reportadas en los Estados Financieros aprobadas por la Asamblea Ordinaria de Socios en cada período fiscal.

En Durman Esquivel S.A. se presenta la opción de conversión anticipada, en la cual el socio, tenedor de acciones preferentes Serie B, podrá manifestar por escrito su deseo de convertir acciones anticipadamente su acción preferida en acción común ante el puesto de Bolsa respectivo. Las acciones serán convertidas a acciones comunes a razón de un valor accionario equivalente a 7,5 veces la utilidad ajustada antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBIDTA). La emisión de acciones comunes Serie C a intercambiar por preferentes Serie B deberá seguir el proceso de registro posterior ante la Superintendencia General de Valores.

## **c.2 Conclusión General**

Durman Esquivel, S.A. empresa líder en el mercado de tuberías, se constituye un soporte para el desarrollo de la industria de la construcción. A lo largo de su existencia se ha diversificado en sus líneas de productos, conservando siempre su objetivo primordial, que es el transporte y manejo de fluidos.

Durman Esquivel fue recientemente adquirida por Aliaxis Latinoamérica Coöperatief U.A., la adquisición que culminó en febrero del 2007, del 99,99% de las acciones comunes. Aliaxis Latinoamérica Coöperatief U.A., también adquirió el 100% de las acciones preferentes en circulación.

El crecimiento reflejado en las ventas anuales de Durman Esquivel S.A. para el año 2006 ha sido el mayor observado en los últimos 8 años lo anterior

consecuencia de una mayor diversificación de productos y mercados. La utilidad neta en el 2006 es casi tres veces la utilidad neta del año 2005, lo cual fue causa de un aumento considerable en la utilidad por acción.

Las emisiones de acciones preferentes de Durman Esquivel puede ser des inscritas del Registro de Valores e Intermediarios evento en el cual se limitarían las posibilidades de utilización de los mercados secundarios organizados para la negociación de estos valores. Además, el tratamiento fiscal vigente para los dividendos que se declaren sobre estas acciones puede ser modificado en virtud de un cambio en la legislación tributaria, en cuyo caso se verla afectada la rentabilidad neta esperada por el inversionista. Por otra parte, es importante mencionar que existe el riesgo de que no se declaren del todo un dividendo, con el cual el rendimiento del inversionista y eventualmente el precio de la acción podría verse afectado durante ese período.

En relación con los riesgos propios de la emisión de acciones comunes, se encuentra la reducción en la participación de una acción común en el capital social producto de las nuevas emisiones de acciones, los cambios en el valor de las acciones comunes producto de las variaciones en las expectativas del mercado, emisiones adicionales de acciones, splits de acciones y distribución de dividendos y además, el mercado costarricense muestra características especiales y un tamaño reducido, el cual puede afectar la venta efectiva de las acciones por parte de los accionistas en mercado secundarlo.

Es importante destacar que el año 2006, es el año que presentó mejores resultados financieros para esta empresa, lo cual se refleja con un aumento de las acciones del 2005-2006. El monto de las emisiones para el periodo en estudio, se mantiene igual. Por otro lado el valor en libros presenta aun comportamiento creciente.

#### **d. La Nación S.A.**

La Nación S.A. y subsidiarias es una corporación constituida desde noviembre de 1946, cuya actividad principal es la prestación de servicios publicitarios, edición y producción de periódicos, semanarios y revistas, así como impresión en general y conversión de papeles y cartulinas. Esta sociedad posee más del 30% de participación de mercado, lo cual la coloca como la principal competidora de la industria publicitaria en Costa Rica.

La corporación La Nación S.A., está conformada por las siguientes empresas:

- Grupo Nación GN, S.A.: se dedica a la edición, producción y comercialización de los periódicos La Nación.
- Nueva Prensa Financiera S.A.: empresa editora del semanario Capital Financiero en Panamá.
- A.B.C. de Honduras S.A. de C.V.: empresa editora de Revistas en Honduras.
- Prensa Económica S.A.: ofrece al mercado una publicación semanal de información analítica económica, financiera, de tecnología y negocios sobre Costa Rica.
- PAYCA: dedicada a la importación y distribución de papeles de impresión y a la fabricación de productos de papel. Actualmente cuenta con operaciones comerciales en Costa Rica (PAYCA, Papeles y Cartones S.A.) y Nicaragua (PAYCA Nicaragua S.A.).
- Grupo Latinoamericano de Radiodifusión Costa Rica (GLR): ofrece el servicio de difusión publicitaria a las emisoras: La Nueva 90.7 (90.7 FM), 40 Principales (104.3 FM), y Bésame (89.9 FM).
- Producciones Salamanca Verde, S.A.: se dedica a la comercialización de bienes de contenido editorial en formatos tradicionales (libros) o multimedia (DVD, CD-ROM, videos, etc.).

- Desarrollos Los Olivos S.A.: dedicada a las inversiones fuera de Costa Rica.
- Inmobiliaria Los Olivos S.A.: sociedad de bienes raíces.

En enero de 1981 La Nación S.A. realiza la solicitud de inscripción de acciones comunes en la Bolsa Nacional de Valores, pero no es hasta 1983 cuando realiza la primera oferta pública de estos valores.

#### **d.1. Datos estadísticos de la empresa**

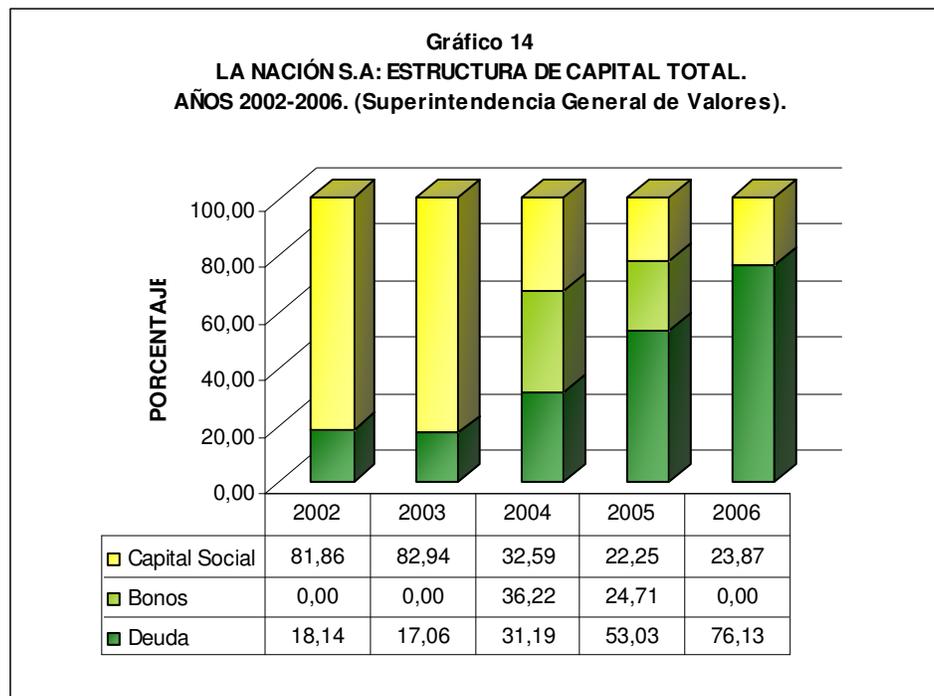
Durante los 26 años que La Nación S.A. ha participado en el mercado accionario costarricense solo ha realizado una emisión de acciones comunes para oferta pública y a la fecha la corporación no ha emitido ni colocado acciones preferentes en el mercado de valores.

Con respecto a la estructura de capital total, se muestra que durante los años 2002 y 2003 el capital social, compuesto en su totalidad por acciones comunes, constituía más del 80% de esta estructura. Sin embargo, a partir del 2004, la corporación, por medio del Grupo Nación S.A., realiza una emisión de bonos representada por un macrotítulo en bolsa equivalente a ₡5.000,00 millones, la cual se canceló en el 2005 como resultado de una reestructuración de la deuda mediante la que se consolidaron los préstamos en colones (deuda a largo plazo).

De esta manera, la corporación La Nación S.A. ha cambiado de una estructura basada en financiamiento propio a una estructura de financiamiento externo. Este cambio en la estructura de capital total ha significado para la sociedad una mejora en las condiciones financieras de las obligaciones, ya que durante el segundo semestre del 2006 las tasas de interés vigentes en el mercado empezaron a experimentar disminuciones significativas, mientras que el

financiamiento por medio de bonos costaba en promedio a la corporación un 16,6%.

En el gráfico 14 se muestra la composición del capital social para La Nación S.A., correspondiente al período 2002-2006.



**Cuadro 12**  
**LA NACIÓN S.A.: COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**  
**Período 2002-2006**  
**- en miles de colones -**

	<b>Deuda</b>	<b>Bonos</b>	<b>Capital Social</b>	<b>TOTAL</b>
2002	1.002.742,00	0,00	4.523.589,00	<b>5.526.331,00</b>
2003	931.231,00	0,00	4.525.794,00	<b>5.457.025,00</b>
2004	4.331.895,00	5.031.026,00	4.525.794,00	<b>13.888.715,00</b>
2005	10.785.400,00	5.025.415,00	4.525.794,00	<b>20.336.609,00</b>
2006	14.435.253,00	0,00	4.525.794,00	<b>18.961.047,00</b>

\* Porcentaje calculado con base en la utilidades del período anterior  
Fuente: Prospectos La Nación S.A. y subsidiarias.

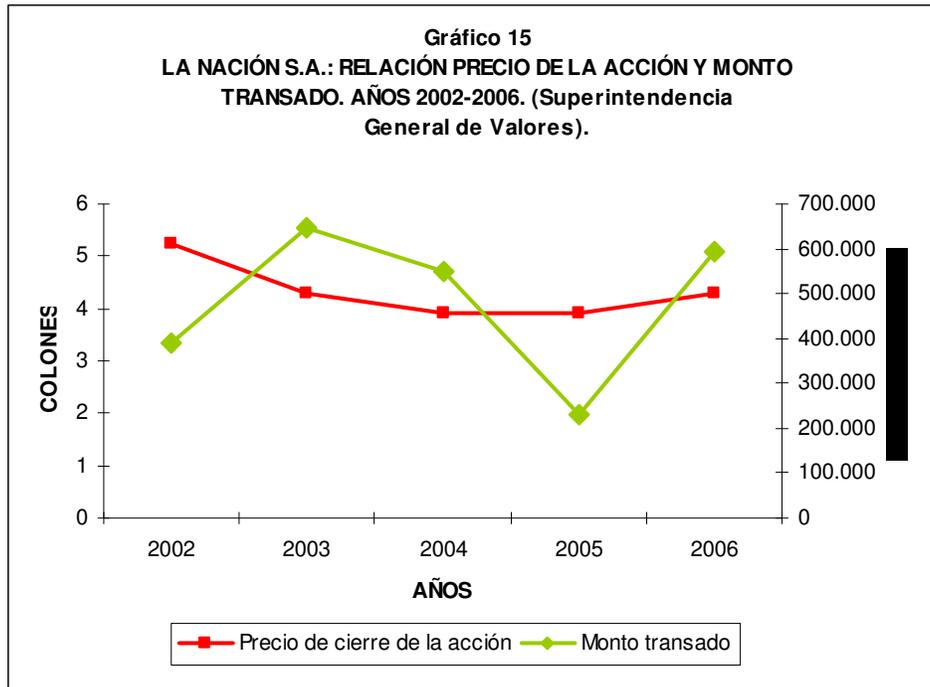
Como se mencionó anteriormente, el capital social de la empresa está conformado en su totalidad por acciones comunes, de las cuales el 99% se ha mantenido en circulación y el restante 1% en tesorería.

Durante el año 2004 La Nación S.A. recompró 54.000 acciones en circulación, aumentando para el período siguiente el saldo de acciones en tesorería. Este movimiento en el capital social no representó para la empresa efectos notorios en la composición del capital social, dado que la cantidad de acciones recompradas tan solo representaba el 0,001% del total en circulación.

