

**Instituto Tecnológico de Costa Rica**

***Escuela de Administración de Empresas***

***Seminario de Licenciatura para el énfasis en  
Finanzas***

**“Investigación sobre la funcionalidad del  
proyecto Mercado Alternativo para Acciones  
(MAPA)”**

**Integrantes:  
Víctor Acuña  
Daniel Bolaños  
Erick Chacón**

**Profesora  
Lic. Isabel Pereira**

**I Semestre 2007**

# Índice General

1	Introducción.....	5
1.1	Alternativas para el mercado accionario en el futuro .....	6
1.2	Objetivo general .....	7
1.3	Objetivos Especificos .....	7
Capítulo II.....		8
2	Metodología .....	9
2.1	Tipo de investigación .....	9
2.2	Alcances de la investigación .....	9
2.3	Fuentes de información.....	10
2.3.1	Fuentes de información primarias .....	10
2.3.2	Fuentes de información secundarias .....	10
2.4	Sujetos de información.....	11
2.5	Recolección de la información .....	11
2.6	Análisis de la información.....	11
2.7	Limitaciones .....	12
Capítulo III.....		13
3	Marco Conceptual .....	14
3.1	¿Qué es un mercado de valores? .....	15
3.2	El mercado de valores en Costa Rica.....	16
3.3	Antecedentes y reseña del mercado de valores y de la BNV .....	17
3.4	La regulación del mercado financiero costarricense .....	18
3.4.1	Superintendencia General de Entidades Financieras .....	19
3.4.2	Superintendencia General de Valores .....	20
3.5	Participantes en el mercado de valores .....	21
3.6	Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) .....	22
Capítulo IV .....		25
4	Marco Regulatorio y estructura legal administrativa .....	26
4.1	Reglamento para el Mercado Alternativo de Acciones .....	26
4.2	Generalidades del reglamento .....	26
4.2.1	Tipos de inversionistas .....	27
4.2.2	Sobre los patrocinadores .....	28
4.2.3	De las empresas participantes en MAPA.....	30
4.2.4	Procedimiento de admisión de una empresa a MAPA.....	32
4.2.5	Obligaciones de las empresas una vez admitidas en MAPA .....	38
4.2.6	Sobre el Comité de MAPA .....	40
4.2.7	Funcionamiento del Mercado .....	42
4.3	Estructura legal y administrativa de las PYMES de acuerdo a la Ley 8262 “Ley de fortalecimiento de las PYMES” .....	43
4.3.1	Definiciones legales y administrativas que establece la “Ley de fortalecimiento de las Pequeñas y medianas empresas”.....	44
4.3.2	Sobre el funcionamiento de las PYMES y los entes asesores.....	45
4.4	Ventajas actuales de la estructura y la oportunidad que ofrece MAPA .....	46
5	Generalidades del Proyecto MAPA .....	48
5.1	Objetivos de la Bolsa al implantar el proyecto MAPA.....	49
5.2	Estructura para MAPA .....	50

5.3	El equipo MAPA .....	51
5.4	El patrocinador .....	52
5.4.1	Funciones y responsabilidades dentro del periodo de Admisión .....	53
5.4.2	Funciones y responsabilidades una vez que las empresas sean aceptadas.....	53
5.5	Los Directores .....	54
5.6	Requisitos para las empresas interesadas participar en MAPA .....	54
5.6.1	Documento de Admisión .....	56
5.7	Obligaciones de las empresas una vez admitidas .....	56
5.7.1	Responsabilidades generales .....	56
5.7.2	Relaciones con el patrocinador .....	57
5.7.3	Información con efecto sensible sobre los precios.....	57
5.7.4	Inversiones realizadas por los Directores .....	58
Capítulo VI .....		59
6	Análisis del financiamiento bancario versus .....	60
la emisión de acciones.....		60
6.1	Opciones actuales de financiamiento bancario para las PYMES .....	60
6.1.1	Requisitos exigidos por parte de las entidades financieras para financiamiento .....	62
6.1.2	Tipos de garantías que respaldan los financiamientos bancarios.....	64
6.1.3	Plazos de pago ofrecidos por las entidades bancarias para las PYMES.....	65
6.2	Evaluación cualitativa del financiamiento del proyecto MAPA.....	66
6.2.1	Requisitos exigidos para que una empresa pueda participar en MAPA .....	66
6.2.2	Garantía establecida para las PYMES que quieran ser participes en MAPA .....	67
6.2.3	Plazo de la emisión en MAPA .....	67
6.3	La posibilidad de inversión en MAPA.....	69
6.4	Análisis cualitativo de oportunidades para el inversionista .....	71
6.4.1	El factor riesgo.....	71
6.4.2	Rendimiento de la inversión .....	72
6.4.3	Plazo de la inversión .....	77
6.4.4	Facilidad de inversión y requisitos .....	78
Conclusiones .....		80
Anexos .....		84
Bibliografía .....		86

## **Índice de Figuras, Cuadros y Gráficos**

Figura 1: Estructura regulatoria del Mercado .....	51
Cuadro 1: Tasas de interés de opciones de financiamiento en colones para PYMES .....	61
Cuadro 2: Tasas de interés de opciones de financiamiento en dólares para PYMES .....	62
Cuadro 3: Tasas de interés promedio de depósitos a plazo .....	73
Cuadro 4: Rendimiento de los fondos de inversión más rentables en dólares .....	73
Cuadro 5: Rendimiento de los fondos de inversión más rentables en colones .....	74
Cuadro 6: Rendimiento de los fondos de pensión .....	75
Cuadro 7: Empresas inscritas en la BNV para emisión de acciones .....	76

# 1 Introducción

Veinte años atrás la situación del mercado de valores era muy distinta a la actual, ya que, tras diez años de haber iniciado operaciones, los títulos valores más transados eran las aceptaciones bancarias y los primeros Certificados de Inversión (CI) pertenecientes a empresas emisoras privadas.

En ese periodo, La Bolsa transaba volúmenes anuales cercanos a los \$1.500 millones, lo que significaba poco más del 26% del PIB. En nuestros días, los volúmenes anuales superan los \$33.000 millones que representan más de un 180% del producto interno bruto.

Al inicio del año 2000, la BNV se trazo como objetivo atraer a los grandes inversionistas institucionales, los fondos de inversión y los de pensiones. Ese mismo año se puso en vigencia el sistema de intercambio electrónico de acciones, lo cual incrementó la negociación de esos títulos valores en términos de seguridad.

Asimismo, se ha consolidado la normativa de la BNV, ya que, como ente regulador, ha reforzado su posición con el propósito de que el inversionista tenga seguridad y se garantice la transparencia en las operaciones bursátiles.

En los últimos años el mercado de valores, ha evolucionado satisfactoriamente ya que se ha convertido en un mercado de deuda líquido, transparente y lo suficientemente profundo para considerarse el mercado de capitales más importante de la región centroamericana.

Al mismo tiempo no se puede perder de vista que nuestro aún incipiente mercado accionario, no ha logrado el desarrollo que muchos quisiéramos haber visto en los últimos años.

En el 2006 algunos de los emisores más importantes que estaban inscritos en la BNV, fueron absorbidos por compañías multinacionales lo que ocasionó su salida de la Bolsa.

## **1.1 Alternativas para el mercado accionario en el futuro**

En Noviembre 2005, se llevó a cabo el congreso anual de Bolcen (el foro de las bolsas en Centroamérica y el Caribe), en el cual también participaron como invitados, representantes de bolsas de otros países como la Bolsa de Alemania, la Bolsa BOVESPA de Brasil, la Bolsa Ofex de Londres y a Toronto Venture Exchange, con el fin de tratar El tema Impulsando el financiamiento al sector privado y las experiencias de crecimiento de las compañías en estos países.

Como parte de su plan estratégico la BNV de Costa Rica creó un comité local de trabajo integrado por expertos para guiar la Bolsa en la creación de una plataforma alternativa para el crecimiento de las empresas locales y regionales. La estructura que se propone es similar a la de muchos mercados internacionales (London AIM, Ofex, Expandi en Italia, Irish Enterprise Market, Nordic Alternative Market, Entry Standard en Alemania, Mercado Alternativo Bursátil en España, Growth Enterprise Market en Hong Kong y MAIS en Brasil).

El reto que la Bolsa de Valores se ha planteado es ver como desarrolla nuevos instrumentos de financiamiento para que se tropicalicen esos productos en términos de tamaño y de costos de transacción, de manera que puedan ser accesibles a mayor público inversionista.

Como respuesta a este reto, en el 2006 la Bolsa Nacional de Valores (BNV) propuso la creación de un nuevo tipo de mercado de acciones: Mercado Alternativo para Acciones (MAPA). Su objetivo principal es proveer una plataforma para el desarrollo del sector de empresas privadas costarricenses

que califiquen como PYMES y que se encuentran dentro de lo que se denomina oferta privada.

De acuerdo a lo expuesto anteriormente, en este documento se estudiará el proyecto de acuerdo a los siguientes objetivos:

## **1.2 Objetivo general**

Investigar la funcionalidad financiera de la implantación del proyecto “Mercado Alternativo para Acciones” (MAPA) en el mercado de valores costarricense durante el primer semestre del año 2007; mediante un análisis de las variables del proyecto

## **1.3 Objetivos Específicos**

- Determinar los objetivos, alcances y estructura del proyecto MAPA por medio del estudio de documentos y entrevistas tanto en la Bolsa Nacional de Valores como con los participantes del comité.
- Evaluar los efectos legales y administrativos en las empresas que ingresen al proyecto mediante el estudio del marco legal que envuelve la cotización de la bolsa.
- Evaluar los efectos financieros en las empresas que ingresan al proyecto comparando los pros y contras del financiamiento bancario vs. el financiamiento ofrecido por MAPA, recabando la información con entrevistas y consultas bancarias de créditos a PYMES.
- Identificar las posibles consecuencias positivas y negativas para el inversionista que decida ingresar a MAPA mediante entrevistas a expertos, académicos y miembros del comité MAPA.

# Capítulo II

## **2 Metodología**

En el presente trabajo de investigación se utilizaron diferentes métodos para la recolección de datos y el análisis de estos. Estos se detallan a continuación:

### **2.1 Tipo de investigación**

La investigación es de tipo Exploratoria Descriptiva, ya que parte importante de la investigación se basa en la revisión de documentación para obtener el conocimiento necesario sobre el Proyecto MAPA y su funcionamiento.

También fue necesario el uso de entrevistas las cuales proporcionaron información importante para apoyar el estudio exploratorio.

### **2.2 Alcances de la investigación**

La presente investigación se centra en evaluar la funcionalidad y aplicabilidad del proyecto MAPA de la Bolsa Nacional de Valores, en el contexto de PYMES costarricenses y extranjeras que busquen una manera de financiamiento adicional que les permita desarrollarse y así competir con otras compañías mas establecidas.

El análisis abarcara aspectos generales del proyecto, es decir una explicación del mismo con sus antecedentes en otras latitudes y sus resultados. Dentro del contexto de PYMES locales cubrirá los aspectos financieros y legales que implica para las empresas al entrar a este mercado alternativo. Además, se verán los roles administrativos y legales del patrocinador y asesor que deben de tener la PYMES para el ingreso al MAPA.

Consideramos que esta investigación viene a llenar en cierta manera un vacío existente en cuanto a información al alcance de estudiantes y personas afines a empresas denominadas PYMES del proyecto MAPA.

## **2.3 Fuentes de información**

Las fuentes de información son las que permitieron la obtención de la información necesaria para realizar el estudio. Estas fuentes de información se clasifican en primarias y secundarias, las cuales detallamos a continuación:

### **2.3.1 Fuentes de información primarias**

Entrevistas no estructuradas: Se realizaron diferentes entrevistas a algunas de los participantes del comité del proyecto MAPA. Adicionalmente se realizaron indagaciones con profesionales en el área legal para obtener un mayor entendimiento de los efectos del proyecto.

### **2.3.2 Fuentes de información secundarias**

Las fuentes de información secundaria más representativas en el estudio del Proyecto MAPA son las siguientes:

- Documento resumen del Proyecto MAPA tomado de la página de Internet de la Bolsa Nacional de Valores.
- Información sobre la operatividad del mercado accionario tomado de la página de Internet de la Bolsa Nacional de Valores.

- Información sobre la legislación del mercado accionario, tomado de la página de Internet de la Bolsa Nacional de Valores.
- Información bibliográfica.

## **2.4 Sujetos de información**

Para la obtención de la información necesaria para el desarrollo del estudio se contó con la colaboración de algunos participantes del comité del Proyecto MAPA, también a algunos especialistas en aspectos legales y a algunos funcionarios de la Bolsa Nacional de Valores. La mayoría de la información es obtenida directamente de la Bolsa Nacional de Valores ya que este es el ente emisor de este proyecto, adicionalmente a la BNV no existen más sujetos de información ya que la BNV no ha podido divulgar más información debido que el Proyecto todavía no está en firme.

## **2.5 Recolección de la información**

Para el proceso de recolección de la información se utilizaron medios como la entrevista, la observación, revisión de literatura e indagación en Internet.

## **2.6 Análisis de la información**

Con la información obtenida de las entrevistas y documentos preliminares se apoyaron algunas ideas planteadas en el análisis del proyecto MAPA.

Se utilizaron los programas Microsoft Excel para procesar datos y Microsoft Word para el procesamiento escrito de la información.

## **2.7 Limitaciones**

Al ser un tema recién explorado en nuestro país no se tiene muchas fuentes de información mas que un análisis elaborado por un comité que lo integro la Bolsa Nacional de Valores. En este participaron diferentes personas, mas que todo integrantes de importantes firmas de consultaría financiera y contable. El estudio preliminar tomo como base aplicaciones del mismo proyecto en otros países tales como Inglaterra, Francia, México y España, pero no quiere decir que pueda ser aplicado a nuestro país.

