

INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA



“ANÁLISIS DE LAS OPCIONES DE FINANCIAMIENTO TRADICIONALES ANTE LAS
OPCIONES DE FINANCIAMIENTO BURSÁTIL.

RAZONES POR LAS QUE LAS EMPRESAS COSTARRICENSES ESTAN
ABANDONANDO LA OFERTA PÚBLICA POR LAS FORMAS TRADICIONALES”

*Seminario Gerencial para optar por el grado de Licenciatura en
Administración de Empresas con énfasis en Finanzas*

Barrientos Blanco Isabel

Pineda Segura Herla A.

Valverde Brealey Carlos A.

San José-Costa Rica

Junio del 2007

Agradecimientos

Este trabajo se realizó gracias a la ayuda de varias personas, entre las cuales queremos destacar a las siguientes:

- Del sector bursátil: Señor Johnny Monge Mata, Patricia Fernández Porras, Jorge Amador Garbanzo.
- Del sector bancario nacional: Fausto Castillo Amador y Rigoberto Delgado.
- De la Cámara de emisores: Damaris Ulate Ramírez.
- Del sector empresarial, a los representantes financieros que muy amablemente colaboraron.

También, agradecemos la colaboración de los Profesores del Instituto Tecnológico de Costa Rica: Geovanny Méndez y Jhonny Alvarado, quienes nos orientaron en el tema a desarrollar. Y nuestra profesora la Lic. Isabel Pereira Piedra CPA, quien nos dirigió a lo largo de nuestro estudio.

Dedicatoria

Principalmente a Dios,

A nuestros Padres, quienes fueron nuestro principal apoyo.

Y a las personas que nos brindaron su apoyo incondicional...

Índice de Contenido

Capítulo I.....	12
Marco Introdutorio.....	12
1.1 OBJETIVOS DEL ESTUDIO.....	14
Capítulo II.....	16
Metodología.....	16
2.1 TIPO DE INVESTIGACION.....	17
2.2 FUENTES DE INFORMACIÓN.....	18
2.3 MARCO MUESTRAL.....	20
2.4 PROCEDIMIENTO MUESTRAL.....	20
2.5 RECOLECCIÓN DE LA INFORMACION.....	28
2.6 EVALUACION Y ANALISIS DE LA INFORMACION.....	28
Capítulo III.....	32
Marco Teórico.....	32
5.2 SISTEMA FINANCIERO.....	33
5.2 MERCADOS FINANCIEROS.....	33
Capítulo IV.....	49
Opciones de Financiamiento.....	49
de Corto y Largo Plazo.....	49
5.2 SISTEMA BANCARIO NACIONAL.....	51
5.2 SISTEMA BURSÁTIL NACIONAL.....	75
Capítulo V.....	104
Resultados y Análisis de la Opinión Empresarial y Sectores Afines.....	104
5.2 RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS APLICADAS A LAS EMPRESAS DES- INSCRITAS DEL MERCADO BURSÁTIL AI MES DE MAYO DEL AÑO 2007.....	105

5.2 OPCIONES DE FINANCIAMIENTO: CRÉDITO BANCARIO Y EMISIÓN DE DEUDA.
118

Conclusiones	153
VANTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS OPCIONES DE FINANCIAMIENTO	155
RAZONES DE LA DES INSCRIPCIÓN DE EMPRESAS EMISORAS DE DEUDA	164
Bibliografía.....	170

Índice de Cuadros

Cuadro 1 Distribución de la Población Total. Empresas no emisoras según SUGEVAL	23
Cuadro 2 Estratos de la Población. Población en Estudio de acuerdo a la Actividad Empresarial	24
Cuadro 3 Estratos de la Población Total, muestra por Estrato	27
Cuadro 4 Clasificación de Empresas	90
Cuadro 5 Esquema para la determinación de los costos en la Bolsa Nacional de Valores	100
Cuadro 6 Ventajas y Desventajas, según expertos de diferentes sectores del país, del Sistema Bursátil	116
Cuadro 7 Mercado Secundario.....	125
Cuadro 8 Requisitos para el trámite de financiamiento en entidades bancarias	130
Cuadro 9 Requisitos para el trámite de ingreso al proceso de emisión de deuda	133
Cuadro 10 Componentes del costo, Sistema Bancario Nacional / colones.....	140
Cuadro 11 Componentes del costo, Sistema Bancario Nacional/ dólares	141
Cuadro 12 Costo Financiero de Emitir Deuda (Bonos/ colones).....	143
Cuadro 13 Costo Financiero de Emitir Deuda (Bonos/ dólares.....	145
Cuadro 14 Cuadro Resumen. Financiamiento en colones.....	164
Cuadro 15 Cuadro Resumen. Financiamiento en dólares.....	165

Índice de Gráficos

Grafico 1 Opciones de Financiamiento de Corto y Largo plazo según identificación de las empresas des inscritas de la BNV.....	106
Grafico 2 Opinión de la existencia o no de información sobre opciones de financiamiento en Costa Rica, según empresas des-inscritas de la BNV.....	107
Grafico 3 Opciones de financiamiento utilizadas por las empresas des-inscritas.....	108
Grafico 4 Ventajas de financiarse mediante BNV para las empresas des-inscritas.....	109
Grafico 5 Desventajas de financiarse mediante BNV para las empresas des-inscritas.....	110
Grafico 6 Opinión de las empresas des-inscritas acerca del nivel de transacciones en el mercado primario y secundario.....	111
Grafico 7 Las principales razones de la des-inscripción de la BNV.....	112
Grafico 8 Opinión des-inscritas de las acerca de regresar a emitir en la BNV.....	113
Grafico 9 Experiencias de las empresas al emitir en la BNV.....	114
Grafico 10 Empresas emisoras des-inscritas de la Bolsa Nacional de Valores.....	149

Índice de Anexos y Apéndices

Apéndices	173
APENDICE Nº 1 <i>Cuestionario aplicado a empresas des inscritas en Costa Rica para el I semestre del 2007</i>	174
APENDICE Nº 2 <i>Entrevista efectuadas a expertos</i>	176
Anexos	184
ANEXO Nº 1 <i>Reglamento Regulator</i>	185
ANEXO Nº 2 <i>Ley nº 7732 ley reguladora del mercado de valores</i>	193
ANEXO Nº 3 <i>Reglamento sobre oferta pública de valores</i>	196

Introducción

Durante diversas coyunturas económicas del país, el Mercado Bursátil ha demostrado ser un estabilizador de la economía nacional y ha permitido resolver necesidades de liquidez, al mismo tiempo que ha apoyado las disposiciones de carácter fiscal y monetario que han establecido las autoridades gubernamentales durante los últimos treinta años.

En distintas etapas de la vida nacional, el Mercado Bursátil ha sido un medio eficaz que ha permitido al sector público la captación de recursos, sin dejar de ser, por otra parte, una importante fuente de crédito para el sector privado.

En el caso del sector empresarial, el ir a bolsa implica obligaciones de transparencia total, financiera y operacional, con lo cual queda expuesta en forma pública su gestión y desempeño. Por ejemplo, en el caso de que la empresa tenga emisiones de deuda de largo plazo, lo usual es que esté obligada a una calificación de riesgo por parte de una entidad especializada en medir el riesgo de crédito. Esta exposición a ser calificado y que la “nota” sea pública, no se da en el caso de un préstamo bancario, adonde los analistas de crédito hacen su tarea, que es de uso interno y exclusivo, y a la cual solo tiene acceso un grupo muy limitado de personas.

También está el costo de la transparencia financiera, que obliga la publicación trimestral de los estados financieros de la empresa y a reportar en todo momento cualquier evento interno o externo que pueda afectar una decisión de inversión en el mercado.

En la presente investigación se hará un estudio de distintos aspectos de importancia en el mundo de la administración financiera y actividades comerciales de las organizaciones como lo son los financiamientos a corto plazo constituidos por los créditos comerciales, pagarés, líneas de crédito, papeles comerciales, financiamiento por medio de las cuentas por cobrar y financiamiento por medio de los inventarios.

Por otra parte se analizarán aquellas fuentes de financiamiento a largo plazo tales como las hipotecas, acciones, bonos y arrendamientos financieros. Cada una de estas formas de financiamientos citadas, serán estudiadas desde el punto de vista de sus significados, ventajas, desventajas, importancia y forma de utilización.

Una vez concluida esta etapa de revisión general se procederá a analizar más detalladamente la emisión de deuda (bonos y papel comercial) y todo lo que este método de captación de recursos financieros implique. Se estudiarán profundamente las razones por las cuales algunas empresas del sector privado encuentran menos atractiva la emisión de deuda pública como forma de financiamiento.

La finalidad del presente informe es triple. En primer lugar, describir sintéticamente la actual estructura del mercado financiero-privado disponible para las empresas del sector. En segundo lugar se pondrá especial énfasis en los motivos y razones que justifican la situación

actual y las preferencias de las distintas empresas por ciertos métodos de financiamiento, analizando los inconvenientes de la situación actual y las dificultades que identifican las empresas privadas. Finalmente, una vez realizado el diagnóstico, se estudiarán casos particulares de empresas del sector privado que han dejado de captar recursos en el Mercado Bursátil con el fin de lograr un análisis completo y una mejor perspectiva sobre las opciones de financiamiento para empresas privadas en Costa Rica.

La presente investigación se compone de V Capítulos, los cuales se detallan a continuación:

Capítulo I.	Marco Introductorio.
Capítulo II.	Metodología
Capítulo III.	Marco Teórico
Capítulo IV.	Opciones de Financiamiento a corto y largo plazo.
Capítulo V.	Resultados y Análisis de la Opinión Empresarial y Sectores Afines.
Conclusiones.	

Capitulo I.

Marco Introdutorio.

Este documento corresponde a la investigación descriptiva de las opciones de financiamiento a corto y largo plazo entre las que pueden elegir las empresas privadas en el mercado costarricense, dando prioridad al análisis comparativo entre la captación de recursos mediante emisión de deuda y la solicitud de financiamiento de los medios tradicionales (bancos, etc.)

Actualmente en el ámbito financiero se presentan diferentes opciones para obtener recursos que permitan el buen desarrollo de las empresas, la finalidad de este texto será la definición de algunas de las opciones de financiamiento a corto y largo plazo más utilizadas, así como sus ventajas y desventajas, con el fin de describir razones por las que las empresas dejan la captación de recursos mediante emisión de deuda para utilizar otras opciones.

Debido a que el mundo de las finanzas se desenvuelve muy rápido y cada día la competencia se hace más fuerte es necesario estar informado de los distintos tipos de financiamiento en los que se puede recurrir, para tener un amplio criterio en el momento de la elección del mismo. No siempre la solución para obtener recursos serán las obligaciones de pago, también existen medios de captar recursos de acuerdo a inversiones de capital que puede hacer la misma empresa.

La finalidad de esta investigación radica en reunir en un solo documento la descripción y cualidades de las opciones de financiamiento a corto y largo plazo, así como los requisitos para obtenerlos, que presenta el mercado financiero costarricense para las empresas. Buscando conseguir una respuesta que nos indique por qué muchas empresas se han optado por abandonar la captación de recursos en bolsa, por otras fuentes de financiamiento en el mercado costarricense.

1.1 OBJETIVOS DEL ESTUDIO

1.1.1 Objetivo General

Hacer un análisis comparativo entre las diferentes opciones de financiamiento que tienen las empresas del sector privado en Costa Rica en el corto y largo plazo, para determinar las razones por las que las empresas están abandonando la captación de recursos mediante emisión de deuda pública para sustituirlas por opciones tradicionales a través de la investigación del mercado financiero, para el primer semestre del año 2007.