A pesar de la decisión de la corporación de aprovechar las condiciones macroeconómicas, el 20% la estructura de capital total corresponde a capital social común.

No obstante, los resultados que la corporación podría esperar de este tipo de financiamiento, no logran alcanzar la expectativas de obtención de recursos debido a que, en los años del 2002 al 2006 se transaron en bolsa tan solo un promedio aproximado del 2,68% anual del total de acciones en circulación, lo que representa aproximadamente 120,959.74 (en miles) acciones.

El gráfico 15, ilustra el comportamiento de la relación entre el precio y la cantidad de acciones transadas por período. Como se observa, el precio de las acciones presenta una tendencia decreciente durante los años 2002-2005; sin embargo para el 2006 esta variable vuelve a incrementarse, situación que todavía se mantuvo en el primer trimestre del 2007.



El comportamiento en el precio en que se transan las acciones podría ser reflejo de la confianza de los inversionistas con respecto al rendimiento y al riesgo de las inversiones en esta corporación, ya sea por la amplia trayectoria en el mercado tanto bursátil como industrial, como por los buenos resultados financieros que ha obtenido la corporación, al menos durante el período evaluado.

Contrario a lo anterior, la cantidad de acciones transadas durante los años 2002-2006, presenta una mayor volatilidad. Para el período 2002-2003, la cantidad de título accionarios transados presenta un aumento, cuya correlación con la variable “precio” es negativa, por cuanto este disminuye en el mismo periodo.

Para el periodo siguiente (2004-2005), se presenta un comportamiento contrario a detallado anteriormente, ya que ante la caída del precio se da una disminución en la cantidad de acciones transadas. Esto podría explicarse por la expectativa

de disminución en los resultados financieros de la empresa debido a que durante esos períodos se realizaron proyectos importantes de inversión en activos fijos e infraestructura, entre los que se destacan la adquisición durante el periodo 2003-2004 de nueva tecnología para mejorar la infraestructura operativa del Grupo Nación S.A. Lo anterior pudo ser el motivo de la caída del precio, que se relacionó directamente con la disminución en el volumen de acciones transadas, dado que se proyectaba una caída justificada en los rendimientos de la corporación y consecuentemente de las acciones. Concluidos los proyectos de inversión, tanto el precio como la cantidad de acciones vuelven a incrementar, ya que la corporación volvería a recuperarse financieramente, proyectando rendimientos atractivos para los inversionistas.

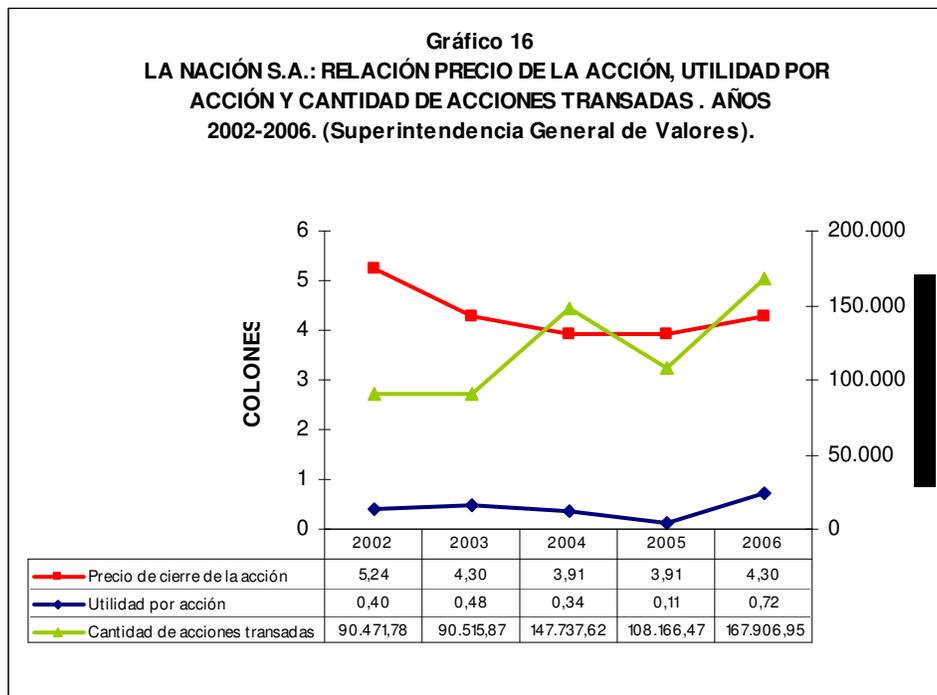
De esta manera se nota que desde el 2004, se da una significativa disminución en la cantidad de acciones transadas. Este comportamiento en las transacciones se da aún cuando el precio de la acción presenta variaciones, aunque no muy significativas, pues se mantuvo relativamente estable entre dichos periodos.

Para el año 2006, debido a la recuperación financiera que experimenta la empresa, su imagen en el mercado bursátil mejora y así el precio de cotización y la cantidad de acciones transadas.

La situación planteada en los párrafos anteriores demuestra que no existe una relación constante entre las variables en estudio (precio y cantidad de acciones transada), situación que se replica si se comparan con la utilidad por acción, calculada para cada uno de los años en análisis. En el gráfico 16 se observa que a pesar de la disminución en el precio y de una variación poco notable en la cantidad de acciones en circulación, la utilidad por acción aumenta levemente durante el período 2002-2003. Para los dos periodos siguientes,

independientemente del comportamiento del precio y la cantidad transada, la utilidad por acción disminuye, dado que las utilidades reportadas para los años 2004 y 2005 se reducen como consecuencia de las inversiones en activos, ya que estas se utilizaron como forma de financiamiento.

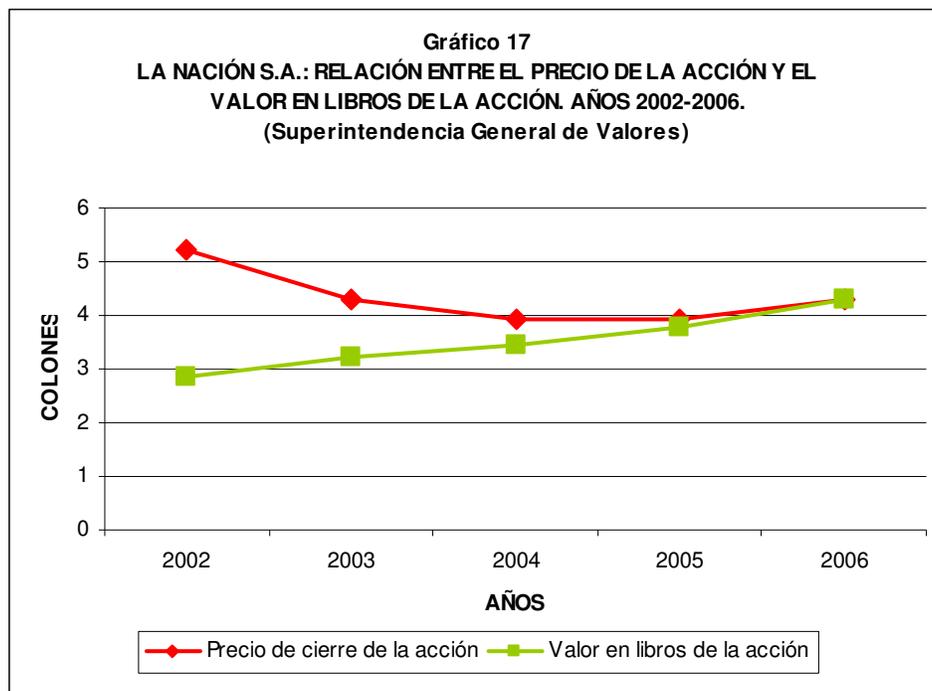
Además de que durante en el 2004 hubo un incremento en la cantidad de acciones transadas. Para el cierre del 2006, las tres variables presentan un comportamiento creciente quizás como resultado del repunte económico de la empresa, lo que generó una utilidad mayor para distribuir entre los accionistas y por ende mejores expectativas para los inversionistas.



De acuerdo a lo anterior, no es posible establecer los factores directos del comportamiento entre las variables ya que, durante el periodo evaluado el hecho de que el Grupo Nación S.A. realizara la inversión en tecnología, la cual no fue financiada por acciones sino por medio de bonos, afectó la estructura financiera

consolidada de la corporación La Nación S.A., provocando que las tres variables mencionadas se comportan de manera muy distinta, reflejando la poca constancia de los inversionistas, quienes generalmente buscan inversiones que les representan menor riesgo a una mayor rentabilidad.

Por otra parte, los resultados de la transacción de acciones durante todo el período 2002-2006, evidencia que éstas se negociaron a un precio por encima de su valor en libros; y dado que el precio es determinado por el pequeño movimiento de transacciones en el mercado, el comportamiento descrito refleja que la corporación mantuvo una imagen que los inversionistas pagaron a un precio mayor que el registrado contablemente. La brecha entre el precio de negociación y el valor en libros de las acciones se reduce durante el transcurso del período y para finales del 2006 el precio de la acción adquiere un valor muy cercano a su valor en libros, tal y como se muestra en el gráfico 17.



Cabe resaltar que los precios reflejados en los gráficos anteriores corresponden al precio de cierre de mercado, registrado al último día de cada período fiscal. Quizás, los movimientos financieros que la corporación realizó en los años comprendidos entre 2003 y el 2005, ambos inclusive, provocaron variaciones negativas en la partida de utilidades netas, que no se tradujeron en pérdidas ni en menos rendimiento sobre las acciones en circulación, fue interpretado por los inversionistas como una pérdida de valor de la empresa y por ende de las acciones colocadas en bolsa, por lo que el precio de las mismas se redujo gradualmente, manteniéndose por encima del valor contable. No debe obviarse que el mercado bursátil es un mercado de expectativas, en el cual la oferta y la demanda de valores determina su valor de mercado, con respecto a los acontecimientos en los que se vea involucrada la empresa específica y su respectiva emisión.

#### **d.2. Descripción de la política de dividendos**

El cuadro 13 muestra, el incremento de los dividendos por acción de manera no proporcional durante el período 2002-2006, a pesar de la caída de la utilidad por acción en el 2004 y 2005, y del comportamiento estable de la cantidad de acciones en circulación. Esta estrategia de la corporación para recompensar a los accionistas por su inversión, es resultado de una política de dividendos que permite la distribución de un porcentaje no específico de las utilidades por período.

Para los años 2002 y 2003, la corporación La Nación S.A. y subsidiarias mantuvo una política de dividendos mediante la cual se definía el pago de un porcentaje específico sobre el valor nominal de la acción, pagadero trimestralmente. Para el 2002 se definió un porcentaje del 14% anual y para el 2003 del 17%.

Para el 2004 no fue posible obtener el dato, pero basándose en el comportamiento de las variables involucradas (valor nominal, dividendo por acción), se determinó que la política a partir de este año y hasta el 2006 ha sido la misma. En este caso y según consta en los respectivos prospectos, se establece que no existe una política de dividendos preestablecida, por lo que es la Junta Directiva de la sociedad la encargada de analizar una serie de factores relacionados con los resultados del negocio, la situación económica del país y los rendimientos de las inversiones en el mercado, para presentar una recomendación a la Asamblea General de Accionistas del valor absoluto, que al igual que la política de los dos primeros años, representa un determinado porcentaje del capital social a la fecha del pago del dividendo. La distribución de los dividendos se realiza trimestralmente.

La corporación no ha capitalizado desde el año 2000 el capital social, por lo que esta se mantiene igual desde la última emisión de acciones realizada en el 2002. Sin embargo, la empresa solo distribuyó durante el período 2002-2005 un promedio del 46% de las utilidades netas, por lo que si se refleja una capitalización de las utilidades.