Por último, cabe destacar, que si bien es cierto dentro de nuestro trabajo hemos incluido un capitulo de evaluación del marco regulatorio en el cual se desarrolla el proyecto MAPA, a la fecha de nuestro trabajo todavía no existe un Reglamento aprobado para MAPA, por lo que se tuvo que trabajar con el borrador de este documento, trabajando bajo el supuesto de que este no tendrá variaciones importantes al documento final.

Adicionalmente, a pesar de que en la metodología se incluyeron las entrevistas no estructuradas a personal de la BNV y a personas del comité, estas no pudieron ser documentadas y divulgadas, esto debido que por petición del personal de BNV, por estar en la etapa de estudio del proyecto y no estar en firme el funcionamiento de este, nos pidieron no divulgar la fuente de la información (nombres de las personas que nos facilitaron información), así como la entrevista.

# Capítulo III

### **3 Marco Conceptual**

La presente sección pretende dar al lector una ubicación más clara dentro del contexto de la investigación. El eje principal de la investigación es el entendimiento de un mercado de valores aplicado a mercados para empresas emergentes o PYMES.

En primera instancia se dará al lector una explicación generalizada de los componentes de un mercado de bolsa, empezando por el entendimiento de este mismo. Dentro de los principales componentes que se analizarán están las acciones y sus diferentes tipos y características y los diferentes tipos de oferta que se conocen. Adicionalmente se dará una explicación de la estructura actual y el funcionamiento del mercado de bolsa de Costa Rica, dirigido por la Superintendencia General de Valores con el apoyo de Bolsa Nacional de Valores.

Una segunda parte de este capítulo permitirá adentrarse más en la parte financiera de un proyecto de este tipo. Se busca explicar las diferencias entre un financiamiento con deuda a uno mediante aportes de capital. Además de una breve explicación del concepto de riesgo.

Por último se ahondará en la descripción del MAPA. Estas son un poco sobre sus raíces en otras latitudes, sus tipos de inversionistas, así como la importante figura del patrocinador dentro de las empresas que quieran entrar al proyecto.

### **3.1 ¿Qué es un mercado de valores?**

Se define como mercado de valores aquel que permite la venta, compra e intercambio de acciones o participaciones de empresas que busquen reunir recursos de capital u otros tipos de figuras o títulos financieros que sean negociables entre oferentes y demandantes.

Puede dividirse en dos mercados principales, el primario que es donde las nuevas participaciones son ofrecidas al mercado. El secundario consecuentemente son las transacciones hechas con estas acciones ofrecidas en el primario.

Dentro de los principales componentes de un mercado de bolsa se encuentran las acciones. Una acción es una participación en una empresa emisora de la misma. La empresa emisora hace una oferta pública o privada de acciones con el fin de reunir capital para financiamiento. Existen dos tipos principales de acciones; las comunes y las preferentes. La acción común típicamente lo que representa es el voto en las asambleas de accionistas y además el derecho a recibir dividendos cuando son decretados por la empresa.

La acción preferente por lo general no tiene derecho a voto en las asambleas sin embargo tiene preferencia sobre la común en la repartición de activos y de ganancias. La persona física o jurídica que sea dueña de una acción común o preferente se le denomina accionista.

Las empresas que buscan financiamiento por medio de oferta de acciones deben de tener un capital accionario autorizado por su junta directiva. Este capital es el monto autorizado por la empresa para vender en acciones en el mercado de valores. Este capital se ve reflejado en la parte de patrimonio del balance general o de situación.

Existen dos posibilidades para hacer la emisión de acciones. Esta emisión puede ser de carácter público o de carácter privado. Una oferta pública de acciones es la emisión a todo un mercado de acciones o de otro tipo de instrumento financiero por parte de una empresa para reunir capital para el financiamiento.

La emisión pública de acciones implica la publicación de la situación financiera de la empresa al mercado por medio del ente regulador del mercado de valores donde se hará la emisión. Sobre las particularidades de este tipo de emisión en Costa Rica se ahondara más en la sección del mercado de bolsa costarricense.

La oferta privada de acciones difiere a la oferta publica en que esta no se hace a todo aquel que este interesado en invertir en la empresa, si no en un grupo selecto de inversionistas interesados.

En Costa Rica este tipo de emisión esta excluida de regulación y supervisión directa del ente regulador; la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), y se define como oferta privada a aquella con menos de 50 accionistas y ningún otro tipo de titulo valor registrado en oferta publica.

### **3.2 El mercado de valores en Costa Rica**

Como se explico anteriormente un mercado de valores permite la negociación de títulos valores. En todo el mundo el funcionamiento de un mercado de este tipo es bastante homogéneo, es decir se pueden encontrar características organizacionales similares en cuanto a regulación y participantes.

Por lo general hay una entidad reguladora, las entidades encargadas de la organización del mercado, las compañías interesadas en transar en este tipo de mercado, proveedores de fondos de inversión y los interesados en comprar

ya sean acciones o títulos de inversión. En esta sección evaluaremos cada uno de estos componentes en el mercado costarricense, no sin antes dar una reseña del mismo.

### **3.3 Antecedentes y reseña del mercado de valores y de la BNV**

Los inicios del mercado de valores en Costa Rica se remontan a la década de los 40, con la Bolsa de Valores de San José. Esta tuvo una corta vida de un año. Fue hasta 1970 cuando se fundo la Bolsa Nacional de Valores (BNV).

Dada la gran cantidad de capital requerido para poner a funcional la BNV no fue hasta 1974 con la creación de la estatal CODESA que esta se puso a funcionar. El Banco Central de Costa Rica puso en venta las acciones de la BNV que fueron adquiridas por CODESA.

La BNV pasó a manos privadas en 1993 dado que se vendieron la totalidad de las acciones en manos de CODESA a inversionistas privados. La BNV es dirigida por una junta directiva que se elige por medio de asamblea general.

Dentro de los objetivos de la BNV están:

- Promover el desarrollo del mercado primario
- Garantizar la aplicación de estándares internacionales en la liquidación de las operaciones bursátiles
- Convertir la información bursátil en un producto de valor
- Organizar un mercado secundario
- Contribuir al desarrollo de la cultura bursátil
- Desarrollar un marco regulatorio adecuado para el mercado bursátil y velar por el mismo.

La BNV actúa en Costa Rica como la entidad que organiza el mercado de valores.

### **3.4 La regulación del mercado financiero costarricense**

Como se explico anteriormente en los mercados de valores alrededor del mundo tienen un ente regulador. En el caso de Costa Rica este esta regido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). Este órgano es la máxima jerarquía en el sistema financiero del país. Fue creado en 1997 dentro de la Ley de Mercado de Valores.

El CONASSIF tiene a su cargo la supervisión de las tres superintendencias del sistema financiero nacional:

- Superintendencia General de Valores (SUGEVAL)
- Superintendencia de Pensiones (SUPEN)<sup>1</sup>
- Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF)

Como máxima institución financiera tiene a su cargo dictar los lineamientos y políticas del marco regulatorio del sistema financiero. Adicionalmente dentro de sus funciones principales están los nombramientos de los Superintendentes de las tres instituciones listadas anteriormente.

Adicionalmente tiene como responsabilidades dictar las normas de fiscalización de las entidades financieras, ya sean bancos, empresas emisoras, en fin, aquellos que participen en el mercado financiero. Así mismo tiene la facultad de impedir la oferta pública de estos entes en caso de que se incumplan los requisitos establecidos en los respectivos marcos regulatorios.

---

<sup>1</sup> No se ahondara sobre la SUPEN al no tener una relación directa sobre el contexto del proyecto MAPA

Otras funciones que se le atribuyen al CONASSIF son:

- Regular y autorizar nuevas participantes y categorías de participantes en el mercado financiero
- Aprobación del plan anual de funcionamiento, presupuestos y modificaciones de las Superintendencias
- Dictar la normativa contable y de auditoría de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados.
- Resolver conflictos de competencias entre las Superintendencias

Las superintendencias adscritas al CONASSIF tienen distintas responsabilidades dentro del sistema financiero costarricense que serán explicadas en los siguientes apartados.

### **3.4.1 Superintendencia General de Entidades Financieras**

En sus inicios la SUGEF fue un departamento dentro del Banco Central de Costa Rica (BCCR) denominado Auditoría General de Bancos. Fue hasta 1988 con la Ley Modernización del Sistema Financiero de la República que este departamento se transformó en la Auditoría General de Entidades Financieras.

Con esta nueva figura le correspondía a esta entidad fiscalizar el funcionamiento de todos los bancos del país, las sociedades financieras de carácter no bancario y demás entidades que figuraran como medios de intermediación financiera.

Al promulgarse la Ley Orgánica del Banco Central en 1995 se dota a esta institución desconcentrada del BCCR de mayores poderes y autonomía administrativa. Con este cambio pasa a llamarse la SUGEF, y gracias a su

adquirida autonomía cuenta con un consejo directivo propio adscrito al CONASSIF.

El principal objetivo de esta institución reguladora es el velar por la solidez, estabilidad y funcionamiento del sistema financiero nacional. En el cumplimiento de este objetivo debe de velar por la obediencia de las normativas establecidas.

Dentro de las funciones principales de la SUGEF están:

- Velar por la solidez y funcionamiento del sistema financiero nacional.
- Fiscalizar a las entidades bajo su control y sus operaciones.
- Dictar las normas para las prácticas bancarias sanas y aquellas necesarias para promover la estabilidad, solvencia y transparencia de las operaciones de las entidades fiscalizadas.
- Establecer categorías de intermediarios financieros en función del tipo, tamaño y grado de riesgo.

### **3.4.2 Superintendencia General de Valores**

Con la entrada en vigencia de la Ley Reguladora del Mercado de Valores de 1990 se creó la Comisión Nacional de Valores. Esta comisión era una desconcentración del BCCR.

Esta comisión traía como objetivo la regulación de los mercados de valores, apoyada por una Junta Directiva nombrada por el BCCR. Esta Junta Directiva tenía representación de un miembro de la bolsa de valores, un representante de los emisores, y uno representando a los puestos de bolsa. Los otros cuatro puestos eran ocupados por miembros de gobierno.

Para 1998 con la creación del CONASSIF, cambiaron sustancialmente las facultades de esta comisión. Es en este momento que se le cambia su nombre a SUGEVAL y goza de una mayor autonomía, esta vez bajo la reglamentación emitida por el nuevo órgano regulador.

Las principales funciones de la SUGEVAL son:

- Velar por la transparencia de los mercados de valores
- Protección al inversionista del mercado de valores mediante el establecimiento de controles adecuados
- Difundir la información necesaria para el mercado sobre las entidades emisoras y las situaciones del mercado.
- Aprobar estatutos y reglamentos de la bolsa de valores, sociedades calificadoras de riesgo, sociedades de compensación y centrales de valores.

### **3.5 Participantes en el mercado de valores**

Dentro del mercado de bolsa se tienen varios participantes directos. Como ya se menciono anteriormente la BNV es la encargada de organizar el funcionamiento del mismo basado en las reglamentaciones emitidas por la SUGEVAL.

Los actores directos se pueden considerar como los emisores, los intermediarios como son los puestos y agentes de bolsa y a su vez los inversionistas.

Los emisores son aquellas instituciones o empresas que hacen una oferta pública de algún tipo de figura de financiamiento. Entre estas figuras podemos listar:

- Acciones (comunes o preferentes)
- Bonos
- Fondos de inversión de varios tipos (de crecimiento, renta, inmobiliario, hipotecario)

Estos emisores pueden ser instituciones públicas o bien empresas privadas. Las empresas emisoras de acciones registradas en la BNV se pueden ver en la figura 9.

### **3.6 Las pequeñas y medianas empresas (PYMES)**

El eje principal del proyecto MAPA son las pequeñas y medianas empresas (PYMES). El financiamiento alternativo de las mismas es el foco de este proyecto. Por ello es importante definir lo que por ley es una PYME. Para este efecto se promulgo la Ley 8262 sobre el Fortalecimiento de las PYME de mayo del 2002. Así mismo la definición específica de estas se da en el decreto 33111 del Ministerio de Economía, Industria y Comercio (MEIC).

De acuerdo a la Ley 8262 una PYME es toda aquella unidad productiva de carácter permanente que disponga de recursos físicos y humanos estables y que estos se manejen bajo la figura física o jurídica en actividades comerciales, industriales o de servicios. Estas deben a su vez cumplir con dos de los tres siguientes requisitos:

- El pago de cartas sociales
- El cumplimiento de obligaciones tributarias
- El cumplimiento de obligaciones laborales.

El decreto 33111 del MEIC va mas allá y define una formula matemática para definir una PYME, adicionalmente a los requisitos anteriormente expuestos. Esta formula contempla el personal promedio de la empresa en el ultimo periodo

fiscal, el valor de las ventas anuales durante el último período fiscal, el valor de sus activos fijos y netos totales durante su último período fiscal. La fórmula se define así para el sector industrial:

$$P = ((0.6 \times pe/100) + (0.3 \times van/\text{¢}600.000.000) + (0.1 \times afe/\text{¢}375.000.000)) \times 100.$$

Para los sectores comerciales y de servicios se define así:

$$P = [(0.6 \times pe/30) + (0.3 \times van/\text{¢}1.200.000.000) + (0.1 \times ate/\text{¢}375.000.000)] \times 100$$

De estas fórmulas se definen las siguientes terminologías:

Donde:

**P:** Puntaje obtenido por la empresa.

**pe:** Personal promedio empleado por la empresa durante el último período fiscal.

**van:** Valor de las ventas anuales netas de la empresa en el último período fiscal.

**afe:** Valor de los activos fijos netos de la empresa en el último período fiscal.

**ate:** Valor de los activos totales netos de la empresa en el último período fiscal.

Las empresas se califican de acuerdo al puntaje obtenido bajo el siguiente criterio:

- Microempresa:  $P < 10$
- Pequeña empresa:  $10 < P < 35$
- Mediana empresa:  $35 < P < 100$

Aparte de las generalidades expuestas anteriormente sobre un mercado de bolsa es importante esclarecer ciertos términos financieros muy relacionados con una emisión de acciones y el mercado de bolsa.