1.1.2 Objetivos Específicos

1.1.2.1 Investigar las opciones de financiamiento a corto y largo plazo disponibles para las empresas privadas, valorando las alternativas ofrecidas en las diferentes instituciones financieras costarricenses.

1.1.2.2 Enumerar los requisitos necesarios que deben de cumplir las empresas privadas para optar por las diferentes opciones de financiamiento, (oferta pública, bancaria, entre otros) revisando la información brindada en las entidades que ofrecen financiamiento en el mercado costarricense.

1.1.2.3 Describir el proceso de captación de recursos por medio de la emisión de deuda pública para las empresas privadas, consultando información en la SUGEVAL.

1.1.2.4 Analizar comparativamente: los costos, requisitos, ventajas,

desventajas de las opciones financieras a corto y largo plazo para las empresas del sector privado versus la captación de recursos en bolsa.

1.1.2.5 Citar las razones por las cuales las empresas privadas deciden financiarse mediante opciones de financiamiento bancarias o por medio de la captación de recursos en el Mercado Bursátil, en el corto y el largo plazo.

1.1.2.6 Concluir las razones por las cuales algunas empresas privadas han dejado de captar recursos mediante la emisión de deuda pública, mediante el estudio de casos de emisores.

Capítulo II.

Metodología

2.1 TIPO DE INVESTIGACION

La investigación a desarrollar se puede definir de tipo **Exploratoria-Descriptiva**.

Se define como *exploratoria* porque tiene por objeto ayudar a que el investigador se familiarice con la situación o problema, identifique las variables más importantes, reconozca otros cursos de acción, proponga pistas idóneas para trabajos posteriores y puntualice cuál de esas posibilidades, tiene la máxima prioridad de asignación de los escasos recursos presupuestarios de la Empresa.

La finalidad de los estudios exploratorios es ayudar a obtener, con relativa rapidez, ideas y conocimientos. En esta investigación se indagará la situación de ciertas empresas para cumplir con el objetivo del análisis de casos por medio de cuales se pueda ejemplificar la descripción de los conceptos que se refieran en el documento. Además de esto, debemos explorar en empresas y llevar a cabo una serie de entrevistas para lograr recolectar la información que nos den la solución a los objetivos planteados.

Es también una *Investigación Descriptiva*, ya que se fundamentan en conceptos e ideas que han sido planteadas, por tanto son variables que se procederá a describir en términos deseados para cumplir los objetivos de este trabajo. Se analizará cómo se manifiesta el fenómeno de las opciones de financiamiento y sus componentes. Muchos de los términos utilizados a lo largo de la investigación serán planteados de acuerdo a información ya procesada, debido a que nuestro tema no es novedad en el mercado financiero, por lo que para nuestra investigación será de gran importancia, ya que por medio de la recolección de datos lograremos reunir información que

cumpla con el objetivo de esta investigación.

2.2 FUENTES DE INFORMACIÓN

Como en toda investigación las fuentes de información utilizadas serán las que le den cuerpo al desarrollo del trabajo, por tanto estas deben de ser muy bien utilizadas para obtener resultados veraces y correctos. Para cumplir con la finalidad de los objetivos, se identificaron las fuentes de información más adecuadas, las cuales se describen en el siguiente párrafo.

Se podrá definir como *información primaria* toda aquella que recolectemos directamente del sujeto de estudio. Para efectos de responder al tema de investigación, consideraremos parte de la información primaria la aplicación de cuestionarios a empresas y entrevistas a expertos en el mercado.

Para evaluar la actividad real del tema de nuestra investigación consideraremos la aplicación de un cuestionario, elaborado para efectos de dicha investigación, a empresas que fueron emisoras dentro del mercado bursátil, que serán seleccionadas mediante el cálculo estadístico de la muestra de investigación.

Además la aplicación de entrevistas a expertos en materia de opciones de financiamiento, tanto del mercado bancario para recolectar datos de lo que se ofrece y las ventajas que se derivan de esta forma de financiamiento, así como en el mercado bursátil, para evaluar detalladamente la parte de la captación de recursos mediante la emisión de deuda pública.

Si bien es cierto la información primaria es la base del desarrollo del proyecto, pero se necesita más información para complementar la información obtenida. Esta será la función de la

información secundaria, algunas fuentes que se utilizaron en este carácter son:

- 2.2.1 Material Bibliográfico; conceptos recolectados de artículos de revistas y de libros referidos a nuestro tema de investigación. Para comprender mejor el tema que se esta tratando, la revisión de información correspondiente a Opciones de financiamiento será necesaria con el fin de ampliar los conceptos y lograra comprender claramente su función en el mercado.
- 2.2.2 Información de entidades relacionadas con la actividad en cuestión.
- 2.2.3 Para la investigación de las opciones de financiamiento dentro del mercado, será de mucha importancia obtener panfletos y cualquier otro tipo de información dirigida a las empresas, con la finalidad de ofrecer productos de actividad de financiamiento.
- 2.2.4 La visita de páginas en Internet de entidades reguladoras del mercado financiero, serán de gran ayuda, para ver mucha información que se ofrece para atraer empresas.
- 2.2.5 En esta era de comunicación, implementaremos el uso de correo electrónico para consultas que podamos plantear en caso de complemento a las encuestas ya elaboradas en la fase de la investigación exploratoria.

2.3 MARCO MUESTRAL

La **Población** de nuestro marco muestral la podemos definir como el total de las empresas costarricenses que captan recursos o se financian mediante emisión de deuda pública.

La **Unidad Muestral** de nuestra investigación se define como empresas que se han retirado de la captación de recursos en bolsa por medio de deuda pública.

Para este caso la **Unidad informante** serán los colaboradores de empresas que se han retirado de la captación de recursos en bolsa por medio de deuda y que conozca acerca del tema en cuestión (participación de la empresa en la actividad de emisión de deuda) y pueda brindarnos la información solicitada.

2.4 PROCEDIMIENTO MUESTRAL

Visitas a entidades del mercado bancario y el mercado bursátil: Estas visitas serán con la finalidad de recolectar información sobre la totalidad de las opciones de financiamiento a corto y largo plazo que se ofrecen a empresas privadas en Costa Rica, para tener un parámetro comparativo entre lo que ofrece el mercado de banca contra el mercado bursátil.

El método para recolectar datos será la consulta directa. La cual se realizarán en los centros de información de las entidades financieras del sector bancario y el sector bursátil con la finalidad de tener las herramientas necesarias para describir conceptos e información acerca de las opciones que se ofrecen en el mercado para las empresas que buscan financiar sus actividades, enfocando en nuestro tema principal de investigación: captación de recursos mediante la emisión

de deuda.

Entrevistas a expertos en el Mercado de bolsa y en el mercado bancario: Resulta de suma importancia para esta investigación, específicamente la consecución del objetivo general del proyecto, el conocimiento y la experiencia que profesionales expertos en el mercado financiero costarricense, puedan aportar en relación con las opciones de financiamiento a corto y largo plazo, particularmente con aquellas opciones relacionadas con la captación de recursos a través de la BNV.

La recopilación de esta información se llevará a cabo a través de entrevistas estructuras (Apéndice #2) que se realizarán a expertos seleccionados a conveniencia según su conocimiento adquirido e historial en cada una de las áreas de interés que se desprendan de la presente investigación. Para tal efecto se visitarán aquellas instituciones financieras costarricenses que tengan una relación directa y una visión global del mercado financiero.

Para lo que se refiere al análisis de los casos reales de empresas que han dejado la captación de recursos por medio de la emisión de deuda nuestro procedimiento muestral se llevará a cabo con ayuda de la estadística.

Por medio de un muestreo “probabilístico - estratificado”, determinaremos la muestra de la cantidad de empresas a las que le aplicaremos un cuestionario, para obtener los datos necesarios que nos colaboren a concluir las razones de porque algunas empresas dejan la emisión de deuda por otras opciones de financiamiento.

Será probabilística: esto debido a que cada una de las unidades de muestreo tiene asignada

una probabilidad de ser seleccionada, o sea que cada una de las empresas que han dejado el mercado bursátil podrán ser candidatas para aplicar la entrevista. Y además será estratificado, ya que si bien es cierto que tenemos una población con una misma característica: ser parte del mercado bursátil, aún así tienen una diferencia que es el sector al que pertenecen, por tanto necesitamos estratificar la población y este método estadístico tiene una característica fundamental y es que da la seguridad de que ninguna empresa puede aparecer en dos mismos estratos (no puede ser parte de dos actividades empresariales), es decir, al utilizar este método nos aseguramos que en el momento de realizar el estudio una misma empresa no va a ser tomada en cuenta dos veces, ya que si pertenece a un sector no pertenecerá a otro.

A continuación la estimación de la muestra.

Cuadro 1
Costa Rica: Distribución de la Población Total
Empresas no emisoras según SUGEVAL
1 Semestre 2007

Empresas no Inscritas en la BNV

<u>Participante</u>	<u>Inscrito como</u>	<u>Estado</u>
AGENCIA DATSUN S.A.	EMISOR	Desinscrito
BANCO BANTEC CQ S.A.	EMISOR	Desinscrito
CERVECERIA NACIONAL, S.A.	EMISOR	Desinscrito
COMPANIA COSTARRICENSE DEL CAFE S.A.	EMISOR	Desinscrito
CONSORCIO BANTEC S.A.	EMISOR	Desinscrito
CORPORACION AS DE OROS S.A.	EMISOR	Desinscrito
CORPORACION BCT S.A.	EMISOR	Desinscrito
CORPORACION CEFA S.A.	EMISOR	Desinscrito
CORPORACION CORMAR S.A.	EMISOR	Desinscrito
CORPORACION DE INVERSIONES ABONOS SUPERIOR S.A.	EMISOR	Desinscrito
CORPORACION LOS PERIFERICOS O S A S.A.	EMISOR	Desinscrito
DOSEL S.A.	EMISOR	Desinscrito
GRUPO NACION GN S.A.	EMISOR	Desinscrito
INGENIO TABOGA S.A.	EMISOR	Desinscrito
INMOBILIARIA B V S S.A.	EMISOR	Desinscrito
LACHNER Y SAENZ S.A.	EMISOR	Desinscrito
MANGA RICA S.A.	EMISOR	Desinscrito
NARANJALES RIO ROJO S.A.	EMISOR	Desinscrito
PRIMER BANCO DEL ISTIMO S.A.	EMISOR	Desinscrito
PROPIEDADES O G L S.A.	EMISOR	Desinscrito
SIEMENS S.A.	EMISOR	Desinscrito
SUERKATA S.R.L.	EMISOR	Desinscrito
URBANIZADORA LA LAGUNA S.A.	EMISOR	Desinscrito
ZONA FRANCA METROPOLITANA S.A.	EMISOR	Desinscrito

Fuente: SUGEVAL 2007

De acuerdo a la actividad de cada una de las empresas que se mencionan en el cuadro anterior. Podremos identificar tres diferentes sectores: Industrial, Comercial y Financiero. Para esto formulamos tres estratos distintos, en el proceso de averiguar la muestra.

Cuadro 2
Costa Rica: Estratos de la Población
Población en Estudio de acuerdo a la Actividad Empresarial.
I Semestre del 2007

<u>Estrato</u>	<u>Empresas</u>	<u>Total de la población por Sector</u>
Industrial	No inscritas	8
N1		8
Financiero	No inscritas	5
N2		5
Comercial	No inscritas	11
N3		11
TOTAL		24

Fuente: Elaboración propia.