La no capitalización de utilidades disminuye para la empresa la posibilidad de utilización de capital propio para el financiamiento de sus actividades, dependiendo para ello de las utilidades retenidas o de financiamiento externo. En este caso, como se explicó al inicio de esta sección, la empresa ha recurrido en los últimos tres periodos al financiamiento bancario dado que este le representa un menor costo por la coyuntura que experimentan las variables macroeconómicas, en especial la variación de la Tasa Básica Pasiva.

**Cuadro 13**  
**LA NACIÓN S.A.: POLÍTICA DE DIVIDENDOS**  
**Período 2002-2006**  
**- en colones -**

Año	Utilidad por acción	Dividendo por acción	Dividendo pagado	Utilidades disponibles para acc. com.	% distribuido*
2002	0,40	0,14	633.188,00	1.802.957,00	47,54%
2003	0,48	0,17	796.293,70	2.142.196,79	44,17%
2004	0,34	0,18	807.192,00	1.532.906,00	37,68%
2005	0,11	0,18	807.192,00	486.542,00	52,66%
2006	0,72	0,19	852.036,00	3.206.870,00	175,12%

\* Porcentaje calculado con base en la utilidades del período anterior

Fuente: Prospectos La Nación S.A. y subsidiarias.  
Superintendencia General de Valores.

### d.3. Conclusión general

En el período comprendido entre los años 2002 y 2006, la corporación La Nación S.A. no realizó variaciones significativas en el capital social común. Sin embargo, debe destacarse que para el 2003, se emiten adicionalmente 2,205,000.00 acciones y se recomparan 54,000.00 acciones las cuales se registran en tesorería. De esta manera, para la mayoría de ese período la corporación mantuvo en negociación una emisión de 4,484,397.71 (en miles) de acciones.

A pesar del movimiento en el capital social, el valor nominal de la acción no se modificó; no así el valor en libros de las acciones comunes, el cual durante el período evaluado presentó un comportamiento creciente constante, debido al aumento neto que presentó el patrimonio en cada período.

Por otra parte, el precio de cierre registrado a finales de setiembre de cada año, presenta una mayor volatilidad; sin embargo, las variaciones no son representativas. Dado que esta variable se define de acuerdo a las expectativas del mercado con respecto a la compañía en la que se desea invertir, los

proyectos de inversión programados para los periodos posteriores al 2003, pudieron ser una de las causas de la leve disminución en el precio de negociación y el aumento en la cantidad de acciones transadas, considerando que el mercado accionario en Costa Rica es un mercado de expectativas, como resultado de la poca información de la que dispone el inversionista para la elección de una opción de inversión.

La representativa inversión en activo fijo que realizó la subsidiaria Grupo Nación S.A. en el período 2004-2005, se reflejó en los resultados netos de la corporación para el mismo período, ya que además de la emisión de bonos que se realizó con el propósito de financiar en gran parte la adquisición de la rotativa, los gastos financieros registrados para ese periodo, disminuyó con respecto al periodo anterior. En complemento a lo anterior, se resalta que la corporación no realizó capitalización de las utilidades retenidas ni del capital social. La fuerte inversión realizada para ese periodo, a pesar del efecto negativo que provocó sobre los resultados financieros de la corporación, no afectó la rentabilidad asociada a las acciones comunes, la cual desde el 2002 y hasta el 2006 creció de manera constante pero no proporcional. Cabe resaltar que para los años 2004 y 2005 se decretaron dividendos por el mismo monto.

La redistribución en la estructura de capital que realizó la corporación La Nación S.A. durante el período evaluado, le permitió llevar a cabo sus proyectos de inversión sin sacrificar la rentabilidad del inversionista y aunque si experimentó disminuciones en los resultados netos durante algunos períodos, que no se tradujeron en pérdidas, la empresa generó resultados positivos.

## **B. Sector Inmobiliario**

De acuerdo con los objetivos de investigación planteados, el sector inmobiliario se constituye un objeto de estudio de esta investigación, por cuanto está conformado por empresas que presentan los menores volúmenes de transacciones del mercado accionario costarricense. Este sector se considera con el fin de tener un panorama del mercado accionario costarricense, no solamente de los emisores más representativos del mismo.

### **1. Situación actual de las empresas del sector inmobiliario en el mercado accionario**

En los últimos cinco años la participación de empresas del sector inmobiliario en Costa Rica, no ha sido relevante ya que, desde los inicios en la Bolsa en 1974 solo se han inscrito 8 sociedades anónimas de las cuales a finales del 2006, se mantenían inscritas tan solo tres. De las sociedades inmobiliarias que actualmente forman parte del mercado accionario, dos de ellas probablemente se desinscriban en el corto plazo dado que su participación en este mercado no ha representado beneficios para su situación financiera.

La desinscripción de las diversas sociedades inmobiliarias de la Bolsa Nacional de Valores, aunado al mínimo lapso de tiempo que las mismas estuvieron en el mercado accionario, evidencia el poco desarrollo que ha tenido este sector en el mercado accionario costarricense y el auge que han tenido los fondos inmobiliarios, el cual se constituye uno de los factores que disminuye el interés de las empresas pertenecientes a este sector a participar en el mercado accionario.

En las últimas dos décadas, las empresas Inmobiliarias con participación accionaria en el mercado bursátil se han enfrentado a una serie de acontecimientos propios del sector que en la mayoría de los casos las han obligado a retirar sus emisiones accionarias, pues no han tenido la solvencia financiera para hacer frente a los costos que este tipo de financiamiento tiene implícito o bien, por que al no resultarles rentable este tipo de operaciones buscan nuevas opciones de financiamiento ya sea ante terceros o en otros mercados del sistema bursátil. Además, los bajos rendimientos que ofrecen al inversionista, no motivan a éste a incursionar en el sector Inmobiliario, el cual por dedicarse a un negocio relativamente riesgoso (se compran edificios con la expectativa de alquilarlos a futuro), podría no satisfacer el mercado accionario costarricense.

Lo anterior, aunado al escaso interés que ha mostrado las autoridades supervisoras y fiscalizadoras del mercado accionario al no proporcionar procedimientos que agilicen la inscripción de emisores accionarios y minimicen los costos asociados a dicho proceso; y de los intermediarios bursátiles que sujetos a la cultura de inversión que impera en Costa Rica se limitan a promover títulos valores que históricamente han sido los de mayor demanda (bonos, papeles comerciales), aunque en ocasiones pudieran ofrecer menores rendimientos que los títulos accionarios, dejando por fuera estos últimos del portafolio de inversión que ofrecen al inversionista.

Lo expuesto anteriormente, obstaculiza el ingreso de nuevas sociedades emisoras que deseen utilizar el mercado accionario como una fuente de financiamiento.

En el caso de las empresas del sector inmobiliario que generalmente inician su participación en el mercado accionario un año después de su constitución como

sociedad mercantil, recurren a la emisión de acciones para obtener recursos que les permitan operar sus negocios y realizar nuevas inversiones.

Recientemente, las propuestas para modificar la legislación aplicable al sector bursátil y más específicamente al mercado accionario costarricense, pretenden eliminar una serie de restricciones y limitaciones que impiden a empresas pequeñas y medianas incorporarse al mercado bursátil. Un ejemplo de estos recientes esfuerzos es la propuesta para desarrollar un mercado alternativo de acciones (MAPA), mediante el cual se pretende promover una plataforma de desarrollo al sector de empresas privadas que se encuentren en su etapa inicial del negocio.

Esto representa una oportunidad para aquellas empresas del sector inmobiliario que hasta ahora no han podido considerar su participación en el mercado de acciones, debido a las restricciones en cuanto a tamaño y tipo de empresas que actualmente limitan este mercado.

Algunas de las características de las empresas del sector inmobiliario que tienen inscritas emisiones en la Bolsa Nacional de Valores son las que se enlistan a continuación:

- Estructuras organizacionales simples
- Valor nominal en promedio de las acciones de este sector se encuentra por encima del valor nominal definido para las demás industrias
- La estructura de capital de las empresas accionarias del sector inmobiliario está compuesta únicamente por acciones, lo que demuestra que este tipo de sociedades no aprovecha las ventajas de otros tipos de financiamiento.

- Los montos de las emisiones son muy inferiores a los que generalmente emiten los demás sectores del mercado accionario.
- Por la naturaleza de las operaciones de este tipo de sociedades, la estructura financiera no es compleja ya que su actividad comercial se centra en la compra y alquiler de bienes inmuebles.

En conclusión, la intervención del sector inmobiliario en el mercado accionario no ha sido representativa ni en cuanto al volumen de transacción ni en cuanto a la cantidad de empresas inscritas. Estos antecedentes, podrían reflejar para el inversionista que el sector inmobiliario como participante del mercado accionario no es una atractiva opción de financiamiento.

En el siguiente apartado se detallan algunas consideraciones sobre las empresas inmobiliarias y sus emisiones durante el período 2002-2006.

## **2. Análisis de las empresas que conforman el sector Inmobiliario**

Dentro de este sector se clasifican las siguientes empresas: Inmobiliaria Enur S.A., Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A., y Get Net Us Government S.A., todas con emisiones accionarias inscritas en el Registro Nacional de Valores a diciembre de 2006.

### **a. Gen Net Us Government Lease S.A.**

Gen Net Us Government Lease S.A., fue constituido en enero del 2003 por un grupo de empresarios, en su mayoría estadounidenses, dedicados a la actividad inmobiliaria, y que a su vez poseen experiencia en el lanzamiento de ofertas privadas y públicas para el levantamiento de capital para diferentes proyectos. Esta empresa utiliza el mecanismo de la oferta pública en el mercado costarricense para realizar compra de edificios y desarrollo de proyectos

inmobiliarios en los Estados Unidos de América o bien para la obtención de capital de trabajo para el desarrollo inmobiliario que se llegue a realizar en los inmuebles que adquiera la sociedad.

Esta sociedad está conformada además por las siguientes subsidiarias: Gen Net USA, LLC; Detroit GSA, LLC; Lansing GSA, LLC.; Génesis San Antonio-VA Properties y VA Whitehall, LLC.

Su capital social está constituido por acciones comunes serie A, las cuales no son objeto de oferta pública, y por acciones preferentes serie B, que se constituyen en la única emisión accionaria inscrita en Costa Rica y en cualquier otro mercado internacional. Esta emisión se autorizó por un monto de US\$25.00 millones (que al tipo de cambio de cambio de presentación de los estados financieros ₡474.51, equivale a ₡11,862.75 millones), para una cantidad total de 2,500,000.00 acciones comunes y nominativas con un valor nominal de US\$10.00 (₡4745.10).

La primera emisión de estas acciones preferentes Serie B estuvo representada mediante un macrotítulo no individualizable equivalente a 1,000,000.00 de acciones.

En abril del 2005 se realiza la primera colocación de acciones preferentes en el mercado secundario, a través de Popular Valores Puesto de Bolsa S.A., con el que la empresa firmó un contrato de colocación al mejor esfuerzo. Para finales del mismo año, la sociedad había colocado un total de 333,012.00 acciones a su valor nominal, lo que representó un 33% de la emisión total.

Al cierre del 2006, la empresa registraba un monto total de transacción equivalente a ₡1,469.73 millones.

El último precio para la negociación de las acciones en el mercado secundario fue pactado en US\$10.10 (¢4792.55), siendo el precio de referencia igual a su valor nominal.

La política de dividendos establecida es la siguiente, “Se determino que se pagará trimestralmente un importe correspondiente al 100% de los dividendos, lo cual se efectuara siempre y cuando los dividendo se origen en utilidades realizadas y líquidas, debiéndose considerar, las reservas estatutarias, la reserva para el pago de las cuotas de todas las obligaciones existentes a favor de terceros tanto reales como contingentes, y que exista con certeza la viabilidad financiera para la realización del pago correspondiente”.