El riesgo es un termino siempre latente en una inversión en bolsa o bien el en contexto financiero. Definido en términos cuantitativos es la probabilidad que el retorno esperado de una inversión no se de. Involucra la pérdida parcial o total del capital invertido, en nuestro contexto, en una emisión pública o privada de acciones. La regla financiera dicta que entre mayor retorno esperado, mayor riesgo se debe de esperar en la operación.

Un término muy relacionado a la inversión en figuras financieras es el capital de riesgo. Los capitales de riesgo son inversiones hechas en acciones u otras figuras financieras de alto riesgo usando aquellos recursos que son excedentes sobre el capital o patrimonio mínimo permitido. Por llamarlo de alguna manera son recursos con los que se puede especular y si son perdidos no afectaran la integridad del patrimonio como tal.

Dentro de inversiones es necesario medir los rendimientos sobre estas inversiones. El costo de capital se define como el retorno mínimo esperado por parte de los inversionistas en sus participaciones en una empresa. Es decir para que sea atractivo invertir el rendimiento esperado debe ser mayor al costo de capital, de otro modo, la inversión no tendrá un retorno atractivo para el inversionista.

Otro concepto importante dentro del contexto de esta investigación es el costo de deuda. Este es el costo porcentual de los medios de financiamiento por medio de deuda como pueden ser préstamos o bonos emitidos por la empresa. Este costo es ajeno a la emisión de acciones ya que en este tipo de financiamiento por deuda no se esta vendiendo participación en la empresa.

# Capítulo IV

## **4 Marco Regulatorio y estructura legal administrativa**

Como vimos en capítulos anteriores, el Mercado Alternativo para Acciones, será directamente manejado y regulado por la Bolsa Nacional de Valores, por lo que no estará sujeto a los reglamentos establecidos para el mercado accionario por medio de la SUGEVAL.

Debido a esto, y como parte del trabajo en la creación y organización del Proyecto MAPA, la Bolsa Nacional de Valores, ha tenido que determinar bajo que condiciones va a funcionar este mercado.

Para esto, se ha dado a la tarea de crear un reglamento que regule las operaciones dentro del Mercado Alternativo para Acciones. Este reglamento aún está en su etapa de desarrollo y lo que se obtuvo para el desarrollo de la investigación fue un borrador aún no aprobado.

Este reglamento toma en cuenta varios aspectos específicos regulatorios para el mercado, a continuación se muestran los detalles más representativos de este.

### **4.1 Reglamento para el Mercado Alternativo de Acciones**

### **4.2 Generalidades del reglamento**

El reglamento creado por la Bolsa Nacional de Valores, establece las normas generales para regular la organización y el funcionamiento del mercado alternativo para acciones y del sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de las operaciones que se efectúen a través de este mercado.

En este reglamento se establece que el mercado alternativo para acciones es un mercado de oferta privada y establece las condiciones y parámetros para que sea considerado como de este tipo. Estos parámetros son los siguientes:

- La empresa emisora no podrá tener más de 50 accionistas.
- La empresa emisora no puede tener ningún tipo de emisión autorizada y registrada como oferta pública de valores ante la Superintendencia General de Valores.
- Las acciones objeto de negociación no podrán ser ofrecidas por medios de comunicación colectiva.

Establece además, los participantes de MAPA principalmente los cuales serán: la Bolsa, el Comité MAPA, los patrocinadores y las empresas emisoras admitidas a este mercado.

#### **4.2.1 Tipos de inversionistas**

El reglamento establece que el mercado únicamente se dirigirá a inversionistas institucionales, es decir, intermediarios financieros y de valores, organismos internacionales, fondos de inversión, fondos de pensión y fideicomisos que funcionen como fondos de inversión o de pensión y a inversionistas sofisticados que cuenten con un patrimonio neto igual o superior a \$1.0 millón de dólares, o bien, que demuestren que cuenta con la capacidad para asumir los riesgos que representa la inversión en valores para el perfil de sofisticado.

#### **4.2.2 Sobre los patrocinadores**

El reglamento establece que para que una empresa sea admitida en MAPA deberá tener un patrocinador que será el encargado de ayudar a la empresa a lo largo del proceso de admisión a este mercado; y una vez admitida en el mercado, éste deberá velar por el cumplimiento por parte del emisor, de la normativa que rige este mercado y el cumplimiento de los requisitos exigidos por MAPA. Los patrocinadores serán expertos independientes y deberán ser previamente aprobados por la Bolsa.

Según el reglamento se requerirá de la existencia de un contrato suscrito entre el patrocinador y la empresa emisora, en el cual se deberá incluir al menos los derechos, obligaciones y términos económicos o remuneraciones que acuerden las partes.

Los requisitos mínimos necesarios para ser tomado como patrocinador son los siguientes:

- Independencia: la habilidad de actuar independientemente de sus clientes (las empresas) y de los intereses de largo plazo de todos los participantes del mercado.
- Experiencia: deben tener experiencia asesorando a compañías en la búsqueda de inversionistas de largo plazo.
- Capacidad: tener el tiempo y el soporte necesarios (administrativo y otros) para cumplir con sus funciones como patrocinador.
- Entendimiento del mercado MAPA: el patrocinador debe comprender la filosofía del mismo y sus reglas específicas.
- Reputación: es de vital importancia que el patrocinador posea una reputación profesional relevante que quiera proteger y mantener.

Adicionalmente, se establecen los siguientes documentos que son necesarios en la evaluación de los aspirantes a patrocinadores:

- Las personas físicas que aspiren como patrocinadores deben encontrarse afiliadas a firmas específicas. La Bolsa establecerá los perfiles de tales firmas en el documento de Reglas de Negocio.
- Resumen de la formación profesional y experiencia del aspirante, dicho resumen deberá contener como mínimo:
  - a) Fechas y detalles específicos
  - b) Posiciones públicas
  - c) Asesoría a empresas privadas y públicas
  - d) Asesoría a inversionistas sofisticados
  - e) Colocaciones específicas de oferta privada o pública
  - f) Ser de notoria buena conducta o reputación, lo cual se demostrará mediante una declaración jurada rendida ante Notario Público, según el formato establecido por la Bolsa, en la cual el aspirante declare no haber participado en actividades contrarias al ordenamiento jurídico, la ética comercial o las sanas prácticas del mercado bursátil y financiero; ni haber sido condenado por delitos contra la buena fe de los negocios o contra la propiedad.
- Resumen de la experiencia de la firma y del soporte que la firma dará al Patrocinador
  - a) Acreditar la experiencia en el apoyo al emprendimiento y la creación de nuevos negocios, la promoción y creación de negocios, valorizaciones de empresas, búsqueda de inversionistas y evaluaciones estratégicas de negocios.

b) Acreditar que cuentan con un equipo profesional, capacitado y con experiencia en lo ámbitos señalados para dar soporte al aspirante a patrocinador.

c) Referencias profesionales del aspirante

El Comité MAPA se reserva el derecho de solicitar información adicional y otros requerimientos específicos relevantes que estime convenientes para velar por el desarrollo de este mercado y por los intereses de quienes en él participan.

Asimismo corresponderá exclusivamente al Comité MAPA calificar si un aspirante satisface los requisitos antes enunciados, así como también interpretar su correcto sentido y alcance.

#### **4.2.3 De las empresas participantes en MAPA**

Según el reglamento las empresas que pueden acceder a ingresar al proyecto MAPA deben estar dentro de los siguientes tipos de sociedades:

- Empresas nuevas que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador.
- Empresas con proyectos de innovación en el sector de alta tecnología.
- Empresas de rápida expansión o con proyectos con fuerte potencial de crecimiento.

El reglamento establece que no existirán restricciones respecto a:

- País de origen de la empresa;
- País donde opera;

- Actividad; la única condición es que debe ser una empresa en operación y no solamente de inversión
- Tamaño.

Para el proceso de admisión de una empresa dentro del mercado MAPA, el reglamento establece los siguientes lineamientos:

- La incorporación de un patrocinador y la valoración de elegibilidad que éste realice al futuro emisor.
- La elaboración del documento de admisión y el anexo confidencial.

Además, se establece que toda empresa que requiera ser admitida a MAPA deberá presentar lo siguiente:

- La empresa deberá contratar de previo los servicios de un patrocinador debidamente registrado ante la Bolsa, a efecto de que valore la elegibilidad del mismo a este mercado. Los requisitos para la realización de esta valoración se adjuntarán mediante anexo que formará parte integral de este reglamento.
- La empresa deberá cumplir con la definición de Oferta Privada contenida en el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores emitido por la Superintendencia General de Valores.
- Los valores a ser admitidos a negociación únicamente podrán ser acciones comunes y nominativas o acciones preferentes y nominativas que otorguen al accionista al menos idéntico derecho a los de los accionistas comunes.

- Borrador de la propuesta de modificación del pacto social de la empresa, mediante el cual se establezca que las transferencias de acciones solamente serán registradas luego de la aprobación de la Junta Directiva (sujeto a la limitación respecto al número máximo de accionistas).
- Borrador de la propuesta de modificación del pacto social de la empresa a efecto de incluir una serie de cláusulas estatutarias de protección a los inversionistas, así como suscribir un “Pacto Parasocial” entre sus accionistas, de conformidad con los requerimientos mínimos exigidos por la Bolsa –los cuales establecen importantes derechos de los accionistas, para asegurarse de que éstos sean tratados en forma justa. Estas cláusulas estatutarias y pactos parasociales se encuentran en el documento Reglas de Negocio.
- La gerencia y empleados clave de la empresa deberán ser sujetos a un “lock- in” como empleados e inversionistas durante dos años.
- Posteriormente a la admisión, debe cumplirse con lo siguiente:
  - a) el 30% de los derechos de voto deben estar en manos de inversionistas independientes, ó
  - b) el 45% de los derechos de voto deben estar en manos de inversionistas independientes o inversionistas ángeles.

#### **4.2.4 Procedimiento de admisión de una empresa a MAPA**

El emisor y el patrocinador deberán realizar un proceso de debida diligencia para preparar el documento de admisión con la mejor información disponible. El contenido del documento de admisión será vinculante para la empresa emisora. El documento de admisión deberá contener toda la

información necesaria para que el inversionista pueda formularse un juicio fundado sobre la inversión y no podrá contener información ni declaraciones falsas sobre hechos relevantes, ni podrá omitir información ni declaraciones sobre hechos que deban ser divulgados para que las declaraciones contenidas en ellos no resulten engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron realizadas.

La información necesaria y que deberá estar contenida en el documento de admisión como mínimo, podrá dividirse en siete categorías:

- De la Gerencia
  - a) Proveer información sobre los directores, auditores, bancos, consejeros legales, gerentes y patrocinadores que permita a los inversionistas evaluar su experiencia y calificaciones, así como su relación con la empresa.
  - b) Declaración jurada rendida ante notario público de los directores en la que declaren que la información provista es veraz y no contiene omisiones.
  
- Información sobre la oferta
  - a) Monto total y número de acciones ofrecidas por clase, precio de emisión y valor nominal.
  - b) Detalle de los derechos patrimoniales y corporativos de los accionistas.
  - c) Tiempo de duración de la oferta y cómo y cuándo aplicar y pagar.
  - d) Cuándo y cómo serán entregadas las acciones.

- e) Declaración mediante la cual confirma que la oferta depende estrictamente de la admisión a MAPA
  - f) Declaración de revelación de riesgos, en la cual se declare que MAPA es un mercado con un nivel de riesgo superior al del mercado principal.
- Información relevante respecto a la emisión
    - a) Monto bruto y neto que se espera recibir por la colocación de la emisión y qué uso se le dará.
    - b) Análisis de costos estimados.
    - c) Tratamiento tributario
  - Historia y desarrollo de la empresa
    - a) Razón social y dirección física registrada de la empresa, fecha de inscripción y tiempo de operación.
    - b) Descripción del grupo al que pertenezca, si aplica.
    - c) Descripción de las operaciones y actividades principales, principales categorías de productos o servicios para cada uno de los últimos 3 años financieros. Explicación de cambios significativos, si los hubiere.
    - d) Dependencia de licencias, patentes, contratos, propiedades intelectuales y cualquier otro tipo de propiedad intelectual que sean fundamentales para operar y fecha de expiración de los mismos.

- e) Fechas importantes en el desarrollo del negocio de la empresa, incluyendo financiamiento a través de inversionistas ángeles, fusiones, incorporación de subsidiarias, cualquier tipo de ingresos generados a través de bancos u otros acreedores.
- f) Ingresos significativos generados por aspectos legales o regulatorios.
- Descripción del negocio
  - a) Descripción de los mercados en que opera.
  - b) Resumen de los principales factores o elementos que explican los ingresos y los costos de la empresa.
  - c) Descripción de los activos clave del negocio: ubicación, valor y renovación.
  - d) Detalle de las principales deudas bancarias y otros préstamos que la empresa tenga.
  - e) Descripción breve de los antecedentes profesionales y experiencia de los directores y otros empleados clave, a saber como mínimo:
  - f) Nombre, nacionalidad, año de nacimiento, experiencia, funciones, áreas de conocimiento.
  - g) Fecha de inicio y finalización del contrato.
  - h) Principales actividades que realiza fuera de la empresa.