Una vez organizados los datos, se podrá observar que el total de nuestra población de estudio será de 24 empresas no inscritas en la BNV las cuales que fueron emisores inscritos tiempo atrás. Debido a la dificultad de obtener información y a la limitación de tiempo que tiene esta investigación decidimos aplicar formula estadística que se presentará a continuación, con el objetivo de disminuir la muestra, de manera que la información recopilada sea exactamente la necesaria para el efecto de los objetivos propuestos.

FORMULA

$$\mathbf{A.} \quad \mathbf{n^1 = \frac{S^2}{V^2}}$$

$$\mathbf{B.} \quad \mathbf{n = \frac{n^1}{1+n^1/N}}$$

Donde:

N= Tamaño de la muestra.

y = valor promedio de una variable.

se = error estándar.

V²= varianza de la población (se).

S²= varianza de la muestra expresada como la probabilidad de ocurrencia de y.

n¹= tamaño de la muestra sin ajustar.

n= nuestro objeto de estudio.

De acuerdo a la investigación que queremos realizar el margen de error lo definiremos en 5%, el nivel de confianza será de un 95%, para una población total o un $N=24$.

Entonces:

$$\text{A. } n^1 = \frac{S^2}{V^2} \quad n^1 = \frac{0.95*(1-0.95)}{(0.05)^2} = \mathbf{19 \text{ empresas}}$$

$$\text{B. } n = \frac{n^1}{1+n^1/N} \quad n = \frac{19}{1+19/24} = \mathbf{11 \text{ empresas}}$$

Este resultado nos indica que en nuestra investigación serán necesarias 11 empresas para obtener información real. Como nuestra muestra total abarca a empresas que pertenecen a diferentes sectores, debemos definir el número de entrevistas que aplicaremos por sector. A continuación el cálculo de este dato:

*Cuadro 3
Costa Rica: Estratos de la Población
Total, muestra por Estrato
I Semestre 2007*

<u>Estrato</u>	<u>Formula</u>	<u>Total Muestra</u>
N1- Industrial	$(8/24)*11$	4
N2- Financiero	$(5/24)*11$	2
N3- Comercial	$(11/24)*11$	5
Total		11

Fuente: Elaboración propia.

Entonces de acuerdo al resultado las encuestas deberán ser hechas en 4 empresas des-inscritas de sector industrial, 2 empresas des-inscritas del sector financiero y 5 empresas des-inscritas en el sector comercial.

2.5 RECOLECCIÓN DE LA INFORMACION

La etapa de recolección de información es la parte fundamental del trabajo, debido a que en base a los datos recolectados se cumplirán los objetivos planteados.

Para el caso particular de esta investigación, encontraremos gran parte de la información consultando material bibliográfico como por ejemplo libros de texto, revistas, artículos financieros, consultas en páginas de Internet, relacionado al tema de investigación.

Como parte de los objetivos conocer la actividad real en el uso de las opciones financieras basados en la emisión de deuda principalmente; la aplicación del cuestionario y la entrevista de tipo formal e informal, dirigida a expertos en la materia y empresas relacionadas con el mercado de financiamiento y bursátil, será un medio para completar la investigación y dar un amplio ejemplo de que se esta dando en el mercado actualmente.

2.6 EVALUACION Y ANALISIS DE LA INFORMACION

En la etapa de evaluación de información las herramientas tecnológicas utilizadas para el procesamiento y análisis de datos, se dispuso del siguiente Software:

WORD para el levantado de texto.

EXCEL para el análisis de datos.

POWER POINT para la elaboración de las diapositivas y la presentación de la investigación.

1.6.1 Procesamiento de datos

Posterior a la recopilación de información -y como se programó de antemano-, se continuará con el procesamiento y tabulación de los datos de las entrevistas aplicadas.

Procurándose, establecer la edición y el traslado de los mismos a un formato se adecuará un ordenamiento lógico y consistente, que permita el análisis de los datos. La edición supone, la revisión de los formatos en virtud de la legibilidad, consistencia y totalidad de los datos. La tabulación implica, la reunión y presentación de la información obtenida para posteriormente sintetizarla e incluirla en los diferentes apartados de la investigación.

Esta se llevará a cabo de manera manual en el programa Excel, es decir, sin la utilización de un programa de cómputo especialmente diseñado para ese efecto; puesto que las entrevistas no han sido codificadas para este fin. Las respuestas, opiniones y comentarios resultantes de las entrevistas serán usados como complemento al análisis de las variables utilizadas para comparar las opciones entre sí y concluir en la justificación de cada objetivo propuesto.

1.6.2 Análisis de datos

Esta etapa es de primordial interés, en la investigación. Puesto que, de nada vale una recolección exhaustiva de datos relevantes, si el análisis de los mismos resulta endeble y superficial. Por lo tanto, es importante que este análisis sea compatible con las necesidades de información que se determinaron al comienzo de la investigación.

En este estudio se utilizó la técnica de análisis comparativo de los datos. El cual consiste, en el examen de las características, requisitos y costos propios de cada opción de financiamiento existente en Costa Rica, con el fin de establecer una base comparativa objetiva. Todo esto, con el objeto de obtener un panorama global y complementario, que permita el arribar a conclusiones generales sobre la materia en investigación. Facilitando así, el proceso de recomendación de los cursos de acción, y con la intención de colaborar en el proceso de toma de decisiones asociado a la situación investigada.

1.6.3 Alcances y limitaciones

La investigación se enfoca al sector empresarial de Costa Rica, relacionado al tema de emisión de deuda en la Bolsa Nacional de Valores.

A partir de la información obtenida en las diferentes entidades financieras, y del conocimiento de profesionales en el área correspondiente, se evaluarán las ventajas y desventajas de las opciones que tienen las empresas privadas.

Este estudio permitirá determinar qué tan atractivo resulta para las empresas privadas la captación de recursos financieros en la Bolsa Nacional de Valores frente a otras opciones existentes en el mercado financiero.

En todos los trabajos de investigación, se presentan limitaciones particulares. En este caso, las que se originaron a partir del estudio fueron:

La información a consultar es de suma confidencialidad para las empresas, ya que esta relacionado con estrategia y plan de financiamiento, por tanto puede que muchos de los datos brindados de parte de las empresas no sean totalmente reales.

La dificultad de conseguir las respuestas a las entrevistas y los cuestionarios debido a la falta de colaboración de muchas de las empresas.

La falta de disponibilidad de los expertos en materia bursátil o bancaria que necesitamos colabore con la información.

Capítulo III.

Marco Teórico

Con la finalidad de lograr una mayor comprensión de las diferentes opciones de financiamiento que existen en Costa Rica, en este apartado se pretende presentar un panorama conceptual, para esclarecer que es una opción de financiamiento y a su vez los conceptos relacionados que se requieren para la comprensión del tema.

5.2 SISTEMA FINANCIERO

Existe un sistema financiero que comprende el conjunto de instituciones y participantes que generan, recogen, administran y dirigen el ahorro. Estos sistemas se rigen por las legislaciones que regulan las transacciones de activos financieros y por los mecanismos e instrumentos que hacen posible la transferencia de esos activos entre ahorrantes e inversionistas. (Meoño, Escoto, 2006, p.12)

Dentro del sistema financiero se encuentran dos componentes de suma importancia como lo son: el mercado de dinero y el mercado de capitales. (2006, p.12)

5.2 MERCADOS FINANCIEROS

Las opciones de financiamiento mencionadas con anterioridad se desarrollan en escenarios llamados mercados financieros, por lo cual es imprescindible conocerlos.

3.1 ¿Qué son mercados financieros?

Los mercados financieros son: el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden cualquier activo financiero. Es el lugar donde se ponen en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros.

Cuando se habla de lugar, cabe mencionar que no es necesariamente un lugar físico; hoy en día no es necesario que se encuentren frente a frente los oferentes y los demandantes para realizar transacciones, de hecho cada vez es mas frecuente encontrar mercados digitales donde ambas partes pueden transar de forma segura y ágil, sin tener que recorrer largas distancias. El Internet (correo electrónico), teléfono, fax y otras herramientas se han convertido en el nuevo lugar de intercambio.

Estos mercados permiten estabilizar el precio, esto se da debido a la búsqueda natural del equilibrio entre la oferta y la demanda, lo cual significa que entre más justo sea el precio mayor perfección debe existir en el mercado.

Como se menciona anteriormente existen dos mercados principales que son el mercado de dinero o monetario y el mercado de capitales.

3.1.1 Mercado monetario

En el mercado monetario circula el dinero entre los demandantes y oferentes tal como se cita a continuación:

“El Mercado monetario se puede definir como el sistema que permite la interacción entre la demanda y la oferta de dinero. La demanda de dinero es el efectivo(o saldos reales) que la gente desea mantener en un determinado momento, si la oferta es el exceso de liquidez, que los agentes económicos ahorran, también, en un determinado momento. Este ahorro se invierte en bancos y otros intermediarios financieros.” (Meoño y Escoto p. 8 ,2006)

Asimismo el dinero por su naturaleza como bien tiene a su vez un precio al cual se ha denominado tasa de interés. Por tanto si la cantidad ofrecida de dinero es equivalente a la cantidad demandada cuando la tasa de interés se encuentra en equilibrio.

Este mercado incorpora los bonos y certificados de inversión los cuales se conocen como cuasidinero. Estos instrumentos no poseen liquidez, ni funcionan como medio de cambio; pero los bonos sí cumplen con la función del dinero en el caso de servir como medio de resguardo del valor. (2006, p.8).

3.1.2 Mercado de capitales

En este mercado interactúan oferentes y demandantes de fondos de largo plazo, básicamente las transacciones de valores de largo plazo.

3.1.2.1 Mercado de Acciones

Dentro del mercado de capitales se encuentra el mercado de acciones, y el mercado de deuda. El mercado de acciones se define como: *mecanismo que permite la emisión, la colocación y la negociación de títulos valores sin caducidad o con vencimiento en el largo plazo*”.

3.1.2.2 Mercado de deuda

Por su parte el mercado de deuda se esta compuesto por recursos que provienen de los intermediarios financieros y las empresas. Los intermediarios financieros, estos son prestamistas y se caracterizan por la limitada disponibilidad de recursos a largo plazo. Un ejemplo de ello pueden ser los bancos, financieras, otras organizaciones financieras con las capacidades descritas. **Las empresas** pueden recurrir al financiamiento mediante la colocación, en forma privada, de títulos individuales como: pagarés, letras de cambio, certificados de inversión, bonos y entre otros que se ofrecen mediante la oferta pública.(Meoño y Escoto p. 9 ,2006).

3..1.2.3 Oferta Del Mercado

Esta compuesto por los oferentes, que son las sociedades anónimas que emiten acciones o deuda para obtener capitales que se requieren para la constitución y puesta en marcha del negocio, o bien para captar capitales. Por otra parte se encuentra el demandante es el público en general, que tiene los recursos y desea comprar acciones o deuda (inversionistas). (2006, p.9)

Como se establece en el artículo 2 de la Ley 7732 la oferta pública es:

“...todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados”. Aunado a esto en el mismo artículo se define quiénes podrán hacer oferta pública de valores a la siguiente forma: *“... los sujetos autorizados por la Superintendencia General de Valores, salvo los casos previstos en esta ley. Lo mismo se aplicará a la prestación de servicios de intermediación bursátil y demás actividades reguladas en ella.”*

3..1.2.4 Mercado primario y secundario

El mercado se subdivide en mercado primario y secundario. Los oferentes son los tenedores de acciones (socios), certificados de deuda o inversionistas que son quienes negocian estos papeles, con el objetivo de obtener una rentabilidad adecuada. (2006, p.9)

El mercado primario se define como: *“Mercado en que son colocados los valores por primera vez. Sus operaciones constituyen, pues, compra-ventas a través de las cuales los valores son emitidos e ingresan al mercado de valores. Con su emisión, las empresas captan recursos*

para invertir, por ejemplo, en el financiamiento de capital de trabajo o en la compra de activos.” (SUGEF, 2007, p.1)

Y como complemento el mercado secundario se define como: *“Mercado en el que se negocian valores previamente emitidos y en circulación. El vendedor de los valores ya no es el emisor, sino un inversionista o un intermediario.” (2007, P.1)*

5.2 INSTITUCIONES EXISTENTES EN EL MERCADO FINANCIERO

Debe aclararse que el presente trabajo se focaliza hacia dos grandes grupos de instituciones financieras donde las grandes empresas acuden para captar recursos.