Es importante considerar que el para el año 2005 el monto correspondiente a los dividendos pagados corresponde a ¢25,856,654.00.

Para noviembre del 2006 la sociedad inicia los tramites para la recompra de las acciones preferentes en circulación y solicita a la Superintendencia General de Valores la desinscripción de la correspondiente emisión, con el fin de convertir la sociedad en un Fondo de Inversión. La sociedad anónima Gen Net US Government Lease pretende transformar las acciones preferentes serie B en un Fondo Inmobiliario y para esto realizó una reestructuración de cartera y venta de edificio con el propósito de proceder al reembolso de las acciones preferentes Serie B, a aquellos accionistas que así lo solicitaran.

Considerando, la incipiente y corta trayectoria de la empresa Gen Net Us Government y su participación en la Bolsa Nacional de Valores a la fecha no es posible realizar un análisis de las variables que son consideradas en la presente investigación, ya que su participación se refiere a un periodo fiscal (2004 - 2005), aunque las acciones preferentes se negociaron hasta noviembre 2006, fecha en

la que se retiraron por las razones anteriormente detalladas. Por ser diciembre la fecha de corte fiscal de la empresa, no se requirió la elaboración del prospecto para el período 2005-2006. Por lo anterior el presente documento no compila el análisis para el respectivo período.

Es importante destacar que la información financiera disponible para el período 2003-2005, no se utiliza para efectos de esta investigación, por que corresponde a proyecciones y no información real de las transacciones realizadas en estos periodos.

#### **b. Inmobiliaria Enur S.A.**

Inmobiliaria Enur, S.A. fue constituida el 3 de Marzo de 1992 y se dedica a la compra de bienes inmuebles para su alquiler a Inmobiliaria MXM, S.A. o a un tercero. Es subsidiaria de la Inmobiliaria M X M S.A., & Subsidiarias, y actualmente no tiene participación accionaria en otras empresas y no contempla que tal situación ocurra en el futuro.

Inmobiliaria Enur, S.A., tiene una estructura organizacional simple, con el fin de minimizar costos, además de que no requiere de una organización compleja para llevar a cabo en forma eficiente y eficaz sus responsabilidades.

El objeto social de esta sociedad será de manera especial las inversiones en activos inmobiliarios destinados a los negocios de autoservicio Palí y la percepción de rentas por concepto de su arrendamiento inmediato a Corporación Supermercados Unidos, S.A., ahora Wall-Mart.

Esta compañía abastece el mercado de Supermercados Pali, cadena de establecimientos de autoservicio más grande de Costa Rica tanto en ventas

totales, con una participación de mercado de casi un 30%, así como en número de puntos de ventas. Además es la única cadena con una adecuada distribución geográfica ya que tiene presencia en cada una de las siete provincias, así como en a las seis regiones del país.

Inmobiliaria Enur S.A., esta conformada por aproximadamente 120 bienes inmuebles. Los contratos de alquiler de estos bienes son el fundamento de los ingresos y de la estrecha relación con Corporación de Supermercados Unidos S.A.

El mercado al que abastece Inmobiliaria Enur S.A. (Corporación de Supermercados Unidos S.A.), a pesar de que posee una participación importante en el mercado de supermercados de Costa Rica, suscribió a inicios del 2003 una alianza estratégica con la firma holandesa Royal Ahold y el grupo guatemalteco La Fragua/Paiz. Producto de dicha alianza se crea una nueva estructura denominada CARHCO, situación que en el 2005 sufre una variante ya que Royal Ahold le vendió las acciones a la empresa más grande del mundo en el negocio de Supermercados Wal-Mart y a inicios del 2006 Wal-Mart adquiere hasta el 51% de las acciones quedando en manos del grupo La Fragua/Paiz un %24.5 y en los socios costarricense el otro % 24.5. Esta situación representó para Inmobiliaria Enur S.A., una oportunidad de crecimiento considerando la posible expansión de las cadenas de supermercados en todo el territorio nacional.

Su participación en el mercado de valores data desde el 20 de Agosto de 1992, cuando incursiono en la Bolsa Nacional de Valores, participando activamente en este mercado.

### **b.1. Datos estadísticos de la empresa**

De acuerdo con registros históricos, Inmobiliaria Enur S.A., desde los inicios de su participación en la bolsa, ha realizado solamente una emisión autorizada de acciones comunes por un monto de ₡4,000.00 millones, de los cuales se colocaron ₡2,873.31 millones. A la fecha no se han colocado acciones preferentes.

La emisión de acciones o el capital social accionario, ha representado dentro de la estructura del capital total de la empresa, un 100% durante los últimos cinco años, compuesto en su totalidad por acciones comunes. El financiamiento mediante acciones significa para Inmobiliaria Enur S.A. su única fuente para la obtención de recursos. La dependencia de una sola fuente de financiamiento limita entre otras cosas la obtención de recursos, oportunidades de crecimiento que pudieran aprovechar si existiera una combinación adecuada de la estructura de capital.

El monto del capital social común en circulación corresponde a ₡2,873,31 millones, correspondientes a 4,000,000.00 acciones con un valor nominal de ₡1,000.00. Las mismas se clasifican como serie B correspondiente a las acciones físicas y serie C correspondientes a las acciones desmaterializadas, las cuales se aprobaron en Asamblea Ordinaria del 26 de Noviembre del 2001.

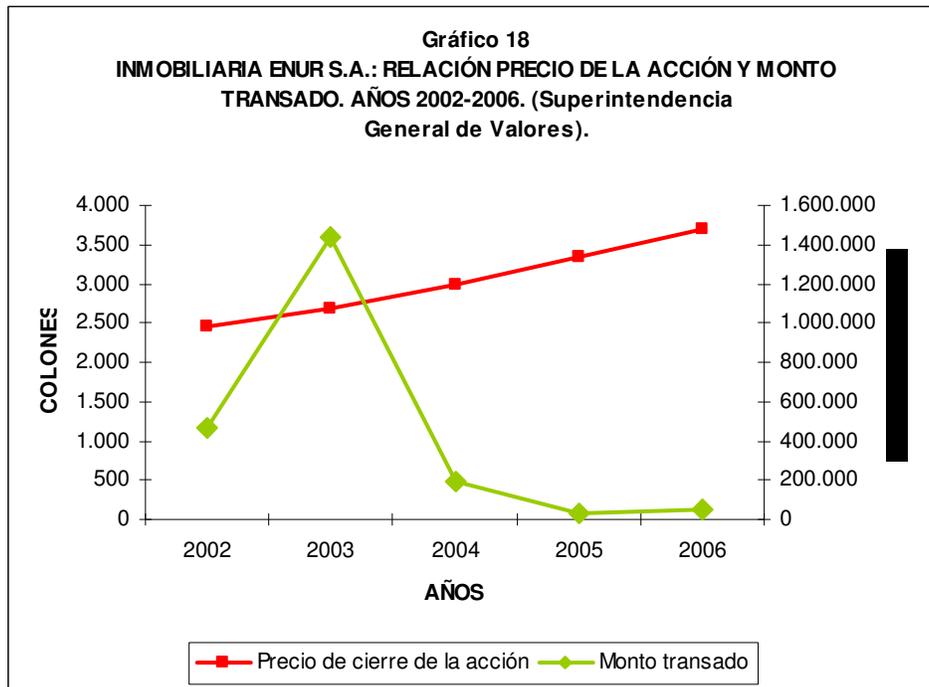
Para el período 2002-2006 el total de acciones transadas representó en promedio un 6% del total de acciones comunes en circulación, equivalente a un promedio de 162.60 (en miles) acciones.

Como se mencionó anteriormente, la estructura de capital total de Inmobiliaria Enur S.A., se constituye en un 100% del capital social de esta empresa en los

últimos cinco años. Durante el período bajo estudio, esta empresa no recurrió a deuda ni ha bonos para complementar su estructura de capital.

Por otro lado, el capital social común está conformado únicamente por acciones comunes en circulación, ya que durante su participación en el mercado accionario esta empresa no ha tenido acciones en tesorería ni ha emitido acciones preferentes.

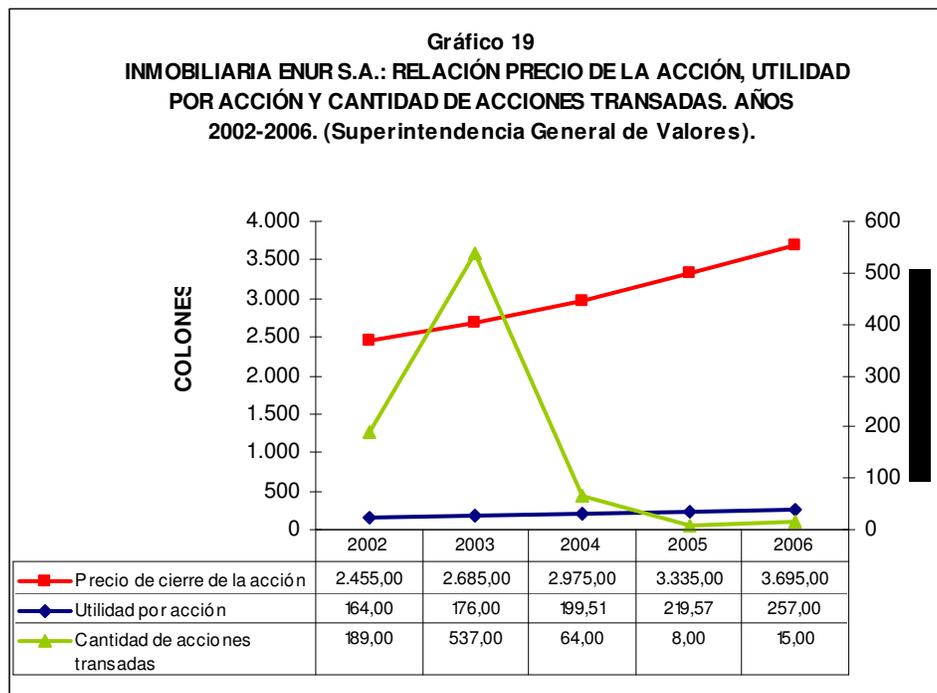
Con respecto al comportamiento entre el precio de negociación de las acciones comunes y el monto anual transado por la empresa, es posible determinar que no existe relación entre ambas variables. Como se muestra en el gráfico 18, el precio mantiene una tendencia creciente mientras que el monto transado presenta un comportamiento muy irregular.



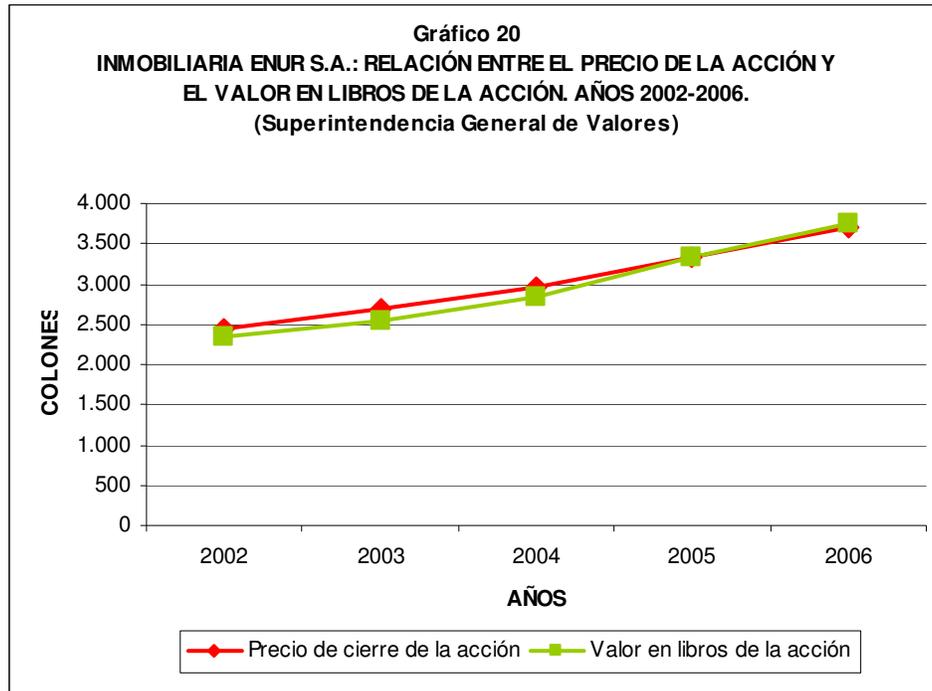
Como se menciona anteriormente, se evidencia una correlación positiva entre la utilidad por acción y el comportamiento del precio; es decir, ante un aumento en

el precio la utilidad por acción aumenta. Sin embargo, no existe una relación constante entre la cantidad de acciones transadas y las otras dos otras dos variables.