- i) Relaciones con otros directores, empleados senior o accionistas mayoritarios.
  - j) Incluir relaciones de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad con otros miembros de la Junta Directiva, Gerencia, personal de nivel ejecutivo.
  - k) Currículum incluyendo todos los puestos de director que haya ocupado en el pasado, principales logros y fracasos, todas las sanciones regulatorias que le hayan sido imputadas, todas las posibles insolvencias en las que haya estado vinculado.
- Participaciones accionarias de los directores
    - a) Declaración jurada rendida ante notario público de todas las transacciones o contratos realizados por los directores con acciones de la entidad.
    - b) Detalles de los dueños de acciones en registro con más de 10% de los derechos de voto.
    - c) Resumen de los principales pasivos que la empresa tenga con sus directores, empleados senior u otras partes con vinculación económica.
    - d) Identificación de las transacciones previstas para fechas futuras con otras entidades que estén vinculadas con directores, empleados senior u otras partes con vinculación económica.

- e) Resumen de los préstamos clave u otros tipos de financiamiento incluyendo detalle del impacto en caso de quiebra.
  - f) No deben incluirse estimaciones y proyecciones explícitas.
- Información financiera
    - a) Estados financieros auditados y completos del último período fiscal, cumpliendo con las NIIFs. Debe adjuntarse una fotocopia certificada notarialmente de la opinión completa de los auditores.
    - b) Si han transcurrido ya nueve meses desde la fecha de publicación de los últimos resultados, deben presentarse los resultados intermedios (y declaración explicando si están o no auditados).
  - Resumen de la constitución de la empresa y poderes
    - c) Razón social
    - d) Fecha de constitución y citas de inscripción en el Registro Público.
    - e) Poderes de los directores para realizar transacciones en nombre de la empresa.
    - f) Poderes de los directores para variar la constitución.
    - g) Poder para emitir nuevas acciones.
    - h) Derechos inherentes a cada tipo de acción; votación, derechos de ofrecimiento de nuevas acciones a los accionistas antes que a nuevos inversionistas, otros derechos.

- i) Proceso a seguir para convocar reuniones
- j) Limitaciones a la transferencia de acciones.
- k) Debe adjuntar fotocopia certificada notarialmente de las modificaciones realizadas a su pacto social y de los acuerdos Parasociales.

De acuerdo a las siete categorías establecidas anteriormente, el reglamento establece que La Bolsa Nacional de Valores podrá solicitar las aclaraciones que estime necesarias, así como la documentación que respalde la información revelada por la empresa o su incorporación en el documento de admisión.

#### **4.2.5 Obligaciones de las empresas una vez admitidas en MAPA**

Las empresas que deseen emitir acciones en MAPA, una vez que son admitidas deben cumplir con las siguientes obligaciones:

- Responsabilidades generales
  - a) El emisor debe velar por el correcto cumplimiento de la normativa que regula a MAPA, así como del cumplimiento de las obligaciones que se derivan de la misma.
  - b) Debe dar un trato igualitario a todos los accionistas.
  - c) El emisor deberá adoptar según su criterio el Código Costarricense de Gobierno Corporativo y el Código de Relaciones con los Inversionistas. Ambos son voluntarios, pero la empresa deberá aportar una declaración jurada rendida ante notario público en forma anual, en la cual declare si cumple con alguno de los elementos contemplados en ellos, y si no lo hace, las razones por las cuales no lo cumple.

- Relaciones con el patrocinador
  - a) La empresa deberá contar con patrocinador en forma permanente.
  - b) La empresa deberá nombrar fiscal al patrocinador.
  - c) La empresa deberá pedir consejo al patrocinador cada vez que sea necesario hacer un anuncio o comunicado de hechos relevantes, y darle al mismo la relevancia que le corresponda.
  - d) Cada vez que la empresa decida no seguir el consejo del patrocinador, esta deberá notificar a la Bolsa antes de realizar cualquier acción dentro de las 24 horas siguientes.
  
- Información con efecto sensible sobre precios (Hechos Relevantes)
  - a) El emisor deberá anunciar o comunicar en forma inmediata cualquier información que:
    - I. De ser dada a conocer al público, razonablemente se podría esperar que tenga un efecto significativo en la actividad o el precio de las acciones.
    - II. Sea necesaria para evitar cualquier efecto falso de mercado sobre las acciones.
  
  - b) El emisor deberá realizar anuncios o comunicados de hechos relevantes que sean precisos, completos y no lleven a confusión.
  
  - c) El emisor no estará obligado a publicar el hecho de una negociación si la publicación del mismo puede afectar los resultados de la negociación, y el patrocinador debe estar de acuerdo. No obstante, en este caso, el emisor tendrá la responsabilidad de asegurarse que la información se mantendrá en forma confidencial. Esto incluye mantener una lista de todas las personas a las que se les ha brindado la información. Si se filtra

información, ya sea en forma de rumor u otro, la empresa deberá inmediatamente hacer un anuncio aclaratorio sobre el hecho. La Bolsa establecerá una guía respecto a los tipos de eventos que necesitan ser anunciados o comunicados bajo lo establecido en el presente reglamento. Esta guía se encontrará como anexo que formará parte integral de este reglamento.

- Inversiones realizadas por los directores
  - a) Los directores, empleados senior, patrocinadores y otras personas relacionadas (en primer grado) no podrán vender o comprar acciones del emisor en ninguna de las siguientes circunstancias:
    - b) Dos meses antes de la publicación de los estados financieros del año fiscal transcurrido.
    - c) Cuando la empresa posea información que no ha sido publicada que pueda tener un efecto significativo sobre el comportamiento y precio de las acciones
  - b) En otros periodos, los directores y empleados senior solo podrán vender o comprar acciones de la compañía con el permiso específico del Presidente u otra persona designada.
    - a) Todas las transacciones llevadas a cabo por los directores o empleados senior deben ser anunciadas al siguiente día hábil, incluyendo detalles como tipo y número de acciones, precio y saldo de acciones luego de la transacción.

#### **4.2.6 Sobre el Comité de MAPA**

Según el reglamento, el Comité MAPA estará integrado por seis integrantes con derecho a voto, tres representantes de la Bolsa Nacional de

Valores S.A. y tres miembros externos ya sea del sector empresarial o inversionistas.

La designación de los miembros internos y externos corresponderá al Gerente de la Bolsa.

Los miembros del Comité deberán reunirse por lo menos cada tres meses. Corresponderá al Gerente de la Bolsa o a cualquiera de los representantes internos de la Bolsa convocar al Comité MAPA y someter a su consideración y discusión cada una de las solicitudes presentadas por los aspirantes a patrocinadores, así como la respectiva documentación a efecto de decidir si se aprueba o no al aspirante a patrocinador.

El reglamento establece las siguientes funciones para el Comité MAPA:

- Considerar y discutir cada una de las solicitudes presentadas por los aspirantes a patrocinadores, así como la respectiva documentación a efecto de decidir si se aprueba o no al aspirante a patrocinador.
- Conocer y decidir sobre las solicitudes de reconfirmación como patrocinador, en los casos en que éste se haya desafiado o desvinculado de la firma que lo respalda y haya solicitado la reconfirmación.
- Supervisar el buen funcionamiento de este mercado, y el cumplimiento de la normativa por parte de todos los participantes de Mapa, así como la imposición de las respectivas sanciones.

Adicional al Comité MAPA, el reglamento establece otro grupo de personas al cual se le llama Equipo MAPA, el cual reportará al gerente general. El equipo tendrá cuatro funciones clave:

- Asistir al Comité MAPA en la aprobación de los patrocinadores.
- Monitorear el cumplimiento de la normativa que regula al mercado.
- Asistir a las empresas, directores y patrocinadores en la interpretación y aplicación de las normas.
- Monitorear las transacciones y los anuncios o comunicados de hechos relevantes. Si lo considera necesario, se comunicará directamente con los patrocinadores y las empresas para solicitar explicaciones respecto a determinada información. Tendrá además la potestad de insistir en que una empresa realice un anuncio o comunicado de un determinado hecho importante.

#### **4.2.7 Funcionamiento del Mercado**

Para el funcionamiento del Mercado y el manejo de la información de las empresas que coticen en MAPA, La Bolsa Nacional de Valores creará un sitio web donde operará MAPA, y el ingreso al mismo estará estrictamente controlado por la empresa o por su patrocinador.

Para acceder a la información de una empresa de MAPA, la persona deberá contactar al administrador (el sitio brindará los datos de este, sea la empresa o al patrocinador) para obtener un nombre de usuario y una contraseña. El administrador siempre tendrá el derecho de no brindar el acceso a la información.

Una vez en el sistema, la persona tendrá acceso a la siguiente información:

- Libro de órdenes de compra y venta.
- Anuncios hechos por la empresa y el patrocinador.
- Otros documentos publicados por la empresa.
- Lista de accionistas y detalles de su participación accionaria (restringido a los tenedores de acciones).

Como parte final de este capítulo, es necesario citar que la información mencionada en este apartado corresponde a un extracto de la “Propuesta Preliminar para el Reglamento del Mercado Alternativo para Acciones”, el cual al momento del desarrollo de nuestro trabajo se encontraba a nivel de borrador, por lo que varios de estos puntos pueden ser modificados en un futuro en la versión final de este reglamento que emita la Bolsa Nacional de Valores para el conocimiento público.

### **4.3 Estructura legal y administrativa de las PYMES de acuerdo a la Ley 8262 “Ley de fortalecimiento de las PYMES”**

De acuerdo a lo expuesto en capítulos anteriores, el MAPA propone una estructura nueva que ofrece una opción más de financiamiento para las PYMES.

Debido a esto el objetivo de este apartado es analizar la compatibilidad del proyecto MAPA con la estructura legal y administrativa actual de las PYMES. Para esto hemos utilizado como referencia la Ley 8262 “Ley de fortalecimiento de las Pequeñas y medianas empresas” (Definidas previamente en el marco teórico).

#### **4.3.1 Definiciones legales y administrativas que establece la “Ley de fortalecimiento de las Pequeñas y medianas empresas”**

En el Artículo 3° de la ley, se establece que una pequeña y mediana empresa (PYME) es toda unidad productiva de carácter permanente que disponga de recursos físicos estables y de recursos humanos, los maneje y opere, bajo la figura de persona física o persona jurídica, en actividades industriales, comerciales o de servicios.

Además establece otras características cuantitativas de las PYMES, que contemplan los elementos propios y las particularidades de los distintos sectores económicos, tomando como variables, al menos, el número de trabajadores, los activos y las ventas.

Todas las PYMES que quieran aprovechar los beneficios de la Ley, deberán satisfacer al menos dos de los siguientes requisitos:

- El pago de cargas sociales.
- El cumplimiento de obligaciones tributarias.
- El cumplimiento de obligaciones laborales.

De acuerdo a este requisito indispensable, podemos definir que desde el punto de vista legal y administrativo, las PYMES que desean ingresar a MAPA, no deberían tener un cambio en su organización administrativa y legal ya que según lo expuesto en el Reglamento (preliminar), para el mercado, se toma en consideración toda esta estructura y los requisitos que establece la Ley que es analizada en este capítulo.

### **4.3.2 Sobre el funcionamiento de las PYMES y los entes asesores**

De acuerdo al Artículo 13 el gobierno de Costa Rica ha establecido el Programa de Apoyo a la Pequeña y Mediana Empresa (PROPYME), el cual tiene como objetivo financiar las acciones y actividades dirigidas a promover y mejorar la capacidad de gestión y competitividad de las pequeñas y medianas empresas costarricenses, mediante el desarrollo tecnológico como instrumento para contribuir al desarrollo económico y social de las diversas regiones del país.

Establece que el PROPYME obtendrá para su operación los recursos del Presupuesto Nacional de la República y el Ministerio de Hacienda los transferirá anualmente a un fideicomiso creado por el Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Tecnológicas (CONICIT), como órgano administrador de los recursos, para el uso exclusivo por parte de las pequeñas y medianas empresas. Este programa se enmarca dentro del Fondo de Incentivos que contempla la Ley de promoción del desarrollo científico y tecnológico, N° 7169, de 26 de junio de 1990.

Podemos notar como el MAPA puede ofrecer una alternativa anexa de operación conjunta con este programa que le permita potencializar el trabajo del proyecto, de manera que las empresas que participan en MAPA aprovechen la estructura actual de ayudas que ofrece el gobierno y así obtenga un mejor resultado de la inversión realizada por los inversionistas que deseen ingresar al proyecto MAPA.

De ahí la importancia de que la estructura administrativa y legal en la cual se desenvuelven las PYMES en la actualidad sea analizada profundamente con el fin de determinar los puntos a potencializar como este, y aquellos puntos de mejora que se puedan ver beneficiados con la incursión de las PYMES en el Proyecto.

#### **4.4 Ventajas actuales de la estructura y la oportunidad que ofrece MAPA**

Según el Artículo 16 de esta Ley, el aporte del Estado a un proyecto consistirá en otorgar apoyo financiero no reembolsable por un monto máximo hasta del ochenta por ciento (80%) del costo total de dicho proyecto, programa, acción o plan, con base en los criterios técnicos emitidos por el CONICIT u otros entes técnicos competentes que una Comisión determine.