Las instituciones financieras tienen la función de intermediarias al canalizar los ahorros de los individuos, empresas y el gobierno los cuáles generan los préstamos o inversiones. Las principales instituciones financieras en Costa Rica son el Sistema Bancario Costarricense y la Bolsa Nacional de Valores y Cámara de Emisores.

3.1 Superintendencia General de Valores

En Costa Rica el ente público responsable de regular y supervisar el funcionamiento de los mercados de valores y de sus agentes es La Superintendencia General de Valores.

La Superintendencia General de Valores tiene como principales mandatos: velar por la protección de los inversionistas y por una adecuada gestión del riesgo sistémico. Por ello tiene que vigilar la formación competitiva de los precios en todos los mercados de valores, por el suministro oportuno de información, por el establecimiento de infraestructura, prácticas y procedimientos con el objetivo de minimizar la posibilidad de fraude y dispensen al mercado de los medios para hacer frente a una posible crisis de liquidez. (SUGEVAL, 2007, p.1)

3.2 Bolsa de valores en Costa Rica

La Bolsa de Valores en Costa Rica tiene como objetivo facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación que establece la Ley en lo referente a puestos y agentes de bolsa, según se establece en la Ley 7732 del Mercado de Valores.

La Bolsa de Valores es una entidad que tiene por objeto facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación sobre puestos y agentes de bolsa previstas en la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Entre sus funciones están:

3..2.1 Autorizar el funcionamiento de los puestos y agentes de bolsa,

3..2.2 Establecer medios y procedimientos para facilitar las transacciones de valores,

3.2.3 Velar por la corrección y transparencia en la formación de los precios en el mercado y

3.2.4 Ofrecer al público información sobre los valores inscritos en bolsa, sus emisores y las operaciones que en ella se realicen. La única bolsa operante en Costa Rica es la Bolsa Nacional de Valores S.A. (SUGEVAL, 2007, P.1)

3.3 Puestos de bolsa

Los puestos de bolsa juegan un papel de suma importancia en el mercado bursátil, son personas jurídicas autorizadas por *La Ley Reguladora del Mercado de Valores* los autoriza para realizar actividades de intermediación bursátil.

De esta forma cuentan con profesionales especializados, encargados de asesorar a los clientes, en materia de inversiones y operaciones bursátiles, además de brindar servicios de administración individual de carteras.

Los clientes depositan la confianza ya sea para comprar o vender valores en bolsa, o bien obtener créditos de valores u otorgarlos a los clientes. Además, estos a la vez pueden comprar y vender valores en bolsa por cuenta propia. (SUGEVAL, 2007, p.1)

5.2 FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE CORTO Y LARGO PLAZO

3.1 Financiamiento de Corto y Largo Plazo

La gran mayoría de empresas para desarrollar su actividad hacen uso de recursos monetarios externos (fuentes de financiamiento) y es precisamente a esto a lo que llamamos financiamiento, estos recursos varían de acuerdo a la necesidad, ya que una empresa puede realizar financiamiento de corto plazo y de largo plazo.

El financiamiento de corto plazo; este se origina en el diario manejo de la organización. Se utilizan para financiar pasivos espontáneos como lo son la compra de insumos o mercadería, generando así un crédito de corto plazo con un proveedor. Se obtiene sin ofrecer activos específicos como garantía. Contablemente dan origen a las cuentas por pagar y a los cargos por pagar. (Gitman, 2003, p.530)

Muy importante es que existen fuentes de préstamos no garantizados a corto plazo y son principalmente los bancos y el papel comercial. La diferencia entre estos y los pasivos espontáneos es que estos últimos se negocian y son resultado de las acciones tomadas a lo interno de la empresa por el departamento financiero de la empresa. (Gitman, 2003, p.535)

La deuda de largo plazo se da cuando los pagos no vencen en el año en curso, probablemente se requiera de hasta diez o más años para ser cancelada. Lo adecuado es financiar el activo de largo plazo con pasivo de largo plazo es a esto que llamamos financiamiento de largo plazo. Cuando se financia una planta en el largo plazo los flujos de efectivos esperados

serán suficientes para cubrir las erogaciones de efectivo necesarias para extinguir la deuda. En cuanto al financiamiento de largo plazo debe considerársele que el monto es mayor que el de corto plazo, por lo cual es muy posible que las empresas paguen intereses mayores. (Van Horne, 2002, p.p. 216-219).

Cuando se habla de obligaciones de deuda a largo plazo, se refiere a instrumentos de deuda con la misma naturaleza. Existen varios tipos de instrumentos de deuda a largo plazo, como es el caso de los bonos, los títulos hipotecarios que son el tipo más común de instrumentos de deuda garantizada a largo plazo.

3..2 Financiamiento bancario

Los bancos son una fuente de financiamiento de corto y largo plazo. En el corto plazo los bancos hacen préstamos de liquidación automática, cuya finalidad es la solventar necesidades temporales como lo son la acumulación del inventario y las cuentas por cobrar mencionadas con anterioridad, se llama de liquidación automática ya que el dinero que obtiene la empresa a su vez es el mecanismo mediante el cual se repaga el préstamo. (2003, p.535).

3..2.1 Crédito bancario

El Crédito bancario es una de las maneras más utilizadas por parte de las empresas hoy en día para obtener un financiamiento necesario. Casi en su totalidad son bancos comerciales que manejan las cuentas de cheques de la empresa y tienen la mayor capacidad de préstamo de

acuerdo con las leyes y disposiciones bancarias vigentes en la actualidad y proporcionan la mayoría de los servicios que la empresa requiera. Como la empresa acude con frecuencia al banco comercial en busca de recursos, la elección de uno en particular merece un examen cuidadoso.

3.2.2 Leasing

El leasing o arrendamiento, es una actividad económica que se da entre una sociedad especializada - Arrendador - y el cliente - Arrendatario -, En esta el arrendador cede el aprovechamiento de un bien al arrendatario por un período específico de tiempo. En la cual por la utilización de dicho activo el arrendatario debe pagar al arrendador una remuneración por un plazo definido. En esta actividad económica el activo en mención permanecerá inscrito a nombre del arrendador durante la vigencia del contrato. Existen dos tipos de leasing: El financiero - conceptualmente un préstamo y el Operativo - conceptualmente un alquiler de largo plazo. (Bac San José, 2007, p.1)

En Costa Rica seis de las arrendadoras más grandes que operan en el país pertenecen a grupos financieros los cuales a su vez son regulados por la SUGEF, estos son: BAC San José Leasing, Arrendadora Interfin, Leasing Cuscatlán, Arrendadora Improsa, BCT Arrendadora y Arrendadora Cafsa. Además, están las que pertenecen a grupos de capital privado, como Arrendadora K, CSI Leasing y Arrendadora ATI. (Cabezas, 2007, p.31)

3..2.3 Hipotecas

Es un traslado condicionado de propiedad que es otorgado por el prestatario (deudor) al prestamista (acreedor) a fin de garantizar el pago del préstamo. Una hipoteca no es una obligación a pagar ya que el deudor es el que otorga la hipoteca y el acreedor es el que la recibe, en caso de que el prestamista no cancele dicha hipoteca, la misma le será arrebatada y pasará a manos del prestatario.

En el caso de la hipoteca prendaria es un gravamen sobre un bien personal específicamente identificado (activos que no son bienes inmuebles) que sirven como respaldo de un préstamo. Un ejemplo de activo que puede ser utilizados como respaldo son: los inventarios se inventarios se deben identificar, la maquinaria y herramientas. Esta genera una demanda legal sobre ciertos los activos que fungen como garantía. En caso de incumplimiento del pago de intereses o de capital el prestamista puede vender el activo en garantía. (Van Horne, 2002, p.p.303-577).

3..2.4 Cartas de Crédito

Una carta de crédito es una carta escrita a un banco de una empresa para el proveedor extranjero de la misma, en la cual se establece una condición particular, que el banco garantice el pago de una cantidad facturada si se cumplen todos los acuerdos básicos (Gitman, 2003, p.541)

Un ejemplo de ello es el siguiente: Existe una empresa que fabrica ventanas, esta se acerca a una entidad financiera, emite una carta de crédito, por medio de esta la empresa financia la compra de insumos de un proveedor, la entidad financiera extingue la deuda con el proveedor siempre que se halla cumplido con lo acordado, mientras que la empresa de ventanas continúa pagando a la entidad financiera hasta extinguir su deuda.

Según el artículo 842 del Código de Comercio, la carta de crédito se extienden a favor de una o varias personas, además estas no son negociables. Expresan una cantidad fija o bien varias cantidades indeterminadas, pero comprendidas dentro de un máximo que se debe fijar con la mayor claridad en la carta.

3.3 Financiamiento bursátil

En cuanto al financiamiento de corto y largo plazo en el mercado bursátil costarricense, existe emisión de deuda. Emitir deuda es básicamente poner en circulación un conjunto de valores de una empresa o institución las cuales son puestas en circulación esto con el objetivo de captar dinero. El corto y el largo plazo se clasifica de la siguiente manera: ubicamos en el corto plazo la emisión de papel comercial; y en el largo plazo la emisión de bonos.

3.3.1 Valor

Tal como se observa en el artículo 2, título I, del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores: “Se considera valor cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, pueda ser objeto de negociación en un mercado de valores”.

3.3.2 Título

Un Título es lo que denominamos valor, este valor se encuentra incorporado o no en un documento, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión pueda ser objeto de una negociación en un mercado financiero o bursátil. Hay quienes suelen hacer una diferencia entre valor y título valor y utilizan este último término para los valores materializados en un documento. Existen diferentes tipos de títulos, como se listan a continuación: títulos a la orden, títulos al portador, títulos cero cupón, títulos con tasa de interés ajustable de los bonos (TIAB), títulos de propiedad en dólares (TP\$a), títulos de propiedad de bonos de deuda interna (TP), títulos de renta fija, títulos de renta real (TPR), títulos de renta variable, títulos indexados (TINDEX), títulos nominativos, títulos seriados o estandarizados, títulos tasa básica y títulos tudes. (SUGEVAL, 2007, p.1)

3.3.3 Papel Comercial

También el papel comercial es de suma importancia ya que corresponde a una fuente de financiamiento de corto plazo. La SUGEVAL lo define como: *“Corresponde a una deuda emitida a un plazo de vencimiento inferior a 360 días.”* (SUGEVAL, 2007, P.1)

El papel comercial es una forma de financiamiento la cual consiste en pagarés a corto plazo no asegurados emitidos por empresas con un alto grado de crédito. (Gitman, 2003, p.540)

3.3.4 Bonos

Los bonos también corresponden a una fuente de financiamiento en este caso es de largo plazo. Se denominan según la SUGEVAL como: "Valor a más de 360 días que representa una parte alícuota de una deuda de la entidad emisora con el tenedor o propietario del bono. (SUGEVAL, 2007, p.1)

Cabe señalar que, la emisión de bonos como el papel comercial, son Fuentes de financiamiento. Para este caso la emisión de bonos se considera financiamiento de largo plazo y la emisión del papel comercial se considera una fuente en el corto plazo.