La utilidad por acción aumenta, producto de una disminución en los costos operativos de la empresa, los cuales son menores a los ingresos percibidos por alquileres. Lo anterior se muestra en el gráfico 19.



Por último, en el gráfico 20 se aprecia que las acciones de la empresa a inicios del período en estudio, presentaban un precio levemente superior al valor en libros registrado, para el año 2005 se presenta un equilibrio entre el precio de la acción y el valor en libros; sin embargo, para el año 2006 se observa una subvaluación de la acción.



Cabe resaltar que los precios reflejados en los gráficos anterior corresponde al precio de cierre de mercado, registrado al último día de cada período fiscal.

## b.2. Descripción de la política de dividendos

En lo referente a la definición de los dividendos a distribuir por acción, el monto correspondiente se ha presentado un porcentaje promedio de 84 de las utilidades en los últimos cinco años, independientemente del comportamiento de la cantidad de acciones transadas y de la utilidad por acción, tal y como se muestra en el cuadro 14.

En los últimos cinco años la empresa, ha mantenido la siguiente política de dividendos. “Cada año al 30 de septiembre, se practica un inventario, los balances respectivos así como el estado de ganancias y pérdidas los cuales se distribuirán en proporción a las acciones de cada socio. Lo anterior se realizará

siempre y cuando se originen utilidades realizadas y líquidas, debiéndose considerar para ello las reservas estatutarias, obligaciones existentes en favor de terceros”.

De esta manera a partir del año 2002, el porcentaje distribuido presentó una tendencia decreciente, como se evidencia en el cuadro 15. El porcentaje restante puede ser utilizado para capitalización, sin embargo esta decisión no se ha tomado en cuenta. Asimismo, tampoco se han desarrollado proyectos de inversión, por tanto, esa diferencia se ha acumulado en la utilidad retenida, la cuales durante el periodo evaluado no ha presentado disminuciones. Esto refleja la dependencia de la sociedad a los ingresos por alquiler, desaprovechando los beneficios que pudiera obtener del endeudamiento. No obstante, la empresa ha presentado resultados atractivos que según la información obtenida no ha sido percibido por los inversionistas.

**Cuadro 14**  
**INMOBILIARIA ENUR S.A.: POLÍTICA DE DIVIDENDOS**  
**Período 2002-2006**  
**- en colones -**

Año	Utilidad por acción	Dividendo por acción	Dividendo pagado (en miles)	Utilidades disponibles para acc. com.	% distribuido*
2002	164,00	0,91	430.998,00	472.607,00	103,50%
2003	176,00	0,90	453.984,00	506.549,00	96,06%
2004	199,51	0,83	476.970,00	573.254,00	94,16%
2005	219,57	0,80	502.830,00	630.884,00	87,72%
2006	257,00	0,74	545.930,00	738.528,00	86,53%

\* Porcentaje calculado con base en la utilidades del período anterior

Fuente: Prospectos Enur S.A. y subsidiarias.  
 Superintendencia General de Valores.

### **c. Inmobiliaria Comercial del Oeste, ICO, S.A.**

Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A. (antes Inmobiliaria Periféricos S.A.), registró su capital social en la Comisión Nacional de Valores, hoy

Superintendencia General de Valores, en octubre de 1993. La participación que Corporación Periféricos S.A. mantenía en el capital social de la inmobiliaria, ascendía a un porcentaje cercano al 90% del mismo.

Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A, antes denominada Inmobiliaria Periféricos, fue creada como un fideicomiso en respuesta al proceso de administración por intervención judicial que enfrentó la Corporación Periféricos debido a problemas financieros en 1995. La principal causa fue la falta de liquidez ocasionada por una fuerte reducción en sus ventas y un alto endeudamiento.

El objeto social de esta sociedad será de manera especial las inversiones en activos inmobiliarios y la percepción de rentas por concepto de alquileres de dichos inmuebles. Además la compañía puede participar en actividades industriales, agrícolas y comerciales en general.

Actualmente, puesto que no existe un mercado que abastecer el interés por alquilar los edificios es mínimo y se está considerando la posibilidad de venta de los inmuebles.

Por la simplicidad de la organización, la inmobiliaria no cuenta con recurso humano propio, ésta usualmente procede a la contratación de los servicios de administración a una firma consultora, Interval Consultores. S.A.,

Como limitante para el análisis y estudio de la presente empresa emisora, es importante mencionar que se presentó dificultad para la obtención de información financiera y sobre la participación en el mercado accionario, tanto por el proceso de Administración por Intervención Judicial de los Periféricos S.A., como por un retraso en la presentación a la Superintendencia General de Valores de los prospectos financieras correspondientes a los períodos 2005-

2006 de esta empresa. Como consecuencia de lo anterior el análisis de Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A. se realiza únicamente para los años 2002, 2003 y 2004 respectivamente.

### **c.1. Datos estadísticos de la empresa**

De acuerdo con registros históricos, Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A., desde los inicios de su participación en la bolsa, ha realizado solamente una emisión autorizada de acciones comunes por un monto de ₡475.30 millones.

Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A., posee únicamente acciones comunes, no posee ni a poseído acciones en tesorería ni emisión de acciones preferentes. Desde los inicios en la Bolsa, solamente se han colocado acciones comunes. Esta emisión se colocó totalmente en 1993 y a la fecha no se tiene en proyecto nuevas emisiones.

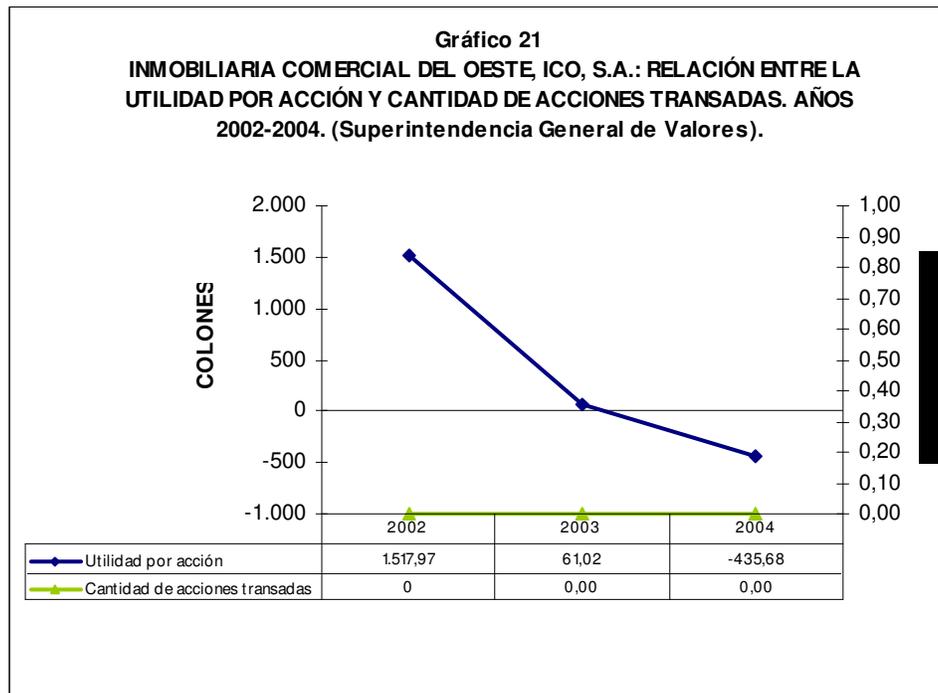
El monto del capital social común en circulación corresponde a ₡475,30 millones, correspondientes a 47,530 acciones con un valor nominal de ₡10,000.00.

Es importante considerar que debido a que los edificios permanecieron cerrados, la inmobiliaria dejó de percibir ingresos, en el mercado no se transaron acciones durante los períodos 2002, 2003 y 2004, los cuales como se explicó anteriormente para esta empresa emisora constituyen los períodos bajo estudio.

Otro factor a considerar es que las acciones de esta sociedad no han tenido negociación en Bolsa desde 1996. Consecuencia de lo anterior no se puede establecer una relación entre el precio de mercado de las acciones y el monto transado para cada período. Por otro lado, el comportamiento de la utilidad por acción presenta una disminución importante, producto de la situación financiera

de la empresa, la cual el se vio afectada por la disminución de los ingresos por conceptos de alquileres. Lo anterior se muestra en el gráfico 21.

El hecho de que una empresa emisora se encuentre inscrita en la Superintendencia General de Valores, no implica que la misma se vea en la obligación de colocar sus acciones en el mercado.



Por último, es importante considerar que el valor en libros de las acciones disminuye. Sin embargo, el no tener acceso a los precios de mercado de las acciones, por cuanto no se han realizado transacciones desde hace 10 años, se limita el análisis de la relación entre ambas variables. Por lo tanto, no se puede determinar si existe un equilibrio entre el precio de la acción y el valor en libros.

## **c.2. Descripción de la política de dividendos**

Por otra parte, en lo referente a la definición del monto de dividendos a distribuir por acción, el último dividendo registrado y pagado corresponde a monto de ₡45.00 millones para el año 2002. Desde entonces la compañía no ha percibido ingresos, razón por la cual de acuerdo con la política de dividendos, el reconocimiento de estos para los inversionistas no se hacen líquidos, tal y como se muestra en el cuadro 15.

En los últimos años la empresa ha mantenido la siguiente política de dividendos: "Cada año al 30 de septiembre, de las ganancias y pérdidas que hubiere al final de cada ejercicio anual se distribuirá en forma provisional al número de acciones que posea cada socio. La Asamblea de Socios delega al Consejo de Administración, la facultad de aprobar los estados financieros y declarar dividendos parciales antes del cierre de período fiscal con la periodicidad que considere conveniente. La declaración de dividendos parciales se hará con base en las utilidades netas mostradas en los estados financieros certificados y que las utilidades sean realizadas y líquidas. La declaración y liquidación de dividendos finales se hará con base en las utilidades netas mostradas en los estados financieros auditados siempre y cuando la opinión de un contador público autorizado (CPA), en el dictamen esté libre de salvedades y que las utilidades sean realizadas y líquidas".

De esta manera, durante el período 2002-2004, el porcentaje distribuido presentó una notable disminución. Es importante mencionar que a la fecha esta empresa emisora no ha capitalizado sus utilidades ni ninguna otra cuenta patrimonial.

**Cuadro 15**  
**INMOBILIARIA COMERCIAL DEL OESTE, ICO, S.A.: POLÍTICA DE DIVIDENDOS**  
**Período 2002-2004**  
**- en colones -**

Año	Utilidad por acción	Dividendo por acción	Dividendo pagado (en miles)	Utilidades disponibles para acc. com.	% distribuido*
2002	1517,97	ND	45.000,00	75.946.339,00	4,48%
2003	61,02	ND	0,00	3.053.048,00	0,00%
2004	-435,68	ND	0,00	-20.708.289,00	0,00%

\* Porcentaje calculado con base en la utilidades del período anterior

Fuente: Prospectos Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A. y subsidiarias.  
Superintendencia General de Valores.