Este es un punto de la estructura actual que enfrenta la idea de la apertura de un mercado accionario con las opciones que ofrece la estructura legal y administrativa actual, tal y como se analizará con más profundidad en el capítulo siguiente, la estructura actual ofrece a las PYMES una gran cantidad de opciones de financiamiento a bajas tasas de intereses e inclusive le da la opción de obtener subsidios como el que se mencionó en el capítulo anterior.

Cabe destacar, que el punto que el MAPA vendría a solventar es el de la tramitación ya que es conocido también que los requisitos para optar por estas opciones que da la estructura actualmente son muy rígidos, por lo que el MAPA vendría a aportar una opción de crecimiento por medio de la inversión y participación de terceros en la idea que se desea desarrollar.

De acuerdo a esto, es importante que a la hora de que una PYME desee pertenecer a este mercado debe analizar desde el punto de vista de administración de su entidad, sin embargo, el papel del MAPA es fundamental en lo que respecta el ampliar el abanico de opciones de financiamiento para las PYMES.

En el capítulo IV se analizarán las opciones reales de financiamiento que ofrece actualmente el mercado para las PYMES y la que vendría a ofrecer MAPA como una idea innovadora.

# Capítulo V

## **5 Generalidades del Proyecto MAPA**

En Costa Rica el resurgimiento de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) se da con mucha frecuencia, de hecho, que el 95% de las empresas situadas en nuestro país caen en esta categoría. Pero así con la rapidez que se crean, muchas de ellas a su vez cierran o no tienen la capacidad de crecer. Dos razones por la cuales las empresas no se pueden afianzar o no se les permite avanzar, es por la falta de capital de sus propietarios o simplemente que las condiciones del financiamiento bancario del país más bien en ayudarlas, complican su flujo de caja.

Teniendo en cuenta el problema que enfrentan actualmente las PYMES y en donde a su vez no existe un mercado de capitales para estas empresas en nuestro país, es que La Bolsa Nacional de Valores en el 2006, decide establecer un comité conformado por expertos para determinar otra herramienta de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas de nuestro país. La propuesta hecha por los integrantes del comité, es formar un nuevo mercado accionario en Costa Rica, un Mercado Alternativo para Acciones (MAPA), con el propósito de fungir como base de crecimiento de las empresas locales y regionales.

A continuación se detalla los integrantes del comité:

- Alfredo Artilles de Pricewaterhouse Coopers
- Alvaro Garcia de Newport Pharmaceuticals
- Ariel Vishnia de BCT Valores de Puestos de Bolsa
- Carlos Mora de Capitales.com
- Christopher Music de MesoAmerica
- Erick Brenes de KPMG
- Gaston Certad de Batalla y Asociados
- Guillermo Solórzano de Zurichner Odio Raven

- Manuel Ossenbach de Volio Capital Banca de Inversion
- Marta Arrea de Magane Consultores
- Michael Caggiano de Hotel Alta
- Oscar Luis Chaves de Aldesa Puesto de Bolsa
- Rafael Mora de Interbolsa Puesto de Bolsa
- Randolph Kissling de CAMTIC / Aura Interactiva
- Roy Vargas de Lidersoft

Para que una PYME pueda liberar su capacidad de crecimiento, requiere contar con este tipo de capital de riesgo para lo cual no tiene que recurrir al pago frecuente de intereses, mas bien, a cambio de responder por lo que esta recibiendo esta participando a inversionistas interesados en compartir riesgo, así como la retribución del posible éxito de la compañía.

## **5.1 Objetivos de la Bolsa al implantar el proyecto MAPA**

- Facilitar el acceso de capital para empresas pequeñas y medianas que buscan crecer. Las empresas deben de estar en una fase temprana de desarrollo, en donde tengan la intención de introducir nuevos productos y complementarlos con los exitosos ya existentes.
- Ofrecer una oportunidad a inversionistas sofisticados, con el fin de que puedan participar en proyectos de capital con gran potencial al crecimiento y elevado riesgo.
- Facilitar la salida de los fondos de capital de riesgo una vez que la empresa haya alcanzado un nivel óptimo de desarrollo, dándole la oportunidad al fondo de que pueda buscar nuevas empresas que se encuentren en su etapa inicial de desarrollo.
- Ayudar a reenfocar el interés en inversiones de capital en Costa Rica.
- Asistir en la mejora de los estándares de Gobierno Corporativo en general.

## 5.2 Estructura para MAPA

El Mercado será organizado por la Bolsa Nacional de Valores y tendrá su propia estructura regulatoria. Estará definida por las Reglas de la Bolsa y por contratos de los participantes (patrocinadores, empresas y los directores de las empresas).

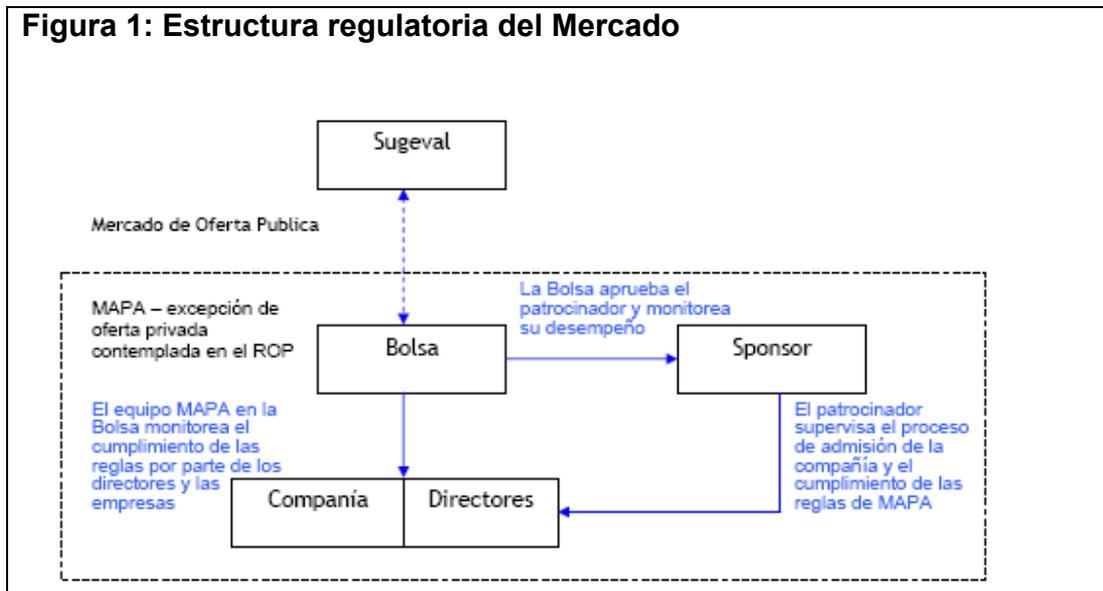
Es importante destacar que la negociación de las acciones va a estar inmersa en la excepción de la oferta privada por ende se deben cumplir las siguientes medidas:

- La empresa no podrá tener mas de 50 accionistas
- La empresa no puede tener ningún tipo de emisión autorizada y registrada como oferta publica; acciones, deuda u otro tipo.
- Las acciones objeto de negociación no podrán ser ofrecidas por medios de información colectiva.

Estos requerimientos deben ser aplicados de forma activa por todos los participantes del mercado en donde no se hará ningún tipo de excepciones.

Teniendo en cuenta como se va regir el mercado alternativo para acciones, es importante continuar con el detalle de quienes irán a conformar el mercado. Tal y como se muestra en la figura 1, existen tres elementos fundamentales dentro de la estructura del mercado: el equipo MAPA, los directores de las empresas y los patrocinadores.

**Figura 1: Estructura regulatoria del Mercado**



Fuente: BNV

### 5.3 El equipo MAPA

El equipo MAPA será designado por la Bolsa el cual estará supervisado por un Director para que monitoree el mercado, y este le reportara al Gerente General de la BNV.

Dentro de sus principales funciones que tendrá que ejercer este equipo se encuentran:

- Asistir al Comité MAPA en la aprobación de los patrocinadores
- Monitorear el cumplimiento de las reglas del mercado por parte de las empresas.
- Asistir a las empresas, directores y patrocinadores en la interpretación y aplicación de las reglas.

## **5.4 El patrocinador**

Una de las principales diferencias entre el mercado MAPA y el mercado de oferta pública de Costa Rica es la inclusión de este nuevo personaje: el patrocinador. Esta figura será quien asegure que todas las reglas dentro del MAPA se cumplan y se sigan a cabalidad por parte de las empresas. Será un elemento trascendental para el mantenimiento de la calidad y credibilidad de este mercado.

La Bolsa será la encargada de aprobar a los diferentes patrocinadores, en donde, estas personas deberán de contar con la suficiente experiencia en asesorar empresas en la búsqueda de financiamiento, relacionados con los puestos de bolsa, bancos de inversión, entre otros.

Toda empresa que decida participar en el MAPA deberá de tener un patrocinador el cual le hará entender los reglamentos y requisitos para que ella pueda ingresar. El patrocinador será escogido por la misma empresa. Asimismo, el patrocinador ayudará a la compañía a prepararse para el proceso de admisión y en la verificación del cumplimiento del contenido del documento de Admisión. También asistirá a la Bolsa en la supervisión de la empresa. Por otro lado, a su vez tiene que velar que los accionistas comprendan que sus intereses estarán bien protegidos.

El patrocinador no puede ser auditor de la empresa, sin embargo, puede ayudarla en otros asuntos siempre y cuando le demuestre a la Bolsa que tiene la capacidad de manejar cualquier conflicto de interés. Es decir, puede ayudar a la empresa a buscar inversionistas durante todo el proceso de admisión, aconsejar sobre la fijación de los precios de las emisiones o encargarse de los anuncios de la empresa.

El patrocinador a su vez puede ser accionista de la empresa que esta representando siempre y cuando no posee mas del 10% de las acciones ya sea directa o indirectamente por medio de un familiar y su participación accionaria estarán sujetas al mismo control que las participaciones de directores y empleados senior.

Podemos decir que el patrocinador tendrá vitales funciones en diferentes periodos con respecto a la empresa que lo haya escogido para que sea su aliado.

#### **5.4.1 Funciones y responsabilidades dentro del periodo de Admisión**

- Capacitara a los directores y empleados senior de la empresa con la reglas de MAPA.
- Debe de realizar el debido proceso de admisión y declarar formalmente que esta conforme con el contenido del mismo que cumple con todos los requerimientos y que la información es veraz y no conlleva a malentendidos.
- Verificar que la compañía cumple con los requerimientos de admisión a MAPA.

#### **5.4.2 Funciones y responsabilidades una vez que las empresas sean aceptadas**

- Debe ser nombrado como fiscal en la empresa y debe de asistir a todas las reuniones de la Junta Directiva.
- Estar disponible a brindar asistencia a la empresa en forma permanente.
- Actuar con la debida atención, interés, habilidad y competencia.
- El patrocinador esta en su derecho de comunicar, en caso de que pensase que alguna situación esta infringiendo las reglas de MAPA, a la empresa para que lo corrijan de inmediato. En caso omiso a la notificación deberá de informarlo a la Bolsa.

## **5.5 Los Directores**

Los directores de una empresa MAPA deben suscribir un contrato con la Bolsa para que la compañía sea admitida al mercado. Ellos serán los responsables por eventuales incumplimientos de sus obligaciones.

## **5.6 Requisitos para las empresas interesadas participar en MAPA**

La Bolsa en su análisis no considera recomendable imponer el tipo o el tamaño de las empresas que desean participar, sino que el mismo mercado debe decidir que es apropiado.

Por lo tanto no hay restricciones de entrada a empresas respecto al país de origen, país donde opera, actividad (la única restricción es que debe ser una empresa en operación y no de inversión) y tamaño.

El mercado será atractivo para empresas con pocos años de haberse creado pero que tengan grandes ambiciones de crecimiento. El punto es que sean abiertas en aceptar atraer inversionistas a participar en el proyecto.

A pesar de que no existe exigencias a cuanto al tipo y al tamaño de las empresas, si deben cumplir con las siguientes consideraciones para que sean admitidas y que se asegure los intereses de los accionistas:

- Tienen que cumplir con la definición de la Oferta Privada en el ROP, es decir, contar con menos de 50 accionistas y no tener ningún otro tipo de valor registrado en el mercado de Oferta Publica.
- Los valores a ser admitidos deben contar los mismos derechos que se ejercen con las acciones comunes, por lo menos. Asimismo, las acciones deben de ser transferibles.

- El Pacto Social de la empresa debe establecer que las transferencias de acciones solamente serán registradas luego de la aprobación de la Junta Directiva (sujeto a la limitación respecto al número máximo de accionistas)
- La compañía debe incluir una serie de cláusulas estatutarias de protección a los inversionistas en su Pacto Social, así como suscribir un Pacto Parasocial entre sus accionistas de conformidad con los requerimientos exigidos por la Bolsa.
- La gerencia y empleados clave de la empresa deberán estar comprometidos como empleados y accionistas con la compañía durante dos años.
- Después de la admisión se debe dar que el 30% de los derechos de voto tienen que estar en manos de inversionistas independientes o que el 45% de los derechos de voto deben estar en manos de inversionistas independientes o inversionistas ángeles.

Es decir un inversionista independiente es aquel que es totalmente ajeno a la empresa, ya sea una persona física o jurídica atraída por lo ofrecido por la empresa con los recursos necesarios para comprar participación en esta. Un inversionista ángel podrá estar conectado en cierta manera a la empresa pero no se parte de su gerencia, por ejemplo un empleado de la misma.

### **5.6.1 Documento de Admisión**

La Bolsa en su investigación original consulto a otros mercados de los cuales se tomaron como base para el análisis del proyecto MAPA en cuanto al tipo de documentación que ellos solicitaban a las empresas interesadas en formar parte de los mercados alternativos.