5.2 **¿QUÉ SON OPCIONES DE FINANCIAMIENTO?**

Debe entenderse como opciones de financiamiento todos aquellos medios que tienen las empresas, para la captación de recursos, necesarios para mantener una economía y dar continuidad de actividades comerciales de forma estable y eficiente.

Estas opciones se caracterizan por sus particularidades relacionadas con tiempo y el costo. A estos dos factores se les atañe un valor que se refleja claramente en lo que se denomina interés o tasa de interés, puede decirse que es un porcentaje que se le asigna al activo o opción de financiamiento, ya sea como costo cuando lo que se esta efectuando es un préstamo para financiar la empresa o bien como ganancia cuando invertimos o especulamos con el dinero, en este caso se puede hablar de la colocación de una acción o la emisión de deuda y solicitud de prestamos ya que lo que se requiere es un financiamiento.

Por su parte el interés que es el costo de dinero en el tiempo, en Costa Rica la SUGEVAL lo define como: “*Cantidad de dinero que recibe una persona por el servicio de prestar su dinero, o costo en que un deudor incurre al hacer uso de un préstamo*” (SUGEVAL, 2007, p.1).

Capítulo IV.

Opciones de Financiamiento

de Corto y Largo Plazo.

A continuación se presenta el capítulo referido a las Opciones de Financiamiento existentes en Costa Rica. En este apartado, se dan a conocer las distintas opciones de financiamiento a corto y largo plazo con que cuentan las empresas del sector privado en el mercado costarricense. Para la comprensión correcta del tema se mostrarán las opciones en términos de su definición, requisitos y otras características importantes.

En la banca comercial, se presentan numerosas líneas de financiamiento, por lo que la elección de las opciones mencionadas en esta sección se hace en función a la importancia y uso que se les de a cada una, ya que el análisis de los datos, será elaborado con la finalidad de encontrar un punto de comparación con la emisión de deuda en la Bolsa Nacional de Valores. Además del Sistema Bancario, se mencionará al Sistema Bursátil como fuente de recursos para las empresas.

Antes de iniciar con este capítulo, es importante recalcar que actualmente el mercado financiero vive una época de excesiva liquidez, por lo que algunas entidades del sistema bancario han implementado nuevas políticas y estrategias de negocio que le permita mejorar el servicio ante la competencia.

En el momento en que una empresa visita un banco no siempre encontrara una lista de productos que se le pueda ofrecer, sino, una opción de negociación en donde se evalúan las razones para las que se utilizarán los recursos, en algunos casos se solicitaran los estados financieros para llegar a un acuerdo del monto que se puede tramitar y de la tasa de interés que se podría aplicar.

5.2 SISTEMA BANCARIO NACIONAL

La actual distribución del sector financiero costarricense es el resultado de un proceso de liberalización incompleto, donde lo bancario se pasa de un monopolio estatal, que venía operando desde 1949, a una estructura oligo-polística con grandes concentraciones de negocios en unos pocos operadores públicos y privados.

El proceso de reforma no se concluye y se abandona la discusión acerca del número, tamaño óptimo y naturaleza de los bancos estatales.

De esta manera coexisten en el mercado financiero local una banca pública particularmente grande en tamaño, actora dominante en materia de captación y crédito, fondos de inversión y de pensiones, suplidora de ahorro financiero para el Ministerio de Hacienda y el Banco Central y que goza de la garantía del Estado para la totalidad de sus depósitos; un banco creado por Ley especial, el Banco Popular y de Desarrollo Comunal (BPDC), que goza de exenciones tributarias y de encaje; bancos privados con operación “off-shore” y bancos privados sin operación “offshore”, un Sistema Financiero para la Vivienda, donde se encuentra el Banco Hipotecario de la Vivienda (BANVHI) y las mutuales, también con exenciones de naturaleza tributaria, y operadores internacionales que hacen intermediación financiera al margen de la regulación local y sin infraestructura física en la plaza (los denominados bancos de maletín (bancos internacionales no regulados por la SUGEVAL)).

Como resultado de este diseño estructural, el mercado financiero costarricense, se presenta como, altamente concentrado y poco competitivo, con elevados márgenes de intermediación y escasa profundización de servicios financieros, donde los bancos (privados y estatales) obtienen

rentabilidades por encima del promedio que sugeriría un ambiente de mayor competencia y proveen a la sociedad un nivel de servicios financieros (captación y crédito) por debajo del óptimo.

Habiendo repasado brevemente la estructura financiera (no bursátil) del país, procederemos al estudio propiamente de la banca comercial, puntualmente en las opciones de financiamiento que brindan a nivel empresarial.

4.1.1 Banca Comercial

En Costa Rica la función más importante de la Banca Comercial es la colocación de sus recursos financieros propios y los captados en el mercado, mediante operaciones de crédito. Aunque la solicitud, estudio, aprobación y cobro de estas modalidades es igual, se describe el crédito propiamente, para obtener una idea general, lo que cambia es la modalidad pero todo su trámite administrativo normalmente sufre el mismo tratamiento y todo se remite al departamento de crédito.

Se puede definir, el *crédito*, como aquella operación por medio de la cual una institución financiera (el prestamista) se compromete a prestar una suma de dinero a un prestatario por un plazo definido, para recibir a cambio el capital más un interés por el costo del dinero en ese tiempo.

El artículo 70 de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional menciona lo siguiente con relación a la concesión del crédito por parte de los bancos comerciales:

"Todos los créditos que concedan los Bancos Comerciales deberán ser pagados por los prestatarios en la fecha de su vencimiento, sin perjuicio de que el pago pueda efectuarse, total o parcialmente, con anterioridad a esa fecha. En este caso, según la índole de la operación, los Bancos deberán devolver los intereses cobrados por anticipado y no devengados a la fecha".

La cancelación o amortización del crédito deberá adaptarse a la naturaleza de la inversión y a la capacidad de pago de los deudores.

El pago del principal y de los intereses de cualquier crédito concedido por los bancos comerciales podrá pactarse en cuotas periódicas, pagaderas a plazos no mayores a un año. Los Bancos Comerciales quedan facultados para establecer tasas de interés variables y ajustables periódicamente en todos sus departamentos, conforme con las políticas del Banco Central de Costa Rica."

El crédito puede tener diferentes objetivos de acuerdo con la actividad que se desee financiar. El crédito social es el que busca un fin de beneficio social, el crédito comercial busca el fin comercial de obtener una buena rentabilidad por los recursos colocados; es decir, los recursos destinados a este tipo de crédito se utilizan para el financiamiento de actividades empresariales con expectativas de rentabilidad o bien en el financiamiento de gastos personales del deudor, siempre y cuando existan garantías adecuadas y aceptables y seguridad de recuperación del dinero, a favor del banco.

Por la prestación del servicio de conceder un crédito la Banca Comercial cobra una tasa de interés, al respecto el Código de Comercio estipula lo siguiente:

"Artículo 497: Se denomina interés convencional el que convengan las partes, el cual podrá ser fijo o variable. Si se tratara de un interés variable, para determinar la variación podrán pactarse tasas de referencia nacional o internacional o índices, siempre que sean objetivos y de conocimiento público. Interés legal es el que se aplica suplementariamente a falta de acuerdo y es igual a la tasa básica pasiva del Banco Central de Costa Rica para operaciones en moneda nacional y a la tasa "prime rate" para operaciones en dólares americanos. Las tasas de interés previstas en este artículo podrán utilizarse en toda clase de obligaciones mercantiles incluyendo las documentadas en títulos valores".

"Artículo 498: Los intereses moratorios serán iguales a los intereses corrientes, salvo pacto en contrario. Cuando se pacten intereses corrientes y moratorios, estos últimos no podrán ser superiores en un 30% de la tasa pactada para los intereses corrientes. Cuando no se pacten intereses corrientes, pero sí moratorios, estos no podrán ser superiores en un 30% a la tasa de interés legal indicada en el artículo anterior (Artículo 497)".

"Artículo 499: Los intereses se estipularán en dinero, aun cuando el préstamo no haya sido en dinero. Los intereses se pagarán en los términos del convenio y en su defecto, en los mismos plazos y condiciones en que haya de pagarse el capital".

La función del crédito en el sistema económico es de gran trascendencia porque permite impulsar la economía o estancarla, ser el proveedor del impulso para la inversión de las empresas y la producción nacional, o no serlo.

El gran desarrollo de las economías capitalistas está fundado en el crédito, este permite incorporar a la corriente de bienes existentes, bienes aún pendientes de producirse. El crédito es el que inyecta flexibilidad al sistema económico para el impulso de la producción nacional.

4.1.2 Opciones de Financiamiento

El uso de una opción de financiamiento puede componerse de variables distintas de acuerdo a la necesidad que se desea satisfacer entre ellas se podrían citar el monto a tramitar, el plazo y el costo financiero para la empresa. De acuerdo a estos factores en el mercado de banca han ido naciendo distintas fuentes para incrementar el capital de trabajo. Las empresas pueden optar por distintos planes para buscar obtener financiamiento en el sistema bancario de Costa Rica.

Algunos medios rápidos para financiarse por el corto plazo, utilizados por las empresas pueden ser:

1. Líneas de exposición máxima.

Esta forma de financiamiento permite respaldar las eventuales devoluciones de cheques recibidos del exterior y depositados en la cuenta corriente del cliente.

Se utiliza para clientes que requieran la aceptación de cheques del exterior por montos superiores a los \$5.000.00 (persona jurídica), se deberá establecer una línea de crédito o límite de exposición máximo.

La aceptación de documentos del exterior se hará por transacción y hasta un máximo por día amparada a esa línea de crédito. Se efectuará un estudio de riesgo haciendo énfasis en el nivel de negocios, capacidad de pago, garantía, situación financiera.

2. Giro sobre valores en tránsito

El descongelamiento automático, es una facilidad crediticia que se otorga a las empresas consideradas Platino y Oro según el Modelo de Margen de Contribución Financiera, por el plazo que determine la Comisión de Crédito (único Órgano autorizado para resolver este tipo de facilidad crediticia). Como casos de excepción, se podrá otorgar a clientes potenciales.

En el caso de que durante el tiempo en que el cliente goce de esta modalidad crediticia se presentara más de un cheque devuelto por falta de fondos, ésta deberá ser cancelada de inmediato.

3. Tarjeta de crédito empresarial

Es una tarjeta de crédito hecha para el gasto del personal de las grandes empresas. Es utilizada para los gastos de representación de ejecutivos, socios, miembros de la Junta Directiva o de la administración de la empresa. Se entrega un plástico y un límite personalizado para cada ejecutivo. Cuenta con una gran flexibilidad en cuanto a requisitos y garantía.

4. Financiamiento por medio de las cuentas por cobrar o crédito comercial

Es aquel en el que la empresa consigue financiar dichas cuentas por cobrar utilizando recursos para invertirlos en ella.

Es un método de financiamiento que resulta menos costoso y disminuye el riesgo de incumplimiento. Aporta muchos beneficios que radican en los costos que la empresa ahorra al no manejar sus propias operaciones de crédito. No hay costos de cobranza, puesto que existe un agente encargado de cobrar las cuentas; no hay costo del departamento de crédito, como contabilidad y sueldos, la empresa puede eludir el riesgo de incumplimiento si decide vender las cuentas sin responsabilidad, aunque esto por lo general es más costoso, y puede obtener recursos con rapidez y prácticamente sin ningún retraso costo.

5. Financiamiento por medio de los inventarios.

Es aquel en el cual se usa el inventario como garantía de un préstamo en que se confiere al acreedor el derecho de tomar posesión como garantía, en caso de que la empresa deje de cumplir.