El caso de Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A., la escasa o nula participación en el mercado accionario de esta sociedad, pone en duda los controles y la supervisión que ejercen los entes fiscalizadores del mercado bursátil, sea la Bolsa Nacional de Valores o la Superintendencia General de Valores, por cuanto permite la participación de empresas que no ofrecen buenas opciones de financiamiento a los inversionistas, exponiéndolos a altos niveles de riesgo.

En complemento a lo anterior, la publicación de información desactualizada e incompleta sobre las operaciones que realizan las empresas participantes y sobre los resultados contables y financieros por períodos que facilite al inversor el análisis de la misma y la toma de decisiones, debilita la seguridad que durante más de 30 años se ha tratado de dar al sistema bursátil nacional.

### **C. Impacto de las políticas de dividendos sobre la imagen financiera de las empresas del sector Industrial e Inmobiliario en Costa Rica.**

El dividendo representa el premio para el inversionista por la participación que adquiere al comprar acciones de una determinada empresa. Partiendo de este criterio, se analizará el impacto que este tiene sobre la imagen financiera de las

empresas de los sectores Inmobiliario e Industrial en el mercado accionario en Costa Rica.

La política de dividendos en las empresas emisoras, generalmente se define por la Asamblea de Accionistas, con base en los resultados financieros obtenidos al cierre fiscal, esto con el fin de que los posibles inversionistas tengan conocimiento de este hecho. La forma de definición del porcentaje a distribuir es lo que varía de una empresa a otra, ya que depende de la empresa y de los elementos y circunstancias considerados. Con lo anterior se quiere decir que las bases de la definición de las políticas son las mismas.

Asimismo, esto permite que la política de pago de dividendos de una determinada sociedad se constituya en una herramienta adicional para que el inversionista tome sus decisiones en cuanto a las inversiones que desee realizar, ya que dependiendo de sus expectativas, esta política pueda afectar o no la decisión del inversor.

De acuerdo con la investigación realizada, la definición de los dividendos a distribuir entre los accionistas comunes se lleva a cabo mediante la utilización de dos métodos. El primero de estos, consiste en determinar un porcentaje específico sobre las utilidades disponibles para los accionistas; mientras que el segundo se expresa como un valor monetario por acción. En el caso de los accionistas preferentes siempre se define un porcentaje sobre las utilidades.

En relación con el primer método, la empresa tiene mayor certeza de que una vez que se hayan cancelado los dividendos preferentes y se cancele el porcentaje definido a pagar a los accionistas comunes, quedará un monto de las utilidades que podrán ser capitalizadas ya sea a las utilidades retenidas o a cualquier otra cuenta patrimonial.

En cambio con el otro método, la sociedad no sabe con certeza si el monto de dividendos comunes definido a distribuir, será cubierto con las utilidades del periodo o bien, si el monto distribuir permitirá que la empresa cuente con recursos disponibles para capitalizar.

La administración de la política de pago de dividendos resulta importante ya que, esta podría utilizarse como un mecanismo para atraer inversores al ofrecerles altos rendimientos por sus inversiones. Sin embargo, este tipo de estrategia podría conllevar a la empresa a comprometer un elevado porcentaje de sus utilidades, exponiéndose a una débil posición financiera, impidiendo el uso de las utilidades para el desarrollo de proyectos, obligándose a recurrir al endeudamiento con terceros.

Es por esto que la política de dividendos que defina una sociedad anónima con participación en bolsa, debe considerar la satisfacción de los accionistas que esperan recibir flujos de efectivo derivados de la adquisición de las acciones, pero sin sacrificar las decisiones de inversión y financiamiento.

Otro aspecto que podría influir en la toma de decisiones de un inversionista, es la periodicidad de pago de los dividendos ya que, dependiendo de sus intereses, la cantidad de veces que la empresa distribuya dividendos al año podría constituirse en un elemento que impulsa la elección de una determinada opción de inversión.

Por lo tanto, si una empresa considera la política de dividendos como una opción para atraer inversionistas, debe tomar en cuenta que una administración inadecuada de la misma, podría repercutir de manera negativa en el futuro financiero de la empresa. Sin embargo, la elección por parte del inversionista,

esta en función de las expectativas que tenga sobre la empresa en la que desea invertir.

#### **D. Impacto de las metodologías de valoración de acciones sobre la imagen financiera de las empresas del sector Industrial e Inmobiliario en Costa Rica.**

Aunque las empresas tienen a su disposición una amplia variedad de métodos que les permiten valorar sus acciones, en Costa Rica esta práctica no es muy común, dado que la valoración de acciones se deriva de un estudio integral de la empresa mediante el cual se determina el valor de ésta.

Generalmente, la valoración de acciones de las empresas se realiza mediante un tercero, el cual considera para dicho proceso las condiciones del país, de la industria, la historia, el contexto del negocio, riesgos en los que puede incurrir la compañía, la competencia, las negociaciones que realiza, información financiera y contable, la situación actual que atraviesa la empresa, así como otros factores claves que distinguen a la empresa, ya que el propósito es definir su valor a futuro.

Según expertos, para el caso de Costa Rica, este tipo de valoración no se vincula con la participación de una empresa en el mercado bursátil ya que se realizan con fines comerciales, principalmente cuando una empresa desea vender una parte o la totalidad de sus acciones a otra empresa, tal es el caso de la reciente venta de acciones de Durman Esquivel S.A.

Por esta razón, el valor de una empresa en el mercado bursátil (precio) se define únicamente por la oferta y la demanda; sin embargo, por las características de este mercado, ese precio no es fiel reflejo del valor real de la empresa, ya que la

intervención de entes reguladores o grandes emisores e inversionistas impiden el funcionamiento normal del mercado. Esto sumado al hecho de que en Costa Rica no se ha desarrollado el mercado accionario, caso de los grandes mercados bursátiles, se resta importancia a estos procesos de valoración.

Se dice que el precio de las acciones se establece por la oferta y la demanda únicamente, porque a pesar de que diferentes participantes del mercado accionario calculan precios de referencia, ninguno de ellos refleja el precio real al cual se transan diariamente las acciones inscritas en la Bolsa de Valores.

De esta manera se puede identificar tres valoraciones realizadas por diferentes actores del mercado, cada uno independiente del otro, a saber: la empresa, la Bolsa Nacional de Valores y los analistas independientes, que en ocasiones representan los puestos de bolsa, los cuales administran las negociaciones de los emisores accionarios que así lo decidan.

La valoración que realiza la empresa corresponde a un primer análisis que realiza el emisor cuando pretende colocar por primera vez una emisión para oferta pública. Una vez que se realiza el proceso de inscripción en las entidades respectivas, sea la Superintendencia General de Valores o la Bolsa Nacional de Valores, la empresa o sociedad anónima emisora realiza un registro contable, mediante el cual se define el valor en libros inicial de cada acción, que en teoría representa un valor histórico, pero que en la práctica se define según los resultados de la empresa, considerando la suma del capital social emitido, el superávit y las utilidades no distribuidas, restando el importe de las acciones preferentes, a su valor nominal o de liquidación, y dividiendo la diferencia entre el número de acciones comunes que formen parte del capital social.

De acuerdo a lo indicado por la Bolsa Nacional de Valores, cuando se registra por primera vez una emisión de acciones con el fin de negociarla mediante bolsa, sea por ventanilla o subasta, el valor inicial que se registra es el valor en libros o el precio de referencia que indique el emisor como resultado de alguna valoración financiera que haya realizado un consultor. El precio que posteriormente se establezca para la negociación de acciones será aquel que se defina de acuerdo a la oferta de compra y venta que realicen los inversionistas.

Ese valor inicial que se registra en la Bolsa Nacional de Valores corresponde a un valor establecido mediante la aplicación de políticas contables o de la realización de un estudio integral de la empresa. Aunque pareciera que esta podría ser una forma de reflejar un valor realista de lo que en realidad es la empresa, lo cierto es que el valor en libros es un valor contable que excluye elementos importantes que dan valor a la empresa, como por ejemplo las expectativas de crecimiento.

Igualmente, el precio definido con base en los resultados de valoraciones realizadas por expertos ajenos a la empresa, no podría considerarse completamente confiable ya que, no existe disponibilidad de información suficiente con la cual se pueda emitir criterio sobre el verdadero valor de una empresa, el cual se refleja ciertamente en el valor de sus acciones.

Por otra parte, la Bolsa Nacional de Valores, utiliza la metodología estadística para calcular diariamente el precio de referencia de las acciones que se transan a través de la plataforma que esta entidad facilita a los participantes del mercado bursátil para que se lleven a cabo las transacciones de compra y venta de los títulos valores debidamente inscritos.

La metodología a la que se hace referencia, es aquella mediante la cual se calcula el vector de precios, que se denomina como “el valor razonable del título valor, el cual será el valor que será comparado con el valor en libros, para determinar la ganancia o pérdida”.

El Vector de Precios es entonces un sistema generador de un reporte único de precios para un grupo de títulos valor calculado por la Bolsa Nacional de Valores, que presenta el detalle del precio de referencia y de los rendimientos asociados a estos, ambos datos definidos con base en las operaciones que se realizan en el mercado secundario. La información que se genera se alimenta de los precios de cada título y representa un valor razonable que sirve de base para la valoración de carteras.

Este indicador que la bolsa facilita al inversionista y demás usuarios del sistema bursátil, con el fin de reflejarles a través de un cálculo estandarizado que refleja la situación de un día determinado, es un precio monetario que combina el precio de negociación con la cantidad de acciones transadas de cada operación. El precio de referencia dado por la bolsa, corresponde a un Precio Promedio Ponderado o Rendimiento Promedio Ponderado, el cual se calcula tomando como base el precio observado para el título valor, en este caso las acciones, en las operaciones de compra y venta que se encuentren dentro de los límites definidos por la bolsa, a saber:

Moneda	Límite Inferior	Límite Superior
Colones	5,000,000.00	350,000,000.00
Dólares	15,000.00	1,000,000.00

De lo anterior se infiere que el cálculo de este parámetro, requiere del dato del precio de negociación de cada operación, mismo que no es definido por la

empresa, como se detallo anteriormente, ni por la bolsa. Por lo tanto, se reitera la afirmación de que el precio de negociación es definido por el mercado y las transacciones que se realizan en él.

Por ultimo, existe otra valoración que realizan los analistas independientes o los Puesto de Bolsa, quienes a través de un análisis integral y fundamental de la empresa, definen un valor teórico de la acción. Para ello utilizan diversos métodos de valoración, siendo el de descuentos de flujos de efectivo o de valor presente el que más comúnmente se aplica en Costa Rica.

A pesar de que, estas metodología podrían parecer mas exactas y confiables, la falta de información para la realización de este tipo de valoraciones, ya sea por la poca apertura de las empresas a brindar detalles de sus operaciones y resultados financieros, limitan a los evaluadores de poder realizar el estudio amplio, incorporando todos los elementos necesarios para generar un resultado que refleje fielmente el valor de la empresa.

En complemento a lo anterior, una simple comparación entre la valoración de una acción y el precio de cotización se dificulta, ya que en la mayoría de los casos los resultados de la valoración de las empresas (acciones) se maneja como información confidencial entre la empresa valorada y aquella quien practica la valoración.

Además, la falta de confiabilidad en los resultados producto de la dificultad para la obtención de información, constituye una barrera limitante para los analistas o evaluadores, en el tanto no tienen la seguridad necesaria para ofrecer a sus clientes o al publico inversionista un dato que refleje el valor real de una determinada empresa o titulo valor, porque no cuentan con datos suficientes para sustentar la opinión que pueda generarse de la valoración realizada.

Por lo anterior, en Costa Rica, la valoración de acciones no se utiliza para influir directamente en el desempeño del mercado de valores, ya que ante la publicación de un determinado resultado, sea favorable o no para la empresa a la que haga referencia, podría provocar un impacto tanto para el emisor como para el mercado puesto que, necesariamente influiría en la expectativas del inversionista. De esta manera, si el resultado favorece las expectativas del mercado el precio tiende a subir y de manera contraria, si el resultado desfavorece las expectativas el precio disminuirá.