El documento de admisión contendrá información dividida en los siguientes apartados:

1. Detalles de la gerencia
2. Resumen de los detalles de la oferta
3. Información clave de la emisión
4. Información de la empresa
5. Panorama del negocio
6. Resumen de la Constitución de la Empresa
7. Anexo privado al Documento de Admisión

## **5.7 Obligaciones de las empresas una vez admitidas**

Las empresas una vez admitidas dentro del mercado alternativo tendrán que cumplir con ciertas reglas impuestas por la misma Bolsa. A su vez, tendrán la facilidad de contar con el apoyo del equipo de MAPA para que se les pueda aclarar cualquier interpretación a las reglas.

Las reglas impuestas por la Bolsa se separan en 4 categorías:

### **5.7.1 Responsabilidades generales**

En esta sección se detalla que cualquier emisor debe tratar a todos los accionistas por igual. Asimismo, la empresa debe aplicar el Código

Costarricense de Gobierno Corporativo y el Código de Relaciones con los Inversionistas. A pesar, de que ambos sean voluntarios la empresa tiene que explicar si cumple con algunos de los elementos que detallan en ellos y si no lo hace dar el por que del no.

### **5.7.2 Relaciones con el patrocinador**

En esta categoría se enfatiza la relación que se debe manejar con el patrocinador de la empresa. Por lo tanto, se destaca que la empresa debe contar con un patrocinador de manera permanente que a su vez será nombrado fiscal dentro de la Junta Directiva. La empresa tendrá una relación muy estrecha con el patrocinador por lo que cualquier comunicación que ella quiera realizar, el patrocinador tiene que dar su opinión. Si la empresa considera no seguir la recomendación del patrocinador, ella deberá comunicarlo a la Bolsa antes de seguir con la acción.

### **5.7.3 Información con efecto sensible sobre los precios**

En esta sección se hace énfasis al hecho de que los precios de las acciones son dependientes a eventos o situaciones que podrían ser dadas a conocer por la empresa. Por lo tanto, el emisor tiene que comunicar cualquier evento sujeto al cambio en el precio de las acciones antes de hacerlo publico. Esta comunicación tiene que ser clara y precisa, sin causar ningún tipo de malentendidos.

El emisor no esta obligado a publicar el hecho de una negociación si la publicación del mismo podría afectar la misma negociación, por ende el patrocinador debe de coincidir con la decisión tomada. La empresa debe velar que no se fugue ningún tipo de información para lo cual debe mantener una lista con los empleados que se les brindo la información confidencial.

#### **5.7.4 Inversiones realizadas por los Directores**

En esta división se detalla las funciones que deben ejercer los directores de las empresas en cuanto a la decisión de la compra o venta de acciones. Los directores no podrán comprar o vender acciones dos meses antes de la publicación de los estados financieros del año o cuando la empresa posea información que no haya sido exteriorizada que pueda tener ya sea un efecto positivo o negativo en los precios de las acciones. En periodos diferentes de los antes destacados, los directores o empleados senior podrán vender o comprar acciones solo con la autorización del Presidente. Por ende, si se diese la luz verde de seguir con las transacciones que se tiene que hacer el anuncio de las mismas al siguiente día hábil con sus respectivos detalles en cuanto a precio antes y luego de la transacción como la cantidad de las mismas.

Si bien es cierto el proyecto MAPA esta aun en pañales, se ha efectuado un análisis preliminar con integrantes de empresas reconocidas que efectúan asesorías a un sin numero de empresas de diferentes sectores. La convocatoria por parte de la Bolsa Nacional de Valores demuestra su interés y apoyo de poder brindar a las PYMES otra fuente de financiamiento que no implique el desembolso de efectivo en un periodo tan constante como lo es el financiamiento bancario.

# Capítulo VI

## **6 Análisis del financiamiento bancario versus la emisión de acciones**

### **6.1 Opciones actuales de financiamiento bancario para las PYMES**

Con el surgimiento de las PYMES, las entidades bancarias, así como algunas otras instituciones se dieron a la tarea de crear opciones de financiamiento para el desarrollo de estas empresas.

Estas opciones han buscado dar una opción con mejores condiciones que las que ofrece el mercado normalmente. A continuación se muestra la lista de las instituciones inscritas en el MEIC y autorizadas para dar financiamiento a las PYMES:

- ACORDE
- Asociación Costarricense de Desarrollo (FUCODES)
- ASOPROSANRAMON
- Banco Cuscatlán
- Banco Nacional de Costa Rica
- Banco Popular y de Desarrollo Comunal.
- Fondo de Microproyectos Costarricenses (FOMIC)
- Fundación Mujer

Estas instituciones han desarrollado planes de financiamiento tanto en dólares como en colones que buscan el desarrollo y crecimiento de nuevas ideas de negocios, así como el impulso de empresas en funcionamiento y que necesitan de recursos externos para su crecimiento.

En los cuadros 2 y 3, se muestra un detalle de las tasas de interés en colones y dólares de acuerdo al sector, que estas instituciones ofrecen a las PYMES:

<b>Cuadro 1: Tasas de interés de opciones de financiamiento en colones para PYMES</b>			
<b>Institución</b>	<b>Sector</b>	<b>Promedio de tasa de crédito</b>	<b>Promedio de gasto por comisión</b>
Banco Cuscatlan	Comercio	7.5%	3.3%
Banco Cuscatlan	Industria	7.5%	3.3%
Banco Cuscatlan	Servicios	7.5%	3.3%
Banco Cuscatlan	Agropecuario	7.5%	3.3%
Banco Cuscatlan	Turismo	7.5%	3.3%
Banco de Costa Rica	Industria	11.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Servicios	11.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Comercio	11.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Turismo	11.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Agropecuario	11.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Artesanía	11.3%	No determinada
Banco Nacional de Costa Rica	Artesanía	13.5%	1.0%
Banco Nacional de Costa Rica	Turismo	13.5%	1.0%
Banco Nacional de Costa Rica	Industria	13.9%	1.0%
Banco Nacional de Costa Rica	Comercio	14.5%	1.0%
Banco Nacional de Costa Rica	Servicios	14.5%	1.0%
ASOPROSANRAMON	Agrícola	20.8%	2.0%
Banco Popular y de Desarrollo Comunal.	Comercio	21.0%	2.0%
Banco Popular y de Desarrollo Comunal.	Industria	21.0%	2.0%
Banco Popular y de Desarrollo Comunal.	Servicios	21.0%	2.0%
Asociación Costarricense de Desarrollo (FUCODES)	Comercio	22.5%	3.0%
Asociación Costarricense de Desarrollo (FUCODES)	Industria	22.5%	3.0%
Asociación Costarricense de Desarrollo (FUCODES)	Servicios	22.5%	3.0%
Asociación Costarricense de Desarrollo (FUCODES)	Agrícola	22.5%	3.0%
ACORDE	Agroindustria	23.5%	3.0%
ACORDE	Comercio	23.5%	3.0%
ACORDE	Industria	23.5%	3.0%
ACORDE	Servicios	23.5%	3.0%
ASOPROSANRAMON	Comercio	24.9%	3.0%
ASOPROSANRAMON	Industria	24.9%	3.0%
ASOPROSANRAMON	Servicios	24.9%	3.0%
Fundación Mujer	Industria	27.1%	4.7%
Fundación Mujer	Agropecuario	27.1%	4.7%
Fundación Mujer	Comercio	29.1%	4.7%
Fundación Mujer	Servicios	29.3%	4.7%
Fondo de Microproyectos Costarricenses (FOMIC)	Comercio	30.0%	3.0%
Fondo de Microproyectos Costarricenses (FOMIC)	Industria	30.0%	3.0%
Fondo de Microproyectos Costarricenses (FOMIC)	Servicios	30.0%	3.0%
Fondo de Microproyectos Costarricenses (FOMIC)	Agrícola	30.0%	3.0%
Fondo de Microproyectos Costarricenses (FOMIC)	Turismo	30.0%	3.0%

Fuente: MEIC

<b>Cuadro 2: Tasas de interés de opciones de financiamiento en dólares para PYMES</b>			
<b>Institución</b>	<b>Sector</b>	<b>Promedio de tasa de crédito</b>	<b>Promedio de gasto de comisión</b>
Banco Cuscatlan	Comercio	5.4%	3.3%
Banco Cuscatlan	Industria	5.4%	3.3%
Banco Cuscatlan	Servicios	5.4%	3.3%
Banco Cuscatlan	Agropecuario	5.4%	3.3%
Banco Cuscatlan	Turismo	5.4%	3.3%
Banco Nacional de Costa Rica	Industria	6.8%	No determinada
Banco Nacional de Costa Rica	Servicios	6.8%	No determinada
Banco Nacional de Costa Rica	Comercio	6.8%	No determinada
Banco Nacional de Costa Rica	Turismo	6.8%	No determinada
Banco Nacional de Costa Rica	Agropecuario	6.8%	No determinada
Banco Nacional de Costa Rica	Artesanía	6.8%	No determinada
Banco de Costa Rica	Industria	10.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Servicios	10.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Comercio	10.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Turismo	10.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Agropecuario	10.3%	No determinada
Banco de Costa Rica	Artesanía	10.3%	No determinada

Fuente: MEIC

Como se puede observar en los cuadros 2 y 3, el mercado actualmente ofrece bastantes opciones de financiamiento y con diferentes tasas de interés para que una PYME pueda elegir con que institución buscar apoyo financiero. Podemos citar los casos de el Banco Cuscatlán el cual ofrece la opción más atractiva de financiamiento tanto en colones (7.5%), como dólares (5.4%), seguido por el Banco de Costa Rica en colones (11.3%), y el Banco Nacional de Costa Rica en dólares (6.8%).

### **6.1.1 Requisitos exigidos por parte de las entidades financieras para financiamiento**

Las diferentes entidades bancarias otorgan préstamos a personas tanto físicas como jurídicas que pertenecen a diferentes sectores relacionados con actividades de industria, comercio, servicios, turismo, agricultura, ganadería y al sector exportador.

Dentro de los requisitos de las personas físicas, los bancos solicitan documentación tales como:

- Original y copia de la cédula de identidad por ambos lados de los participantes.
- Presentar estados bancarios o facturas que respalden sus ingresos.
- Copia del último recibo cancelado por amortización de deudas con otras Instituciones.
- Presentar información financiera de la actividad que permita reflejar un flujo de caja proyectado a dos años.

Para las personas jurídicas, para las entidades financieras es común que exijan:

- Fotocopia de Personería Jurídica
- Fotocopia del acta de Constitución de la Sociedad (nombre completo del gerente, los directores y representantes legales)
- Fotocopia de la cédula jurídica
- Fotocopia de cédula del representante legal de la sociedad.
- Demostrar la capacidad de pago

Por otro lado se requieren otra serie de documentos adicionales en caso de que las empresas se respalden con una garantía hipotecaria como lo son:

- Número de finca.
- Dos copias del plano catastrado, certificadas por el Registro Público.
- Pago del avalúo.
- Si la finca no pertenece al solicitante, presentar consentimiento de gravamen y copia de cédula de identidad del dueño.

- Si la propiedad está a nombre de una persona jurídica, presentar el Acta Protocolizada donde se da el consentimiento de gravamen de todos los socios, copia de cédula jurídica y personería jurídica al día.
- Certificación de impuestos municipales al día.

Si la empresa decidiera tener una garantía prendaria, debe adicionar:

- Documentación actualizada referente al bien que quedará gravado.
- Pago de avalúo.

Como se puede ver, los requisitos del financiamiento bancario son vastos pero las entidades bancarias deben exigirlos ya que es la única forma de que pueden asegurarse de que las PYMES puedan hacer efectivo el pago del préstamo, así como cerciorarse que puedan responder con algún tipo de garantía.

### **6.1.2 Tipos de garantías que respaldan los financiamientos bancarios**

Actualmente existen dos tipos de garantías que se aplican para el otorgamiento de los préstamos: Garantía Hipotecaria y Garantía Prendaria.

La decisión de usar una sobre la otra se basa más que todo en el tipo de préstamo que se vaya a solicitar. Es decir, el banco exige un respaldo en caso de que las empresas no puedan llegar hacer el pago, este respaldo es reflejo de la cantidad de dinero que se vaya a solicitar y que tipo de inversión va a cubrir.

Por lo tanto, se usa como garantía prendaria, para aquel préstamo que no signifique una alta suma de dinero para el banco y que de una u otra forma, le permite a la empresa responder eventualmente con un bien en caso de que no tuviese éxito con la utilización del dinero. La solicitud de un capital de trabajo

perfectamente puede ser respaldada por medio de la utilización de una garantía prendaria.

La garantía hipotecaria aunque puede ser utilizado para sumas de dinero bajas, en la mayoría de las ocasiones se les exige a las empresas que solicitan dinero de grandes magnitudes para sus proyectos de inversión, tales como remodelaciones, compra de equipo de alta tecnología, etc.

Como se puede observar las garantías son uno de los requisitos más importantes que exigen las entidades bancarias para otorgar préstamos en donde muchas PYMES no tienen los recursos propios de poner a responder algún tipo de bien. La consecuencia de esto repercute en el posible desenvolvimiento y crecimiento de las PYMES.

### **6.1.3 Plazos de pago ofrecidos por las entidades bancarias para las PYMES**

Los plazos difieren de unos a otro dentro de las entidades financieras de acuerdo al monto solicitado, tasas de interés (colones o dólares), tipo de garantía y el tipo de prestamos que se esta solicitando. Estos varían entre un año a 10 años.

Por ejemplo no se le va a exigir a una PYME que pidió un préstamo para capital de trabajo, el mismo plazo, que solicito otra para la ejecución de un proyecto que involucra equipo automatizado para aumentar la eficiencia en la producción de un producto.