Es importante ya que le permite a los directores de la empresa usar el inventario de la empresa como fuente de recursos, gravando el inventario como colateral es posible obtener recursos de acuerdo con las formas específicas de financiamiento usuales, en estos casos, como son el Depósito en Almacén Público, el Almacenamiento en la Fabrica, el Recibo en Custodia, la Garantía Flotante y la Hipoteca.

4.1.3 Opciones de Financiamiento más utilizadas por las empresas, según el sistema bancario.

A diferencia de los tipos de financiamiento mencionados en el punto anterior existe otro grupo de opciones (también implementadas mediante un Banco) que han sido utilizadas por las empresas para ideas nuevas de negocios y proyectos que *necesitan un trato especial de financiamiento*, y que además abarcan montos distintos.

El mercado de banca y el mercado bursátil, han sido los principales aliados de las empresas para obtener cifras importantes y cumplir con las actividades de renovación, expansión y modernización de muchas de las actividades.

De acuerdo a la investigación de campo elaborada para efectos de este documento, la visita a los principales comercios bancarios, fue una de las fuentes de información que nos lleva a determinar el buen servicio y la gran oferta de divisas de parte de los Bancos en Costa Rica para lo que son Créditos Corporativos. Las principales líneas a ofrecer que se pueden nombrar son: *Hipoteca, Arrendamiento o leasing, Cartas de crédito, Línea de crédito, Factoreo (factoraje o factoring)*; mencionándolos como los más utilizados. A pesar de que existen diferentes tipos de productos para financiamiento, un hecho relevante es el plan de negociación que actualmente ofrecen los bancos. Debido a la gran liquidez que existe en el mercado han buscado los medios para colocar divisas, poniendo a disposición de los clientes un servicio personalizado. A través de esta negociación se forma todo un plan de financiamiento de acuerdo a la situación de la

empresa, además se evalúan otras variables como lo son el uso futuro de los recursos, estados financieros de la empresa, entre otros, de esta manera se puede determinar que la oferta de opciones de financiamiento en los bancos no esta determinada por un producto en si, más bien, será planteada fundamentándose en el acuerdo que se logre entre los negociantes (banca-empresa).

Para efectos de comprender mejor las opciones mencionadas anteriormente a continuación se detalla los aspectos principales de cada una de ellas.

5.1.2.2 Hipoteca

Plazo de Pago: El financiamiento se da a un Largo Plazo.

Definición: Es un traslado condicionado de propiedad que es otorgado por el prestatario (deudor) al prestamista (acreedor) a fin de garantizar el pago del préstamo.

Es importante señalar que una hipoteca no es una obligación a pagar ya que el deudor es el que otorga la hipoteca y el acreedor es el que la recibe, en caso de que el prestamista no cancele dicha hipoteca, la misma le será arrebatada y pasará a manos del prestatario.

Vale destacar que la finalidad de las hipotecas por parte del prestamista es obtener algún activo fijo, mientras que para el prestatario es tener seguridad de pago por medio de dicha hipoteca así como, obtener ganancia de la misma por medio de los intereses generados.

Características legales de la hipoteca

Como Contrato:

Es un contrato nominado, ya que se encuentra reglamentado en la ley.

Es un contrato unilateral, debido a que sólo se obliga el deudor hipotecario a transferir al acreedor hipotecario el derecho real de hipoteca. El acreedor no contrae obligación alguna.

Es un contrato accesorio, porque supone la existencia de una obligación principal cuyo cumplimiento asegura.

Es un contrato oneroso, por regla general.

Como Derecho Real:

Es un derecho real, o sea, es un derecho que se ejerce sobre el objeto sin respecto a determinada persona, pero se ejerce de forma indirecta ya que este derecho consiste básicamente en pedir la venta de la bien hipotecada en caso de que el deudor no cumpla la obligación garantizada con hipoteca.

Es un derecho inmueble, es decir, se ejerce sobre bienes raíces.

Es un derecho accesorio, puesto que sigue la suerte del derecho principal al que garantiza, si la obligación principal es nula, la hipoteca constituida no es válida.

El deudor hipotecario no pierde la posesión de la cosa.

Constituye una limitación al derecho de dominio o propiedad, es decir, el deudor puede servirse del inmueble sin pasar a llevar los derechos del acreedor hipotecario.

5.1.2.2 Arrendamiento o leasing

Plazo de Pago: El financiamiento se da a un Largo Plazo.

Definición: Leasing o arrendamiento, es una actividad económica entre una sociedad especializada (arrendador) y el cliente (arrendatario), en el que el arrendador cede el aprovechamiento de un bien al arrendatario por un período específico de tiempo.

Por la utilización de dicho activo el arrendatario debe pagar al arrendador una remuneración por un plazo definido. De lo anterior se puede deducir que el activo en mención estará inscrito a nombre del arrendador durante la vigencia del contrato.

Existen dos tipos de leasing: *El financiero* (conceptualmente un préstamo) y *El Operativo* (conceptualmente un alquiler de largo plazo).

Un arrendamiento se considerará financiero cuando, en la realidad conjunta de la transacción, se transfieren al arrendatario todos los riesgos y ventajas sustanciales inherentes a la propiedad. Entre los referidos riesgos se incluyen las pérdidas por la capacidad ociosa y la obsolescencia tecnológica así como las variaciones en el rendimiento debidas a cambios en las condiciones económicas. Entre las ventajas pueden estar las representadas por la expectativa de una operación rentable a lo largo de la vida económica del activo, así como una ganancia por reevaluación o realización del valor residual.

Para una mejor comprensión algunos ejemplos referidos a arrendamientos financieros:

1. El arrendador transfiere la propiedad del activo al arrendatario, al finalizar su plazo.
2. El arrendatario posee la opción de comprar el activo a un precio notablemente menor que el valor razonable en el momento en que la opción sea ejercitada.
3. El plazo del arrendamiento cubre la mayor parte de la vida económica del activo.
4. Al inicio del arrendamiento, el valor presente de los pagos mínimos por arrendamiento es equivalente, al menos, al valor razonable del activo objeto de la operación.
5. Los activos arrendados son de naturaleza tan especializada que sólo el arrendatario tiene la posibilidad de usarlos sin realizar en ellos modificaciones importantes.

Cuando no se transfieran los riesgos y ventajas antes referidos, el arrendamiento será considerado como Operativo.

Requisitos:

- ✓ Solicitud debidamente llena (Formulario de aplicación relativa a cada banco).
- ✓ Estados Financieros de los dos últimos períodos fiscales y un corte próximo a la fecha de la solicitud.
- ✓ Fotocopia de las últimas dos declaraciones de renta.
- ✓ Fotocopia de la (s) cédula (s) de identidad del (los) representante (es) legal (es).
- ✓ Fotocopia de la cédula jurídica.
- ✓ Personería Jurídica de la sociedad.
- ✓ Factura pro forma del activo por arrendar.

Depósito de Garantía

- ✓ El depósito de garantía es una cobertura de riesgo para la Arrendadora, en caso de que el bien vaya a ser devuelto antes de que finalice el período establecido en el contrato.
- ✓ Lo anterior con el objeto de responder por el incumplimiento de cualesquiera obligaciones que el arrendatario asume en el contrato.
- ✓ La Arrendadora podrá disponer de la garantía entregada, total o parcialmente, para atender cualquier incumplimiento del cliente o para cubrir cualesquiera compromisos asumidos por éste con la Arrendadora en el contrato. El remanente, si lo hubiere, se devolverá al cliente al vencimiento del contrato.

5.1.2.2 Crédito bancario

Plazo de Pago: El financiamiento puede darse a un Corto o a un Largo Plazo.

Definición: El Crédito bancario es una de las maneras más utilizadas por parte de las empresas hoy en día para obtener un financiamiento necesario. Casi en su totalidad son bancos comerciales que manejan las cuentas de cheques de la empresa y tienen la mayor capacidad de préstamo de acuerdo con las leyes y disposiciones bancarias vigentes en la actualidad y proporcionan la mayoría de los servicios que la empresa requiera. Como la empresa acude con frecuencia al banco comercial en busca de recursos, la elección de uno en particular merece un examen cuidadoso.

El contrato crediticio en su forma típica se consolida a través de la firma de un documento mercantil (pagaré, letra de cambio, prenda) o contrato de préstamo. En este contrato se especifica el monto del préstamo, la tasa de interés a pagar, la cuota de pago periódico, los compromisos del deudor y el acreedor, la garantía y el plazo.

Desde que entra en vigencia el contrato de préstamo, el banco se obliga a mantener a disposición del cliente los fondos convenidos, hasta que éste proceda a retirarlos. La inmovilización de estos recursos implica un costo de oportunidad para el banco; de allí que los bancos, usualmente, cobren una comisión adicional al momento de formalizar el préstamo, para así compensar ese costo si esa situación se produce.

El Código de Comercio define el concepto de pagaré y sus características en los siguientes artículos:

"Artículo 799: El pagaré es un documento por el cual la persona que lo suscribe promete incondicionalmente pagar a otra una cierta cantidad de dinero dentro de un determinado plazo".

"Artículo 800: El pagaré deberá contener:

- 1) La mención de ser pagaré inserta en el texto del documento;
- 2) La promesa pura y simple de pagar una cantidad de dinero determinada;
- 3) Indicación del vencimiento;
- 4) Lugar en que el pago haya de efectuarse;
- 5) El nombre de la persona a quien hay de hacerse el pago o cuya orden se haya de efectuar;
- 6) Lugar y fecha en que se haya firmado el pagaré; y
- 7) Los nombres y la firma de quien haya emitido el título y del fiador cuando lo hubiere".

Requisitos:

- ✓ La finalidad del préstamo.
- ✓ La cantidad que se requiere.
- ✓ Un plan de pagos definido.
- ✓ Pruebas de la solvencia de la empresa.

- ✓ Un plan bien trazado de cómo espera la empresa desenvolverse en el futuro y lograr una situación que le permita pagar el préstamo.
- ✓ Una lista con avales y garantías colaterales que la empresa está dispuesta a ofrecer, si las hay y son necesarias.

El costo de intereses varía según el método que se siga para calcularlos. Es preciso que la empresa sepa siempre cómo el banco calcula el interés real por el préstamo. Luego que el banco analice dichos requisitos, tomará la decisión de otorgar o no el crédito.

5.1.2.2 Cartas de crédito

Plazo de Pago: El financiamiento se da a un Corto o a un Largo Plazo.

Definición: El crédito documentario, o carta de crédito es un compromiso emitido por un banco, actuando por cuenta del comprador (el ordenante) o en su propio nombre, de pagar al beneficiario el importe indicado en los instrumentos de giro y/o documentos siempre y cuando se cumplan los términos y condiciones del crédito documentario.

Requisitos:

- ✓ Solicitud Carta de Crédito debidamente llena (Formulario de aplicación relativa a cada banco)
- ✓ Formulario Información del Cliente, debidamente lleno y firmado (Formulario de aplicación relativa a cada banco).
- ✓ Copia del acta constitución de la sociedad.
- ✓ Copia de la cédula jurídica de la sociedad.
- ✓ Personería Jurídica reciente (no más de un 1 mes de emitida)
- ✓ Fotocopia de la cédula de identidad del representante legal o apoderado generalísimo de la empresa.
- ✓ Lista de accionistas de la empresa, número de identificación y participación accionaria de cada uno.
- ✓ Recibo de servicio público o privado indicando dirección de la empresa.

Garantía:

- ✓ Certificado de Inversión por el 110% del monto de la garantía de participación o cumplimiento.
- ✓ Pignoración de fondos en cuenta corriente por el 110% del monto de la garantía de participación o cumplimiento
- ✓ Fondo de inversión que tomado el 60% del valor actual cubra el monto de la garantía de participación o cumplimiento (mínimo \$ 5000).