En junio del 2006, la compañía Corporate Financial Services (CFS), empresa consultora en el campo bursátil, publicó los resultados de la valoración realizada a algunas empresas con participación accionaria en bolsa. Para la presente investigación no se tuvo acceso al documento completo publicado, pero si fue facilitado por un puesto de bolsa reconocido, los resultados del estudio referidos a una de las empresas con mayor participación en el mercado accionario, Florida Ice and Farm Company S.A. (FIFCO).

Dicho estudio reflejó que las acciones de FIFCO al 30 de julio del 2006 tenían un valor teórico de ₡953,57; es decir, un 10,88% más que la última cotización registrada en el mercado a la fecha. La valoración se realizó utilizando el método de descuento de flujos de efectivo al costo estimado de capital accionario para los diez meses, entre el 1 de octubre del 2005 y el 30 de julio del 2006, reflejando que las acciones de la empresa se estaban transando a un precio subvaluado.

De acuerdo con lo indicado por los funcionarios de este Puesto de Bolsa, la publicación del estudio tuvo un efecto sobre el precio de cotización de las acciones dado que, a partir de la fecha de publicación el precio de las acciones,

tanto de Florida Ice and Farm Company S.A como de las otras empresas evaluadas presentaron una tendencia creciente.

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, si bien es cierto se pueden identificar tres formas en que se realiza la valoración de una acción, algunas de ellas se refieren a una variable que no se define mediante la aplicación de una fórmula matemática o estadística ni con base en el criterio de expertos, sino que es determinada por la interacción de los demandantes y oferentes de títulos valores en el mercado bursátil.

### **E. Impacto de la Legislación Tributaria sobre la negociación de acciones en el mercado accionario costarricense, y el efecto sobre la imagen financiera de las empresas del sector Industrial e Inmobiliario en Costa Rica.**

La actual legislación tributaria aplicada a las empresas que emiten acciones mediante bolsa establece que se debe pagar un 5% sobre las rentas que una sociedad anónima pague a un socio en forma de dividendos por la tenencia de acciones inscritas en la Bolsa Nacional de Valores. Dicho impuesto es calculado después de la reducción del impuesto de renta sobre las utilidades.

La existencia de una doble retención de impuestos sobre las utilidades de las empresas, se ha convertido en uno de los factores que limita el desarrollo del Mercado Accionario, ya que los dueños de las empresas emisoras de acciones deben pagar en primera instancia el respectivo porcentaje del impuesto sobre las utilidades generadas y, posteriormente, se cobra a los accionistas el impuesto sobre los dividendos. A pesar de que las empresas emisoras de acciones pagan un porcentaje menor sobre los dividendos, la doble imposición sobre las utilidades está presente y no existe otro tipo de incentivos fiscales que estimulen a las empresas a participar en bolsa.

La Ley General del impuesto sobre la Renta establece que toda empresa física o jurídica, a excepción de los casos que la misma ley plantea, está sujeta al pago de impuestos sobre las rentas que genere de las actividades lucrativas a las que se dedique, independientemente de su naturaleza; con base en la escala porcentual para el cálculo del respectivo impuesto. Asimismo la ley hace referencia a la imposición de un 5% sobre los dividendos distribuidos sobre las acciones inscritas en la Bolsa Nacional de Valores.

Por otra parte, las sociedades anónimas que paguen o acrediten a sus socios, dividendos de cualquier tipo, participaciones sociales y otra clase de beneficios asimilables a dividendos (que no se encuentran inscritos en una bolsa de comercio), estarán obligados a retener el 15% de tales sumas.

Independientemente del sector al que pertenezcan las empresas, la estructura financiera de las mismas y del tipo de acciones que emitan, están sujetas al cumplimiento de la citada ley y por tanto al pago de un doble impuesto.

Bajo este esquema de retención del impuesto, se obliga al inversionista a valorar otras opciones de inversión, descartando la adquisición de acciones, lo cual afecta a las empresas emisoras al no haber demanda de acciones ni mercado para su colocación, debilitando el sistema bursátil nacional y el crecimiento económico del país.

# **CAPÍTULO VI**

# **CONCLUSIONES**

## CAPÍTULO VI

El siguiente capítulo presenta las conclusiones producto de la investigación realizada sobre el mercado accionario costarricense y el impacto de las políticas de dividendos, la valoración de acciones y legislación tributaria costarricense sobre la imagen financiera de las sociedades anónimas del sector industrial e inmobiliario que se mantenían inscritas en la Bolsa Nacional de Valores a diciembre del 2006.

1. La falta de madurez de las empresas, los costos asociados a la emisión de acciones y el temor al escrutinio público son factores que han inhibido el desarrollo del mercado, ya que la exposición pública de la empresa juega un rol determinante en la percepción que el inversionista tenga sobre sus acciones.
2. Es común que las empresas costarricenses muestren una preferencia por el financiamiento a través de otras fuentes como el crédito bancario, la colocación de deuda o la venta de activos, ignorando las ventajas y beneficios que la emisión de acciones puede representar para su crecimiento financiero y operativo. Por lo anterior se concluye, que las empresas estudiadas pertenecientes al sector industrial, que han realizado una mezcla adecuada de las diferentes fuentes de financiamiento les ha permitido mantener activamente en el mercado accionario. Caso contrario, ocurre en el sector inmobiliario, en el cual la utilización del acciones como único método de financiamiento es uno de los factores influyentes en la desinscripción de la mayoría de estas empresas de la Bolsa Nacional de Valores.

3. El poco desarrollo que se ha evidenciado en el mercado accionario costarricense en los últimos cinco años, se ve reflejado en el volumen promedio transado, el cual no supera el cinco por ciento de las acciones que se encuentran en circulación, lo anterior es consecuencia de la desinscripción de empresas emisoras accionarias de la Bolsa Nacional de Valores y por la falta de interés de las empresas y de los puestos de Bolsas de promover y mejorar la cultura del inversionista.
4. En los últimos cinco años, en promedio de la cantidad de empresas emisoras inscritas en la Bolsa Nacional de Valores ha disminuido de manera constante, presentando una tendencia decreciente durante el periodo 2002-2006.
5. La legislación referente al mercado bursátil y las transacciones que en este mercado se puedan realizar, no se cumplen a cabalidad ni por los entes supervisores, fiscalizadores y reguladores, ni por los participantes inscritos en dicho mercado. Lo anterior en cuanto a la presentación oportuna de información veraz, actualizada, estandarizada y completa sobre hechos relevantes asociados tanto a la empresa como a sus emisiones , ya que durante el desarrollo de esta investigación, no se encontró la información financiera completa de todo el periodo bajo estudio de los prospectos que deben ser entregados anualmente a la Superintendencia General de Valores, y a mayo 2007 no había existencia alguna de los prospectos para los años 2005 y 2006. Lo cual sucedió para efectos del estudio de las empresas del sector inmobiliario.
6. En relación con los participantes del sector industrial e inmobiliario, se refleja una preferencia hacia la emisión de acciones comunes, sin embargo para el período 2005-2006, existe un mayor interés de las

- empresas por emitir acciones preferentes, como estrategia para atraer inversionistas y a la vez como fuente de financiamiento para futuros proyectos de inversión.
7. Las sociedades anónimas emisoras de acciones que conforman el sector industrial, constituyen corporaciones con amplia trayectoria nacional y bursátil, con una estructura financiera sólida. Constituyendo el sector de mayor volumen transado dentro de la Bolsa Nacional de Valores, situación que se ha mantenido hasta finales del año 2006. No obstante, a diferencia del sector inmobiliario, el sector industrial no ha crecido en la cantidad de emisores, pero han mejorado algunas de sus variables, entre estas el precio de mercado y cantidad de acciones transadas.
  8. Se destaca que el sector industrial analizado mantiene en general, una mezcla de las fuentes de la estructura de capital total, ya que las empresas que lo conforman utilizan las tres opciones de financiamiento a largo plazo: bonos, deuda (préstamos) y capital social.
  9. Dentro del sector industrial no existe un comportamiento similar entre las variables evaluadas (precio, valor en libros, utilidad por acción, monto y cantidad de acciones transadas) dado que muchas de ellas se definen en función de las expectativas del mercado y de los resultados financieros de la empresa. Por tanto en cuanto a la definición del precio de las acciones, es un análisis que considera una serie de factores en conjunto tales como, resultados contables, opinión y supuestos de lo que la gente cree que vale en realidad, negocios en los que participan, situación actual de la compañía, riesgos en los que puede incurrir, competencia y futuras negociaciones. El precio esta relacionado con la manera en como se transan las acciones, el valor al que se negocio en el mercado una

- determinada acción el cual es definido por la oferta y la demanda, a diferencia del valor en libros que lo determina la empresa y se registra contablemente.
10. En relación con la política de dividendos del sector industrial, se distribuye aproximadamente un promedio mayor al 50% de sus utilidades anuales. Y a pesar de esto, durante todo el período se evidenciaron resultados financieros favorables y un crecimiento importante en cuanto a diversificación de operaciones e infraestructura, esta estrategia no ha logrado los resultados esperados en cuanto a las transacciones de acciones, ya que el número de operaciones no ha sido relevante.
  11. En la información consultada y analizada se refleja indicaciones de capitalización, ya que en los estados financieros de las empresas de sector industrial se refleja un aumento en algunas cuentas patrimoniales, que indican una capitalización de las utilidades retenidas, que le permite a la empresa, entre otras cosas, invertir en activos fijos o incrementar el capital social.
  12. El sector inmobiliario se caracteriza por estar integrado por pocas empresas, cuya participación en el mercado tanto bursátil como accionario es muy reciente. Como característica particular de las empresas de este sector se nota que la primera emisión de acciones registradas se realizan al año siguiente de su constitución como entidad mercantil. Se puede concluir que tanto la cultura del inversionistas el cual prefiere opciones de inversión de menor riesgo, como por los requisitos de inscripción y legales vigentes, así como por las características del mercado accionario costarricense, este tipo de empresas no tiene oportunidad de mantenerse en un mercado que les demanda costos por

- una opción de financiamiento que no le genera los recursos suficientes para continuar con este tipo de operaciones. Esto lleva la salida de empresas y a la búsqueda de opciones de financiamiento más rentables en términos de obtención de recursos.
13. Aunque no es posible realizar una comparación directa entre ambos sectores industrial e inmobiliario por la naturaleza del negocio, se resalta que el precio de cotización de las acciones correspondientes a este último, es muy superior al precio promedio de las acciones del sector industrial, pesar de que los montos de las emisiones y la cantidad de acciones emitidas es menor. Según criterio de los investigadores, este comportamiento guarda relación con el valor a la par de la acción, ya que al no existir información relevante sobre las empresas, este valor constituye una referencia relativamente razonable para definir el valor de negociación de las acciones de una determinada empresa.
14. El monto promedio transado en acciones del sector inmobiliario representó a finales del 2006, el menor porcentaje de todo el mercado accionario y en virtud de los acontecimientos que han impactado directamente a las empresas de este sector, el mismo se ha debilitado promoviendo una imagen de riesgo y poca rentabilidad hacia los inversionistas. Es importante considerar que la inscripción de una empresa en Bolsa, no obliga a la misma a transar acciones, por lo que se nota una falta de interés de las empresas por participar activamente en el mercado de acciones.
15. Existe poca información sobre la participación de las sociedades anónimas del mercado accionario que conforman el sector inmobiliario, ya sea porque estas empresas tienen poca trayectoria o porque la