A razón de la diversidad de plazos que existen en el mercado, las PYMES tienen la ventaja de poder escoger el mejor que se adecue a sus pretensiones de desarrollo con la mejor tasa de interés.

## **6.2 Evaluación cualitativa del financiamiento del proyecto MAPA**

### **6.2.1 Requisitos exigidos para que una empresa pueda participar en MAPA**

Para que una PYME pueda ingresar en el MAPA debe cumplir con ciertos requisitos antes de proceder con la entrega de la documentación del derecho de admisión. Estos requisitos preliminares destacan que la empresa no debe tener más de 50 accionistas o poseer algún tipo de valor registrado en la oferta pública, ya que no procedería con la definición con que se basa el MAPA, es decir, la oferta privada. Asimismo, tendrá que realizar una serie de modificaciones en su Pacto Social para brindar protección a los futuros inversionistas.

Luego de se realicen los cambios pertinentes en su razón social, así como las entidades bancarias solicitan una serie de documentos, el MAPA a su vez exige la entrega de los siguientes documentos para determinar si las empresas pueden ser admitidas en el mercado:

- Detalles de la gerencia
- Resumen de los detalles de la oferta
- Información clave de la emisión
- Información de la empresa
- Panorama del negocio
- Resumen de la Constitución de la Empresa
- Anexo privado al Documento de Admisión

Las PYMES que buscan obtener el financiamiento por medio de la emisión de acciones, están sujetas a realizar cambios en su estructura de

Capital Social para estar alineadas con lo que solicita la bolsa nacional de valores.

### **6.2.2 Garantía establecida para las PYMES que quieran ser participes en MAPA**

Cuando se genera la emisión de acciones la empresa genera una garantía de pago con sus accionistas a través de un documento llamado titulo valor. En el titulo valor se determina la cantidad de acciones que son potestad por parte del inversionista. Claro esta, que el pago del titulo valor está relacionado con la generación de utilidades por parte de la empresa que resultan en la distribución de dividendos hacia los accionistas. Siempre y cuando la empresa este en condiciones de distribuir dividendos el accionista podrá recibir parte de lo que invirtió en la PYME. Por otro lado, si la empresa no pudiese generar las suficientes utilidades, solamente se declarara una obligación de pago hacia el accionista, que no se hará efectiva hasta que la empresa pueda hacerlo.

Analizando la garantía por parte de la PYME en cuanto a la emisión de acciones se podría decir que el accionista deberá estar consciente que por el simple hecho de que se tratan de medianas y pequeñas empresas que buscan de una u otra forma subsistir o crecer, podría estar inmerso a que el pago de su participación sea distribuida no en un corto plazo sino mas bien a un mediano o largo plazo.

### **6.2.3 Plazo de la emisión en MAPA**

El prospecto de MAPA vigente no hace mención sobre plazos específicos de la emisión. La salvedad que hace es que cuando una empresa que esta cotizando en MAPA logra llegar a un nivel óptimo de desarrollo la bolsa le

ayudara a sus inversionistas a buscar salir de esta inversión y buscar otra en vías de desarrollo. Esto en todo caso no es indicativo de un plazo definido ya que esto dependerá del éxito que tenga la empresa en el desarrollo de sus actividades.

Además no se hace una aclaración en el escenario que cuando la empresa logre su desarrollo y ya por ley no es considerada PYME si deberá de salir del MAPA o no.

Por ello el plazo de la emisión prácticamente es indefinido, dependiente de cuanto dure la empresa en lograr su desarrollo o si esta considera que su financiamiento por medio de MAPA esta siendo consecuente con sus objetivos de desarrollo.

Se tiene que hacer diferencia a lo que es la posesión del titulo valor a la declaración de dividendos sobre. Es decir, si la empresa tiene la intención de distribuir dividendos al finalizar el trimestre hará efectivo el pago del dividendo, en su defecto si no tuviese recursos para pagarlo, lo declarara y lo hará efectivo ya sea en la próxima fecha de pago o cuando pueda pagarlo.

En el prospecto de MAPA tampoco se regula la parte de dividendos. Por ello asumimos que funcionará como en el mercado ya existente donde queda a discreción de la empresa emisora la declaración de dividendos y la frecuencia de esta declaración.

### **6.3 La posibilidad de inversión en MAPA**

Como se ha expuesto MAPA pretende dar una fuente de financiamiento para las PYMES pero a la vez una forma de generar interés en la participación en los mercados de valores de parte de empresas con atractivos potenciales y la parte inversionista.

El tipo de oferta de acciones que se hará es de carácter privado, como señalamos en este tipo de ofertas se limita el número de inversionistas que pueden participar en la compra a 50 por empresa emisora.

La inversión se hará en empresas que caen bajo la denominación PYME que aún está pendiente por parte del comité MAPA definir que será considerado una PYME ya sea de acuerdo a la normativa de la Ley 8262 o bien de una definición modificada que haría el comité o la BNV.

El riesgo de invertir en MAPA creemos será mayor al promedio del mercado de valores que actualmente organiza la BNV. Esto ya que de acuerdo a PROCOMER las empresas PYME tienen una alta tasa de mortalidad. El panorama de inversión en el mercado alternativo carece de detalles en cuanto a costos de transacción para el inversionista, por ejemplo cuanto cobrará la BNV de comisión por transar los valores en el mercado secundario. Además dentro de la normativa MAPA no se toca el tema de dividendos, que es una manera importante para el inversionista de recuperar o hacer crecer el valor de su inversión.

Asumiendo que el MAPA no gozará de exenciones sobre el impuesto a la renta que se cobra por los dividendos, la tasa que se cobraría sería de un 8% ya que todas las empresas deberán de estar debidamente inscritas en el mercado.

La normativa preliminar a la que se tuvo acceso tampoco plantea limitación en cuanto al límite de tiempo que un inversionista podrá mantener su inversión. Tampoco hace salvedades que cuando una empresa de seguir un plan de desarrollo exitoso e incrementa sus ventas, activos y/o personal deberá de salir de MAPA. Por lo tanto si bajo definición del MEIC ya una empresa deja de considerarse PYME no se clarifica si deberá salir de MAPA o podrá continuar cotizándose en el mismo. Esto sumado a lo expuesto anteriormente sobre la definición concreta de que será una PYME para MAPA.

Los rendimientos sobre el dinero que obtendrán los inversionistas son relativos a las ganancias o pérdidas que tenga la empresa en la cual invierta. Como hemos visto, en un mercado de valores los rendimientos se ven en la repartición de dividendos por acción que decreta la empresa basado en sus utilidades. Si esta tiene pérdidas por lo general no se decreta dividendo alguno a menos que se haga financiado por utilidades retenidas.

Adicional a los dividendos está el crecimiento de la cotización del precio de la acción. Una acción es un título valor que se aprecia o deprecia dentro del mercado de valores de acuerdo a la percepción del mercado sobre acontecimientos relevantes a la economía, a la industria de la empresa o bien a hechos propios de la empresa en cuestión.

Eventos que los participantes en el mercado de valores consideren positivos apreciarán el valor de la acciones generando valor al accionista. De ahí que el precio a que coticen la acción es relevante para el inversionista, si este compró las acciones a un precio menor al que se cotiza en el mercado de valores le traerá utilidades si este decide venderlas.

## **6.4 Análisis cualitativo de oportunidades para el inversionista**

Al tener en perspectiva estos aspectos sobre MAPA y la inversión en mercados de valores y lo expuesto en los apartados anteriores referente a otras posibilidades de inversión como son los CDP, fondos de inversión y fondos de pensión podemos hacer una mejor evaluación de MAPA como posibilidad de inversión al compararse a las otras figuras financieras disponibles.

Al ser un análisis cualitativo enumeraremos ciertos factores que creemos relevantes en la decisión de inversión. Estos son riesgo de la operación, rendimientos esperados, plazo y la facilidad de entrada y requisitos.

### **6.4.1 El factor riesgo**

De las figuras de inversión que se han expuesto la menos riesgosa son los CDP. Esta figura es la mas segura dado que la posibilidad de no pago está en que la institución que la emite no cuente con la liquidez para hacer el mismo o un caso extremo el cierre de la institución. Los certificados en colones son propensos a sufrir ante devaluaciones súbitas en referencia al dólar.

Los fondos de inversión están expuestos a un nivel de riesgo mas elevado que los CDP al ser estos sujetos a los rendimientos de las carteras de inversiones que tengan los mismos. Estos pueden tener diferentes objetivos de inversión como son los fondos hipotecarios, inversiones en bonos entre otros. Su regulación contempla una diversificación del riesgo requerida para su cartera de inversión para tener control sobre su seguridad, sin embargo al ser dependientes de una cartera conlleva riesgos. Dentro de este nivel de riesgo se incluye a los fondos de pensiones ya que estos al igual que los fondos de inversión dependen de los rendimientos de las carteras en que invierta el fondo.

La inversión en el mercado de valores tiene un nivel de riesgo más elevado que los fondos de inversión. Esta está sujeta a los rendimientos que tengan la o las empresas en las cuales se invierta. Los rendimientos de estas son sujetos a factores económicos, administrativos, eficiencia y muchos otros. Es decir son muchos los factores que intervienen en la seguridad de este tipo de inversiones así como el factor más subjetivo de todos, la interpretación que le den los participantes en el mercado de valores a un evento que tenga impacto directo o indirecto sobre la empresa en que se invirtió.

El nivel de riesgo varía de empresa a empresa y de industria a industria. Sin embargo siempre existe un riesgo de pérdida de valor en la acción ante eventos inesperados o bien complicaciones en la economía que pueden causar decrementos en los valores de las acciones.

MAPA propone inversión en acciones, pero consideramos como más riesgoso MAPA al tratarse de empresas en desarrollo, y por los antecedentes de mortalidad de este tipo de empresas en el país.

#### **6.4.2 Rendimiento de la inversión**

Otro aspecto a considerar por parte de un inversionista es el rendimiento que podría prever un inversionista. Este aspecto es totalmente relacionado al riesgo, entre mayor riesgo mayor posibilidad de alto rendimiento.

El rendimiento de un CDP desde el momento de su apertura es conocido y aceptado por el inversionista. Dentro de los instrumentos que evaluamos estos son los de menor rendimiento en el mercado. Su rendimiento también depende de su plazo. El cuadro 4 muestra las tasas de interés promedio de los CDP a abril de 2007.

<b>Cuadro 3: Tasas de interés promedio de depósitos a plazo</b>						
	<b>Colones</b>			<b>Dólares</b>		
	<b>1 mes</b>	<b>3 meses</b>	<b>6 meses</b>	<b>1 mes</b>	<b>3 meses</b>	<b>6 meses</b>
Bancos estatales	9,78	10,76	13,49	1,64	1,95	2,24
Bancos privados	11,40	12,83	14,26	2,21	2,48	3,18
Financieras	12,76	13,62	16,41	2,16	2,79	3,82

Nota: Corresponde al promedio ponderado de tasas de interés suministradas por los intermediarios financieros al Banco Central.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Los fondos de inversión y pensión tienen un rendimiento promedio más elevado que el de los CDP. Al existir varios tipos de fondos, dependerá de la naturaleza de los mismos el rendimiento que alcancen y además de la moneda en la cual coticen, ya sea dólares o colones. Los cuadros 5,6 y 7 muestran los rendimientos de los fondos más rentables de acuerdo a rendimiento histórico.

<b>Cuadro 4: Rendimiento de los fondos de inversión más rentables en dólares</b>				
<b>Fondo</b>	<b>Sociedad</b>	<b>Tipo de fondo</b>	<b>Rendimiento</b>	
			<b>Últ. 12 meses</b>	<b>Últ. 30 días</b>
Mutual Corto Plazo Dólares	Mutual S.F.I.	Corto plazo	11,06	11,08
Aldesa Renta Mensual Dólares	Aldesa S.F.I.	Ingreso (cerrado)	8,83	20,83
Record	Multifondos de Costa Rica	Ingreso	7,82	10,79
Ingreso Público Cerrado Multifondos	Multifondos de Costa Rica	Ingreso (cerrado)	7,80	18,67
Crecimiento Dólares Concentrado Multifondos	Valores Serfin S.F.I.	Crecimiento (abierto)	7,56	9,02
Internacional	Multifondos de Costa Rica	Crecimiento (abierto)	7,52	11,89
Sama Ingreso Mensual Dólares	Sama S.F.I.	Ingreso	6,23	10,02
Cathay Corto Plazo Público en Dólares	Cathay S.A.F.I.	Corto plazo	2,60	2,19
Sama Liquidez Dólares	Sama S.F.I.	Mercado dinero	2,35	2,54
Interbolsa Liquidez Mixto Dólares	Interbolsa S.A.F.I.	Mercado dinero	1,99	1,83

Fuente: SUGEVAL

**Cuadro 5: Rendimiento de los fondos de inversión más rentables en colones**

Fondo	Sociedad	Tipo de fondo	Rendimiento	
			Últ. 12 meses	Últ. 30 días
Renta Vista	Vista S.F.I.	Ingreso	17,74	17,04
Crecimiento Vista	Vista S.F.I.	Crecimiento	17,36	-2,77
Aldesa Renta Trimestral Colones	Aldesa S.F.I.	Ingreso (cerrado)	16,78	13,32
BAC San José Ingreso C	BAC San José S.F.I.	Ingreso	16,31	18,37
Sama Crecimiento Colones	Sama S.F.I.	Crecimiento	16,16	18,71
Aldesa Crecimiento Colones	Aldesa S.F.I.	Crecimiento (cerrado)	15,34	16,12
BCR Inmobiliario	BCR S.A.F.I	Inmobiliario	14,51	9,18
Aldesa Renta Mensual Colones	Aldesa S.F.I.	Ingreso (cerrado)	14,42	10,60
Sama Liquidez Público Colones	Sama S.F.I.	Mercado dinero	13,47	11,23
Pronto Líquido Colones	Fondos Cuscatlán S.F.I.	Mercado dinero	13,31	13,07
Cathay Corto Plazo Público en Colones	Cathay S.A.F.I.	Corto plazo	13,15	13,70
BCR Corto Plazo Colones	BCR S.A.F.I.	Corto plazo	12,56	11,02
Inmobiliario Gibraltar	Improsa S.A.F.I.	Inmobiliario	11,50	16,39
BCR Inmobiliario del Comercio y la Industria	BCR S.A.F.I.	Inmobiliario	10,45	9,55

Fuente: SUGEVAL

<b>Cuadro 6: Rendimiento de los fondos de pensión</b>				
	<b>Rentabilidad anual</b>			<b>Rentabilidad histórica</b>
	<b>Abril 6</b>	<b>Diciembre 5</b>	<b>Abril 5</b>	<b>Abril-06</b>
Rég. Voluntario de Pensiones ¢	14,4	14,5	20,7	19,0
Rég. Voluntario de Pensiones \$	-1,9	-2,3	11,5	7,4
Rég. Obligatorio Pensiones	15,8	15,9	20,3	17,9

Fuente: SUPEN

La inversión en acciones generalmente hablando es una inversión de mayor riesgo que un fondo de inversión. La naturaleza de la inversión es completamente distinta, en esta se invierte directamente en empresas contrario a los fondos que pueden existir muchas variaciones.