5.1.2.2 Línea de Crédito

Plazo de Pago: El financiamiento se da a un Corto Plazo.

Definición: Facilidad crediticia que brindan algunos bancos, por medio de la cual el cliente mantiene un crédito durante un plazo determinado de tiempo y cuya característica principal es que las amortizaciones o recuperaciones forman automáticamente nueva disponibilidad. Puede estar formado por uno o varios sub-préstamos, según sea la actividad y la forma de recuperación de la inversión. Aunque por lo general no constituye una obligación legal entre las dos partes, la línea de crédito es casi siempre respetada por el banco y evita la negociación de un nuevo préstamo cada vez que la empresa necesita disponer de recursos.

Existen dos modalidades:

- ✓ Línea de crédito convencional: Dirigida al financiamiento de capital de trabajo para un proyecto o actividad específica. Un solo uso y varios sub-préstamos.
- ✓ Línea de crédito abierta: Permite el financiamiento de diferentes actividades económicas (inversión y capital de trabajo), dentro de una misma línea.

Requisitos:

- ✓ Llenar y firmar formulario “Autorización para solicitar y entregar información crediticia SUGEF,
- ✓ Para cada desembolso el cliente deberá firmar un pagaré.
- ✓ El cliente deberá estar al día en los compromisos con el Banco, a fin de que la oficina de formalización proceda a la contabilización de los recursos.
- ✓ Adicionalmente, la línea de crédito se encuentra documentada en un contrato privado firmado por las partes al constituirlo.

5.1.2.2 Factoreo (factoraje o factoring)

Plazo de Pago: El financiamiento se da a un Corto Plazo.

Definición: El factoreo es una operación por medio de la cual una empresa transfiere a un banco o entidad financiera los créditos comerciales representados por las facturas por cobrar, tomando, la entidad financiera, la responsabilidad de la gestión de cobro.

La entidad financiera liquida las facturas a la empresa cobrando una comisión, y se hace cargo del cobro de esas facturas.

En la práctica el factoreo bancario funciona de la siguiente forma: la empresa interesada solicita al banco que le preste los servicios de factoreo, le informa la nómina de clientes y la magnitud de sus compromisos, ofrece además cualquier otra información adicional que el banco solicite para evaluar el riesgo de tomar el cobro de esa cartera. Si el Banco acepta, la empresa le entrega las facturas pertinentes a cambio de un recibo y comunica a los deudores que deberán pagar al banco.

A partir de este momento, el Banco se encarga de recibir los pagos de los deudores de las facturas y de la ejecución legal en caso de incumplimiento de pago.

En cuanto al crédito, consiste en que el cliente recibe el importe de las facturas antes que el banco las cobre. En esto hay varias modalidades que se describen a continuación:

Existen casos en que el banco se compromete al adelanto de los fondos tan pronto recibe las facturas y las acepta. A esto se le denomina "credit cash factoring".

Otras veces, se establece una fecha fija para que el banco anticipe los fondos correspondientes a todas las facturas recibidas hasta ese momento.

En otras ocasiones la empresa es quien decide el momento de la acreditación de los fondos, siempre y cuando las facturas hayan sido entregadas y no estén vencidas.

En el factoreo existen dos elementos bien diferenciados que son: la gestión de cobro y el crédito. El primero se retribuye con una comisión que cubre los gastos de la entidad y el riesgo a través de un porcentaje sobre el monto de las facturas cobradas.

El segundo se retribuye a través de un interés por el costo financiero de anticipar fondos y se establece con base en las tasas de interés vigentes.

Requisitos:

- ✓ Solicitud de crédito.
- ✓ Copia de la Cédula Jurídica.
- ✓ Personería jurídica con no más de 15 días de emitida.
- ✓ Copia por ambos lados de la Cédula de los apoderados generalísimos.
- ✓ Estados Financieros de los dos últimos períodos fiscales, junto con un corte interno reciente.
- ✓ Lista de los pagadores locales y regionales a descontar.
- ✓ Perfil de la Empresa.

4.1.4 Otras modalidades de financiamiento.

Además de las opciones de financiamiento ya descritas, las cuales son a la vez los métodos más atractivos para el sector empresarial privado en Costa Rica, cabe mencionar que existen algunas otras variantes de sistemas crediticios que ofrece la banca comercial en nuestro país, que básicamente son adecuaciones de los créditos tradicionales, por lo cual su estudio y detalle no es de mayor utilidad para esta investigación. A continuación se citan algunos de estos modelos crediticios.

- ✓ Avales y garantías de pago en moneda extranjera.
- ✓ Garantías de participación y cumplimiento en colones y dólares.
- ✓ Descuento de documentos.
- ✓ Compra de títulos valores (Excepto los emitidos por el Sector Público).
- ✓ Anticipos.
- ✓ Sobregiros en cuentas Corrientes: Autorizaciones para utilizar líneas de crédito en caso de que la cuenta no tenga disponible.

5.2 SISTEMA BURSÁTIL NACIONAL

Las bolsas de valores son instituciones creadas como parte de los sistemas financieros de una economía, con el objeto de contribuir al crecimiento económico, a través de la consolidación de procesos de formación de capitales de mediano y largo plazo. Esta función permite que empresas productivas tengan acceso al mercado de bolsa para financiarse directamente con el público, eliminando la figura del intermediario financiero que por lo general, cobra un margen muy importante por sus servicios. Tal es el caso, por ejemplo, de la banca comercial.

Por lo tanto, para recursos que van destinados a la formación de capital de las empresas, así como para el financiamiento de su operatividad, las bolsas de valores se constituyen en un importante apoyo.

Se hace necesaria la figura de las bolsas de valores, ya que se supone que son mercados que permiten una mayor eficiencia en tiempo y en costo, para la obtención de recursos. Esta función de formación de capitales, no obstante, debe ir acompañada y complementada, a su vez, por el fortalecimiento de los mercados secundarios, encargados de dar liquidez a los títulos que hacen posible todo este tipo de financiamiento. Sin la debida formación de los mercados secundarios, no existirían condiciones de inversión suficientes como para que el inversionista, o el ahorrante optara por colocar sus fondos en instrumentos de mediano y largo plazos.

Para poder financiar las obras nacionales, así como la inversión en activos que incrementen o mejoren la capacidad productiva de las empresas nacionales, es fundamental que el mercado pueda proveer recursos que se puedan comprometer en inversiones de mediano y

largo plazo. Resulta muy riesgoso y, además, en extremo caro, que los emisores que necesitan este tipo de financiamiento lo obtengan por la vía de renovaciones de deuda de muy corto plazo. Por lo tanto, el inversionista tiene que tener certeza de que si compromete sus recursos a plazo, y en algún momento del tiempo requiere hacer líquidas sus inversiones, puede acceder para esos efectos un mercado de bolsa eficiente en el cual se le brindará este tipo de servicio a un costo eficiente.

Lo anterior describe a grandes rasgos, las dos funciones u objetivos más importantes que deben cumplir las bolsas de valores como parte de un engranaje que se llama sistema financiero bursátil.

El mercado organizado de valores en nuestro país es relativamente joven. Se establece bajo la figura de la Bolsa Nacional de Valores, como parte de un esfuerzo estatal, que luego fue trasladado en su totalidad a manos privadas. Durante estos primeros años, que han sido básicamente parte de un proceso de nacimiento y aprendizaje por parte del mercado en general.

Actualmente existen segmentos empresariales que cada vez accesan más y más, los servicios de los intermediarios bursátiles. Además, con la emisión de la Ley Reguladora del Mercado de Valores se ha logrado desarrollar un mejor clima para la inversión y un cuadro de mayor regulación para el funcionamiento de todo el sistema bursátil.

Si bien actualmente se ofrece a través de la BNV una gran diversidad de títulos valores, tales como títulos accionarios (acciones comunes o preferentes), títulos de fideicomiso, títulos de deuda (pública y privada), entre otros, en la presente investigación se analizará únicamente la

emisión de títulos de deuda por parte del sector privado, para cumplir con el objetivo del proyecto, debido a que la unidad de estudio son las empresas que han pasado por un proceso de des-inscripción y actualmente el sector privado es el que ha tomado este rol, ha diferencia del sector publico.

4.1.5 Emisión de títulos de deuda: requisitos para el registro de títulos de deuda

Del mismo modo que la Comisión Nacional de Valores ha establecido requisitos para el registro de acciones, así lo ha hecho también para el caso de los títulos de deuda. En estos casos, tal y como se comentó anteriormente, la Ley Reguladora del Mercado de Valores únicamente establece que el ente regulador sea el encargado de registrar las nuevas emisiones del sector privado.

5.1.2.2 Proceso de emisión de deuda.

El proceso de emisión requiere de algunos pasos básicos para la colocación de esta emisión:

- 1) Recopilaciones de información: Este paso se refiere al conocimiento propio de la entidad emisora. Ya que es esencial conocer sobre los productos y procesos, la escala de planta, el mercado destino de sus productos, los precios de venta, perspectivas del sector e información financiera entre otros.
- 2) Análisis Due Diligence: A este paso se da con el contacto inicial que el analista bursátil debe tener con la empresa, con el fin de identificar, aspectos que puedan afirmar la recomendación final de emisión.

- 3) Determinación de la estructura: Esta inmerso dentro del Análisis Due Diligence, ya que es el paso final del Due Diligence, donde se definen las características generales de la emisión.
- 4) Determinación de rangos de precios: Se determina un rango de precios referencial para la emisión de deuda, que se toma en cuenta a la hora de hacer la colocación. Esta etapa concluye cuando el puesto de bolsa presenta a la compañía la propuesta formal.
- 5) Presentación de documentos para la inscripción: Se procede a la presentación de la solicitud formal de registro ante la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Sujeto al Reglamento de Oferta Pública. El procedimiento de registro se formaliza mediante la presentación de una nota de solicitud firmada por el gerente general y por el representante legal de la empresa. La solicitud deberá venir acompañada de los siguientes elementos:

- 1. Antecedentes generales, económicos y financieros.**
- 2. Prospecto y aviso de oferta pública.**
- 3. Documentación legal y de tipo administrativo de la empresa.**
- 4. Otros antecedentes que se consideren importante incluir en el prospecto de la empresa.**

1. Antecedentes generales, económicos y financieros.

A. Antecedentes Generales

- i. Breve reseña histórica de la empresa (resumen de actividad comercial).
- ii. Domicilio de la empresa.
- iii. Fecha de cierre fiscal y económico de la empresa.
- iv. Nombre de la firma de auditores externos, de asesoría legal u otras consultorías.
- v. Detalle de la situación fiscal de la empresa, con indicación de los impuestos que afectan a la actividad, así como los incentivos tributarios aplicados. Se debe cuantificar el efecto para los últimos tres años.
- vi. Indicar el nombre de la empresa consultora que colaboró en la preparación de los documentos para el registro de la emisión.
- vii. Curriculum vitae del gerente general y de los gerentes de división.

B. Antecedentes Económicos y Financieros

- i. Estados financieros dictaminados por auditores externos, de los tres últimos ejercicios fiscales. Se debe presentar:

- Balance general.
- Estado de resultados.
- Estado de cambios en el patrimonio.
- Estado de cambios en la posición financiera con base en efectivo.
- Notas explicativas de los estados financieros.
- Dictamen de los auditores externos.
- Hoja de consolidación y asiento de ajuste y eliminación, cuando corresponda.

Notas Importantes:

Se deberán presentar estados financieros consolidados, cuando la empresa solicitante cuente con una participación mayor o igual a 50% del capital social de otras empresas.