- presentación de información, en cuanto a forma y fondo, no provee al inversionista los datos necesarios y completos para realizar un análisis de las mismas. La situación anterior, se da como consecuencia de falta de controles que obstaculizan el cumplimiento total de las regulaciones existentes en el mercado.
16. La definición de una política de dividendos forma parte de los elementos que una empresa debe considerar al momento de registrar y emitir acciones para oferta pública en el mercado de valores, ya que el inversionista debe verse atraído en muchos casos por el pago de rendimientos que satisfagan sus expectativas. Este aspecto es considerado por las empresas en estudio, puesto que la mayoría de estas, distribuyen altos porcentajes de sus utilidades. No obstante lo anterior, las políticas de dividendos utilizadas por las empresas evaluadas no reflejan un efecto negativo sobre sus resultados financieros; sin embargo, tampoco se refleja en la información consultada una mejora sustancial en cuanto a la participación de éstas en el mercado accionario.
17. Una mala administración de una política de dividendos puede representar para la empresa una dependencia de financiamiento externo y hasta el debilitamiento de su estructura financiera, causada por la dependencia al financiamiento con terceros. La política de dividendos, a criterio de los investigadores tiene una importancia relativa, tanto para el emisor como para el inversor ya que es una de las maneras en que el segundo podría ver atractiva una opción financiera.
18. Aunque no se puede garantizar el éxito de la participación de una empresa en el mercado accionario, se puede decir que una adecuada combinación de fuentes en la estructura de capital total puede traer

- beneficios para la empresa y por ende para el fortalecimiento de su estructura financiera. Si a lo anterior se suma una adecuada formulación de la política de dividendos, aunque el mercado accionario actual no facilite las condiciones apropiadas para que se de una participación libre, pueden permitirle al emisor de acciones el aprovechamiento de las pocas ventajas que este tipo de financiamiento le ofrece bajo las condiciones en las cuales se ha utilizado. De acuerdo a lo estudiado, el mercado accionario costarricense, no crece por las limitadas ventajas que este ofrece, en relación con el mercado de dinero.
19. En Costa Rica se pueden identificar tres formas en que se valoran las acciones: el valor inicial que le da la empresa, el cálculo del precio de referencia que hace la Bolsa Nacional de Valores y las valoraciones realizadas por analistas expertos en este campo. A pesar de que los resultados de las valoraciones podría parecer razonable, ninguna refleja el valor real de la empresa porque el acceso a la información para realizar este tipo de análisis es limitado.
20. En relación con la valoración efectuada por la Bolsa, se puede concluir que la misma es un precio de referencia basado en las observaciones producto de los movimientos de compra y venta de acciones diarias de una determinada empresa emisora, la cual involucra dos elementos: el precio de cada operación y la cantidad de acciones transadas. Cuyo precio es definido por la oferta y la demanda del mercado.
21. La valoración realizada por la empresa no obedece a una metodología establecida, realizando un registro contable, mediante el cual se define el valor en libros inicial de cada acción, que en teoría representa un valor histórico, pero que en la práctica se define según los resultados de la

- empresa, considerando la suma del capital social emitido, el superávit y las utilidades no distribuidas, restando el importe de las acciones preferentes, a su valor nominal o de liquidación, y dividiendo la diferencia entre el número de acciones comunes que formen parte del capital social.
22. El analista valora la acción de una empresa, principalmente esta metodología se aplica con fines comerciales para dar un valor agregado a la compañía y generalmente esta herramienta es aplicada por terceros a solicitud de la empresa, dependiendo de las necesidades por las cuales se requiera la aplicación de la misma y toma en cuenta los resultados contables y operativos de la compañía, la percepción del mercado, las expectativas de crecimiento y desarrollo futuras, los riesgos en los que la compañía puede incurrir, la competencia y su desarrollo, la situación actual de la compañía, posibles consecuencias que puedan repercutir en los ingresos futuros y en la etapa del negocio en la que se encuentra. Sin embargo, el acceso a la información para realizar un análisis preciso y confiable, es limitado.
23. Para determinar el impacto directo de la utilización de metodologías de valoración de acciones sobre la imagen financiera de la empresa se requiere un estudio integral de la empresa y del entorno en el cual ésta se ve inmersa, ya que la información que al respecto se haya generado por terceros mantiene un carácter de confidencialidad, lo expuesto anteriormente se concluye según información suministrada por analistas financieros de puestos de bolsa costarricenses.
24. La legislación tributaria hace referencia a la imposición sobre la rentas que los accionistas reciben como resultado de la distribución de dividendos provenientes de las utilidades disponibles para distribuir, las

cuales se someten en primera instancia al impuesto del 30% de renta y luego al 5% deducible sobre las acciones comunes; disminuyendo de esta manera las utilidades para los accionistas, lo cual ocasiona que el monto de dividendos pagados sea menor. Lo anteriormente planteado afecta directamente el rendimiento que el inversionista espera recibir como recompensa a su inversión y obliga al inversionista a incorporar en sus portafolios de inversión otras opciones.

## BIBLIOGRAFÍA

### Libros

Augusto, C. (2000). Metodología de la Investigación para Administración y Economía. Colombia: Pearson Educación de Colombia, D. C.

Barrantes Echeverría, Rodrigo. (2006). Investigación: un camino al conocimiento, un enfoque cualitativo y cuantitativo. Undécima edición. Editorial Universidad Estatal a Distancia. San José, Costa Rica.

Barrantes, R. (2006). Investigación un Camino al Conocimiento. Costa Rica: EUNED.

Bernal T., César Augusto. (2000). Metodología de la investigación para la administración y la economía. Pearson Educación de Colombia, LTDA. Santa Fe de Bogotá D.C., Colombia.

Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. (2004). Principios de Inversiones. Quinta edición. España: Mc Graw-Hill, Interamericana de España S.A.

Bogantes, Helen; Delgado Ana G; Hidalgo, Ana L.; Núñez, Marianela. (1999). Valoración de acciones internacionales: un reto para la negociación de acciones en el mercado bursátil costarricense. Costa Rica: Universidad de Costa Rica.

Brenes, José Rafael. El Reto del Desarrollo del Mercado Accionario. (2006). San José, C.R.: Periódico el Financiero. Edición del 20 al 26 de febrero de 2006.

- Gallardo, H. (2001). Elementos de Investigación Académica. Costa Rica: EUNED.
- Gitman, Lawrence J. (2003). Principios de Administración Financiera. Décima edición. México: Pearson Educación de México, S.A.
- Gómez Barrantes, Miguel. (2001). Elementos de estadística descriptiva. Octava edición de la tercera edición. Editorial Universidad Estatal a Distancia. San José, Costa Rica.
- Gutiérrez Valitutti, Edgar. El Mercado Bursátil Costarricense: Análisis del Entorno y Perspectivas. (2001). San José, C.R.: Trejos,.
- Ladron de Guevara, C. (2001). Metodología de la investigación científica: problemas del método en ciencias sociales. Bogota: Univ. de Santo Tomas.
- Madura, Jeff. Mercados e Instituciones Financieras. (2001). Quinta Edición. Thomsom Learning, México.
- Quintana Ruiz, Carlos. (2002). Estadística Elemental. Editorial Universidad de Costa Rica. San José Costa Rica.
- Ramírez Solano, Ernesto. Moneda, Banca y Mercados Financieros. (2001). Prentice Hall.
- Salas Bonilla, Tarcisio. (2000). Finanzas Avanzadas Selección de Lecturas. TEC. San José.

- **Leyes y reglamentos:**

Código de Comercio.

Código de Normas y Procedimientos Tributarios.

Ley del Impuesto sobre la Renta No. 7092 y su reglamento. Edición actualizada 2007.

Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732.

Reglamento de Oferta Pública de Valores.

Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información.

- **Artículos**

Díaz, Rodrigo. Accionistas no pagarían doble tributo. [http://www.larepublica.net/\\_vernoticia.aspx?idart=37028](http://www.larepublica.net/_vernoticia.aspx?idart=37028). Consultado: marzo de 2007.

Rojas Chan, Anayansy. **La Sociedad Anónima y la acción.**

Cabezas Bolaños, Silvia. Otro impulso al desarrollo del mercado bursátil. <http://www.actualidad.co.cr/330/14.actualidad.html>. Consultado: marzo de 2007.

- **Comunicaciones personales en línea:**

Coto Quesada, José Francisco. (2007). **Metodología de Valoración de acciones en Costa Rica** (entrevista telefónica). Grupo Aldesa S.A.

Hernández, Manrique. (2007). **Valoración de acciones en Costa Rica** (entrevista telefónica).

Huertas, Jonhny. (2007). **Varios** (entrevista telefónica). Tesorero, Atlas Eléctrica S.A.

Murillo, Jose Mario (2007). **Valoración de acciones en Costa Rica** (entrevista). Analista, Grupo Sama S.A.

Suarez, Andrea. (2007). **Varios** (correo electrónico). Durman Esquivel S.A. (E-Mail: [asuarez@durman.com](mailto:asuarez@durman.com))

Vargas López, Catalina. **Varios** (correo electrónico). Bolsa Nacional de Valores. (E-mail: [cvargas@bolsacr.com](mailto:cvargas@bolsacr.com)).

- **Sitios web:**

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

<http://www.aibarra.org/investig/tema0.htm>

<http://www.angelfire.com/emo/tomaustin/Met/metinacap.htm>

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

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

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

<http://www.capitales.com/manual/articulo.mhtml?art=saaccion&tit=La%20Sociedad%20An%26oacute%3bnima>  
<http://www.hacienda.go.cr/centro/datos/Articulo/EL%20MERCADO%20ACCIONARIO%20COSTARRICENSE>  
[www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fukkdocs/fin/bolsasmundo.htm](http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fukkdocs/fin/bolsasmundo.htm)  
<http://www.invertironline.com/Aprender/Nivel4/N4introbolsa1.asp>  
<http://intervenir.blogspot.com/>  
<http://www.monografias.com/trabajos15/disenio-cuestionarios/disenio-cuestionarios.shtml>  
<http://www.mvalores.fi.cr/grupo.php>  
<http://www.mvalores.fi.cr>  
<http://pizarra.uv.es/global/HELP/ch07s03.html>  
[http://www.portfoliopersonal.com.ar/Acciones/saber\\_mas\\_acciones.asp#tipos](http://www.portfoliopersonal.com.ar/Acciones/saber_mas_acciones.asp#tipos)  
<http://www.sidar.org/recur/desdi/traduc/es/visitable/indagacion/Quest.htm>  
<http://sitioneutro.terra.cl/PreguntasFrecuentes/ServiciosPortal/RedNegocios>  
<http://www.sugef.fi.cr>  
[http://es.wikipedia.org/wiki/Acuerdos\\_de\\_Bretton\\_Woods](http://es.wikipedia.org/wiki/Acuerdos_de_Bretton_Woods)

- **Otros**

Atlas Eléctrica S.A. y subsidiarias. (2002-2006). Prospecto.

Bolsa Nacional de Valores S.A. Compendio de Normativa de la Bolsa Nacional de Valores S.A. Diciembre 2006. <http://www.bnv.co.cr/?proc=4>. Consultado: marzo 2007.

Directriz Interpretativa N° 2-03: "Tratamiento que debe darse a los intereses pagados por los contribuyentes, sobre las obligaciones financieras, cuando se haya efectuado pago de dividendos". Consultado: marzo 2007.

<http://www.hacienda.go.cr/NR/rdonlyres/37438E78-055D-4DF8-8B9B-B2E0768748D2/2241/Directriz2303Interesesvsdividendos.doc>.

Durman Esquivel S.A. (2002-2006). Prospecto.

Florida Ice and Farm S.A. y subsidiarias (2002-2006). Prospecto.

Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A. (2002-2004). Prospecto.

Inmobiliaria Enur S.A. (2002-2004). Prospecto.

Inmobiliaria Gen Net Us Government Us (2003-2005). Prospecto.

Mascareñas, Juan. (2002). La política de dividendos. Universidad Complutense de Madrid.

La Nación S.A. y subsidiarias. (2002-2006). Prospecto.