En Costa Rica como se mencionó anteriormente las empresas inscritas en el mercado de valores son 15, sin embargo activamente cotizan cerca de ocho. Los rendimientos de las acciones se detallan en el cuadro 8.

<b>Cuadro 7: Empresas inscritas en la BNV para emisión de acciones.</b>				
	<b>Rendimiento total</b>	<b>Utilidad p/acción</b>	<b>Precio (4)</b>	<b>% Utilidad distribuida (2)</b>
	<b>(1)</b>	<b>(3)</b>		
Atlas Eléctrica S.A. Acciones Comunes	38,91%	9,58	18,98	41,63%
Compañía Costarricense del Café	n.d.	4,92	200,05	n.d.
Corp. UBC Internacional US\$	n.d.	8,45	2,4	n.d.
Corporación Banex S.A.	45,78%	6,63	2,9	7,50%
Corporación BCT S.A.	33,57%	9,36	15,5	34,46%
Corporación Improsa S.A.	36,34%	4,62	15,76	17,00%
Corporación Interfin	-0,32%	12,90	618	8,35%
Durman Esquivel S.A. Acciones Comunes	-30,67%	16,18	117	27,66%
Financiera Desyfin US\$	n.d.	0,01	1000	n.d.
Florida Ice and Farm S.A.	-22,01%	18,05	650	43,03%
Grupo Financ. Improsa Acciones Comunes	-16,74%	3,69	1,7	23,83%
Holcim Costa Rica S.A.	5,58%	7,20	6,75	117,40%
Inmobiliaria Enur S.A.	23,00%	16,04	3200	43,61%
La Nación S.A.	-11,74%	11,96	4,25	25,30%
Zona Franca Metropolitana	n.d.	30,88	480	n.d.

(1) Corresponde a la suma del rendimiento líquido (dividendos declarados por acción / precio inicial de la acción) más la ganancia de capital (valor al final - valor al inicio) / valor al inicio.  
(2) Corresponde al porcentaje de utilidad neta distribuida como dividendo en efectivo del último período fiscal.  
(3) Se calcula tomando la utilidad por acción del último cierre fiscal de cada emisor. Datos en colones  
4) Precio de última transacción. Los precios de las acciones son los precios de mercado, transados en la n.d.= no disponible

Fuente: BNV, Capitales.com

Como se puede observar en el cuadro 8 el rendimiento de una acción puede ser muy atractivo como el de Corporación Banex de un 45,78% pero a la vez implica mucho riesgo al tener rendimientos negativos tan extremos como el

de Durman Esquivel de un -30,68%. Con respecto a MAPA consideramos que el riesgo será similar o aún mayor al tratarse de empresas PYMES, en vías de desarrollo y no consolidadas como son las empresas que vemos cotizando en la BNV.

### **6.4.3 Plazo de la inversión**

Los plazos de un CDP son variados. Pueden ir de un mes hasta cinco años, por ejemplo los plazos que ofrece el Banco Nacional son los siguientes:

- De 30 a 59 días
- De 60 a 89 días
- De 90 a 179 días
- De 180 a 269 días
- De 270 a 359 días
- De 2 a 5 años.

Los Fondos de Inversión dependerán de sus características y de sus requerimientos. En algunos casos no tienen un plazo exigido sino se recomienda un tiempo de participación mínimo. Estos pueden ir desde 5 días como hasta por un año mínimo. Muchas veces la permanencia en los fondos está sujeta no tanto a plazos si no a saldos mínimos.

La inversión en acciones no está sujeta a plazo mínimo ni máximo. Es dependiente de los objetivos de la persona que invierte tenga y de los rendimientos que vaya a tener la acción. En cuanto a la inversión en MAPA no se detalla si esta tendrá un plazo mínimo ni máximo por lo cual asumimos será igual que en el mercado de valores principal, en el cual no se tienen requisitos de estancia.

#### **6.4.4 Facilidad de inversión y requisitos**

La facilidad de entrar en la inversión, y los requisitos varían de acuerdo al instrumento que se esté analizando. Los CDP tienen requisitos mínimos en cuanto al monto a invertir de acuerdo al plazo. En dólares por lo general serán \$1000 mientras en colones dependiendo del plazo el Banco Nacional requiere un monto mínimo de 50.000; 100.000 y 250.000 colones.

Los fondos de inversión también tienen requisitos mínimos de entrada con respecto al monto de la inversión. Esto dependerá del prospecto del mismo, en algunos casos el mínimo de entrada son montos relativamente bajos similares a los de los CDP o bien montos elevados no al alcance de cualquier persona como los fondos hipotecarios o inmobiliarios que su entrada puede ser de \$5.000 ó más.

Sin embargo los fondos también pueden tener como requisito un saldo mínimo para permanecer en el fondo, a la vez limitación en las entradas y salidas de participaciones y como se explicó en el apartado anterior pueden tener requisitos mínimos de estadía.

Las inversiones en acciones no están limitadas a un número mínimo o máximo de acciones. Todo depende del objetivo del inversionista y del número de acciones disponibles. Además del capital que disponga la persona o institución para hacer efectiva la compra. Los dividendos por acción que se declaren están sujetos a impuestos sobre la renta.

En resumen de lo expuesto con anterioridad podemos decir que una inversión en acciones viene a ser un instrumento de mayor riesgo pero que puede traer rendimientos mucho más elevados que instrumentos más seguros para el capital del inversionista. En cuanto a requerimientos la opción en bolsa parece ser la más flexible, dado que en los fondos o CDP se pueden tener

montos mínimos de inversión contrario a las acciones que el monto mínimo será el valor nominal de una de estas.

Adicionalmente el factor plazo es muy variable en cada caso. Un CDP puede ser de unos días o meses, lo mismo un fondo de inversión. En el caso de las acciones el plazo puede ser de minutos u horas, dependiendo nuevamente de lo que busque un inversionista de este tipo. Sin embargo este tipo de inversiones se tiende a recomendar a más largo plazo.

## Conclusiones

1. El proyecto MAPA busca ser una alternativa más de financiamiento para las PYMES por medio de la emisión de acciones, la cual busca reducir el pago frecuente de intereses para que las empresas puedan manejar o invertir el dinero en otras áreas para buscar su éxito. El pago de dividendos está contemplado en el análisis sin embargo este está sujeto a que sea decretado por la empresa y su periodicidad con respecto a los intereses puede ser menor.
2. El patrocinador funge como nueva figura dentro del plano del Mercado de valores, en donde el pago relacionado a la prestación de sus servicios para la asesoría de las PYMES puede convertirse en costo periódico tal y como lo son el pago de intereses del financiamiento bancario, lo que eliminaría una de las posibles ventajas del MAPA que sería el ahorro de pagos mensuales por intereses en el caso de financiamiento bancario.
3. Acorde con el punto anterior, la legislación actual de MAPA (creada por la Bolsa Nacional de Valores, y que en nuestro estudio se utilizó a nivel de borrador), no define factores como el costo de una posible emisión, ni el costo directo que tendría que cubrir una empresa que desee ingresar a MAPA, por lo que no existe forma de evaluar el posible costo que una empresa en MAPA debería costear.
4. El mercado nacional bancario ofrece muchas alternativas de financiamiento para las PYMES tanto en dólares como en colones, por lo que para que MAPA sea atractivo para las empresas, el gasto que se vaya a generar para que una empresa participe en el proyecto MAPA tiene que ser igual o inferior al costo del financiamiento bancario.

5. El nuevo entorno del mercado como lo es la aplicación de las bandas cambiarias hacen que la opción de financiamiento bancario sea todavía una fuente de financiamiento bien establecida y preferida dentro de las PYMES, por las tasas tan atractivas que se ofrecen con el propósito de emitir dinero para las entidades bancarias. Esto provoca que la oferta de préstamos bancarios se incremente y con tasas de interés muy atractivas, lo cual implica que las PYMES tengan mayor acceso a recursos y no se vean en la necesidad de obtener financiamiento por otros medios como el MAPA.
  
6. Desde el punto de vista del inversionista, es importante tener en cuenta que el mercado ofrece diferentes opciones de inversión con riesgo bajo y excelentes rendimientos, por lo que el MAPA debería ofrecer una opción al inversionista más atractiva que las actuales en cuanto a rendimiento financiero, para que este pueda tener aceptación dentro del mercado. De ahí que es necesario que los creadores de MAPA evalúen el posible resultado financiero de una posible emisión con el fin de determinar los posibles resultados financieros y compararlos con las opciones actuales de financiamiento y ver si realmente, de acuerdo al riesgo, el rendimiento financiero será atractivo para el inversionista, ya que en este momento este análisis no puede ser realizado debido a que todavía existe muy poca información sobre los posibles costos de una emisión en MAPA y sus posibles rendimientos.
  
7. El MAPA podría solventar el problema del exceso de tramitación ya que es conocido también que los requisitos para optar por las opciones de financiamiento que da la estructura actualmente son muy rígidos, por lo que el MAPA vendría a aportar una opción de crecimiento por medio de la inversión y participación de terceros en la idea que se desea desarrollar y con menos trámites.

En este mismo punto, el mercado de acciones en Costa Rica no es muy usado por inversionistas ni por las empresas como un medio de inversión y financiamiento respectivamente y a pesar de que MAPA funcionaria como oferta privada es muy difícil que en un mercado accionario poco desarrollado y con una cultura muy poco abierta a la inversión en empresas privadas, se abra a la idea de MAPA. Por lo que el panorama deja prever una difícil situación para MAPA en cuanto al mantenimiento de un mercado de empresas de alto riesgo, ya que tal y como lo mencionamos en capítulos anteriores, la tasa de mortalidad de las PYMES es muy alta, por lo que la inversión en estas empresas adquiere un mayor nivel de riesgo en el caso de que una empresa en MAPA deba cerrarse, poniendo en riesgo los fondos invertidos en esta.

8. Para que el MAPA sea atractivo debería centrarse en empresas con un alto potencial de innovación que genera una expectativa de crecimiento que atraiga a inversionistas, lo cual en este momento no ocurre.
9. La forma de planteamiento del proyecto deja dudas en si en realidad este hará despertar interés en el inversionista costarricense y de las PYMES necesitadas de financiamiento para expansión y desarrollo. La modalidad de oferta privada de acciones limita enormemente la participación del público o el inversionista común en el mercado. Al ser este privado restringe la cantidad de participantes por empresa. De ahí nos hace dudar de la cobertura que pueda tener este proyecto.

10. Es importante que a la hora de que una PYME desee pertenecer a MAPA analice desde el punto de vista de la administración de su entidad los requisitos necesarios, sin embargo, el papel del MAPA es fundamental en lo que respecta el ampliar el abanico de opciones de financiamiento para las PYMES.
  
11. No se pudo determinar que el Proyecto MAPA tome en cuenta factores como el riesgo y el plazo de la inversión, ya que en el mercado existen opciones que ofrecen al inversionista manejar estos factores con instrumentos que mitigan el riesgo en la inversión y otros que manejan los plazos de acorde a las necesidades del inversionista.

# Anexos

## Anexo 1: Documento MAPA (Documento de consulta)



Proyecto  
MAPA(Documento de

# **Bibliografía**

## **Libros**

Meigs, Williams, Haka, Bettner. "Contabilidad, La base para las decisiones comerciales". Cuarta Edición, Editorial Mc Graw Hill, Mexico, DF, 2001

Hernández, Fernández y Baptista. "Metodología de la Investigación". Tercera Edición, Editorial, McGraw Hill, México, DF, 2003

## **Leyes y Documentos**

LEY 8262 LEY DE FORTALECIMIENTO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS, Mayo, 2006.

Documento: "Propuesta preliminar de Reglamento para el Mercado Alternativo para Acciones", Bolsa Nacional de Valores. San José, Costa Rica, 2007

Documento de consulta sobre el Proyecto MAPA, Bolsa Nacional de Valores. San José, Costa Rica, 2006

## **Páginas de Internet**

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

<http://www.bolsacr.com/>

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

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

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

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

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

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