Si la solicitud se presenta después de tres meses de realizado el cierre fiscal, se deberán presentar, además, los estados financieros certificados por un contador público autorizado del último ejercicio trimestral. Asimismo, se debe informar a la Comisión Nacional de Valores sobre cualquier cambio en las políticas contables, de capitalización, emisión de acciones, etc. que se haya producido en ese período.

Para casos de empresas de reciente constitución, los estados financieros que se deben presentar deberán comprender un período no mayor a los 90 días. Estos deberán estar dictaminados por auditores externos. Para empresas con un plazo menor a dos años de haberse constituido, se debe presentar el proyecto de factibilidad, así como las proyecciones financieras que dieron origen a la empresa. Ambos deberán venir dictaminados por un profesional en la materia.

- Análisis razonado de los estados financieros presentado por el gerente general, que deberá cubrir los siguientes elementos:

- Análisis comparativo de las principales tendencias observadas en los estados financieros, sobre los siguientes elementos:

- Liquidez corriente: relación del activo circulante a pasivo circulante.

- Razón ácida: relación de activo circulante menos inventarios, sobre pasivo circulante.

Para empresas del sector financiero, la razón deberá calcularse entre la relación de fondos disponibles a pasivos de corto plazo.

- Razón de endeudamiento: relación de pasivos totales con respecto al patrimonio no distribuible.

- Relación de la deuda de corto y largo plazos, con respecto al pasivo total.

- Total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones.

-Volumen de ventas, en unidades físicas y monetarias, o ingresos totales para el caso de entidades financieras.

-Costos totales, porcentaje de costos fijos y de costos variables.

-Utilidades de la operación.

-Gastos financieros.

-Utilidades después de impuestos.

-Utilidad por acción, en caso de contar con acciones inscritas.

-Utilidades netas.

-Cobertura de la carga financiera en términos de utilidad neta más gastos financieros en relación con los gastos financieros.

- Análisis de las diferencias que puedan presentarse entre los valores en libros, valores económicos y/o de mercado para los principales activos de la empresa.

ii. Información financiera específica sobre la operación.

Para este requisito en particular, los elementos que se deben incluir estarán en *función del sector de actividad* a que pertenece la empresa solicitante.

I. Sector Industrial, Comercial Y Servicios

- Detalle de inventarios.
- Detalle de las inversiones transitorias.
- Certificación de un contador público autorizado sobre el estado de las obligaciones crediticias.
- Estado de documentos y cuentas por cobrar.
- Grado de exposición ante riesgos cambiarios en activos y pasivos de la empresa.

II. Sector Financiero

- Desglose de las inversiones transitorias.
- Cartera de préstamos clasificada por tipo de garantía, tipo de cliente, recuperación de préstamos, antigüedad de saldos.
- Certificación de un contador público autorizado sobre el estado de las obligaciones crediticias.
- Grado de exposición ante riesgos cambiarios en activos y pasivos de la empresa.

2. Prospecto y Aviso de Oferta Pública

Tal y como se mencionó anteriormente, el prospecto es un documento de consulta, de fácil lectura para cualquier inversionista, de forma tal que se brinde un panorama claro sobre la entidad, con información útil para la toma de decisiones.

Una vez que la Comisión Nacional de Valores aprueba el registro de la emisión, la empresa interesada deberá poner a disposición de las bolsas, de los puestos representantes y de la misma Comisión, ejemplares del prospecto para la consulta del público en general.

En el caso del aviso de oferta pública, deberá ser suministrado a la Comisión para conocimiento de los términos en que éste va a ser presentado al mercado en general. Una vez aprobado el aviso, así como el registro de la emisión, la empresa interesada deberá publicarlo en un medio de circulación nacional, de previo a ejecutar la oferta de los títulos valores.

El aviso de oferta pública para títulos de deuda deberá contener los siguientes elementos básicos:

- a. Nombre de la empresa.
- b. Actividad a la que se dedica.
- c. Tipo de títulos por emitir.
- d. Monto total de la emisión autorizada.
- e. Valor de las denominaciones en que se hará la oferta.

- f. Garantías que respaldan la emisión.
- g. Tipos de interés con que se iniciará la captación.
- h. Periodicidades para el pago de intereses.
- i. Destino de los fondos provenientes de la emisión.
- j. Fecha de aprobación de la oferta pública por parte de la Comisión Nacional de Valores.
- k. Puestos de Bolsa representantes.
- l. Mencionar la disponibilidad de los prospectos en la empresa, en la Comisión Nacional de Valores, en los puestos representantes y en las bolsas de valores.
- m. Se debe incluir la leyenda contenida en el artículo 7 de la Ley de Regulación de la Publicidad de la Oferta Pública, que dice de la siguiente forma:

"La autorización de oferta pública que otorgue cualquiera de los entes reguladores, no implica calificación sobre la bondad del título o la solvencia del emisor o intermediario".

3. Documentación Legal y de Tipo Administrativo de La Empresa

a. Certificación del acta de asamblea de accionistas o Consejo de Administración que haya acordado la solicitud de inscripción de la emisión de los títulos valores.

b. Certificación notarial o registral actualizada de los estatutos vigentes de la empresa.

c. Constancia sobre el estado procesal de juicios pendientes en contra de la empresa.

d. Certificación de los bienes inmuebles y vehículos de propiedad de la empresa, así como las respectivas anotaciones y gravámenes.

e. Certificación del acta de la asamblea ordinaria de Accionistas en que fueron aprobados los estados financieros del último período fiscal.

f. Certificación de un contador público autorizado sobre el estado de las obligaciones crediticias que ha contraído la empresa.

g. Certificación de cumplimiento del pago de impuestos.

h. Certificación de la Caja Costarricense del Seguro Social sobre el cumplimiento del pago de las cuotas patronales.

i. Certificación del Instituto Nacional de Seguro sobre la actualización de pólizas de incendio, y contra otros tipos de riesgo.

j. Un formato anulado del título valor, con su respectivo cupón de intereses, que se desea registrar.

k. En el caso de empresas financieras, deberán presentar la última clasificación otorgada por el Banco Central de Costa Rica, así como certificación de la AGEF sobre el cumplimiento de todos los requisitos establecidos en su reglamentación.

4. Otros Antecedentes

En caso de existir información relevante adicional, la empresa podrá incluirla como parte de la documentación que sustenta su solicitud de registro.

En Costa Rica, existen dos tipos de emisión de deuda, de corto y de largo plazo. Cuando hablamos de emisión a corto plazo nos referimos a papel comercial y bonos de deuda cuando se trata del largo plazo.

Emitir deuda consiste básicamente en poner en circulación un conjunto de valores de una empresa o institución las cuales son puestas en circulación esto con el objetivo de captar dinero. En el caso de las sociedades anónimas (públicas o privadas), la emisión puede ser de renta fija (la deuda) o de renta variable (las acciones). La legislación costarricense exige que las empresas privadas que emitan tanto deuda como acciones para captar ahorro del público, deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y sus emisiones deben estar autorizadas por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). En cuanto a las entidades públicas, estas deben registrar sus emisiones y someterse a los requisitos que establezca la SUGEVAL para su negociación.

Preparación del Road Show: En este paso se efectúa una actividad cuyo objetivo principal es dar a conocer la empresa al medio es decir a los posibles compradores de la emisión para este fin se realiza una exposición de la emisión y de la empresa misma con el propósito de que el público inversionista se sienta motivado a participar de los proyectos futuros de la compañía. Puede ser realizada conjuntamente por el emisor y el puesto de bolsa representante.

- ✓ Promoción: Se debe tener un excelente Plan de promoción con la idea de “dar a conocer la compañía al cliente” y buscar que éste quiera ser nuestro socio.
- ✓ Pricing: Luego de formalizada la inscripción y contar con todas las autorizaciones del caso es recomendable, distribuir entre todos los Puestos de Bolsa, y la información general de la emisión.
- ✓ Colocación: Finalizadas las fases anteriores del proceso, ya las bases están fundadas para realizar una exitosa colocación.
- ✓ Apoyo pos colocación: Es necesario darle seguimiento al comportamiento de sus precios, con el fin de que el mercado fundamente de manera adecuada su valoración. Esto es importante no solo para darle mayor liquidez sino para establecer un sustento correcto para nuevas emisiones.

5.1.2.2 Requisitos

Los requisitos para la emisión se deben cumplir algunas reglas las cuales son diferentes según el grupo al que pertenezca cada emisor:

*Cuadro 4
Costa Rica: Clasificación de Empresas
I Semestre 2007*

GRUPOS
Inscripción de nuevos Emisores privados y públicos
Nuevas emisiones de Emisores privados ya listados
Emisores públicos ya listados
Emisiones internacionales inscritas por Puestos de Bolsa
Emisiones internacionales inscritas por el Emisor

Fuente: www.bnv.co.cr

Entre los requisitos que deben cumplir los emisores, están las reglas para la inscripción, se enumeran a continuación.

1. Inscripción de nuevos Emisores privados y públicos

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

Certificación notarial o registral sobre la personería jurídica del representante legal del Emisor (antigüedad máxima de un mes).

Copia de la cédula jurídica y de la cédula de identidad del representante legal.

Ejemplar del Prospecto de la emisión debidamente autorizado por la SUGEVAL (aplica para Emisores privados únicamente).

Cancelación de la cuota de inscripción para nuevos Emisores.

Cancelación de la tarifa por servicio de codificación ISIN.

Completar el Formulario de Registro de Emisiones, uno por cada emisión a inscribir.

Registro de firmas autorizadas.

Entrega de Macro título o un título físico anulado, según sea el caso.

Suscripción de contratos.

Completar formularios de acceso a los sistemas

Copia del oficio de la SUGEVAL mediante el cual se autorizó la oferta pública de la emisión. En el caso de entidades bancarias y financieras privadas que se encuentran

reguladas por la SUGEF y que por disposición de la LRMV no requieren de la autorización de oferta pública de la SUGEVAL, debe aportarse una certificación de la SUGEF en la que conste que la entidad se encuentra registrada y que es fiscalizada por ese Órgano. En el caso de entidades del sector público deben presentar la ley o acuerdo que los autoriza a realizar la emisión, y para el sector de mutuales, certificación notarial del acuerdo emitido por el Banco Hipotecario de la Vivienda, mediante el cual se autorizó a la mutual como entidad autorizada del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda así como certificación de la SUGEF de que la mutual se encuentra debidamente registrada ante la entidad.

2. Nuevas emisiones de Emisores privados ya listados

Para este tipo de emisiones se deben de cumplir con los siguientes requisitos:

Solicitud de inscripción de la emisión suscrita por representante legal.

Copia del oficio de la SUGEVAL mediante el cual se autorizó la oferta pública de la emisión.

Ejemplar del Prospecto de la emisión u hojas actualizadas del mismo.

Formulario de registro de emisiones.

Firmar addendum a los contratos suscritos anteriormente.

Registro de firmas autorizadas (si hubiere cambios).

Entrega de Macrotítulo o un título físico anulado, según sea el caso.

Cancelación de la tarifa por servicio de codificación ISIN.

3. Emisores públicos ya listados

Copia del decreto o ley que autoriza a realizar la emisión.

Formulario de registro de emisiones. 4

Firmar addendum a los contratos suscritos anteriormente.

Registro de firmas autorizadas (si hubiere cambios). 4

Ver Guía de Admisión a Cotización en Bolsa.

Aunque la Política de Admisión a Cotización requiere 31 títulos anulados, por razones de eficiencia y modernización la

Bolsa solo solicita una copia.

Entrega de Macrotítulo o un título físico anulado, según sea el caso.

Cancelación de la tarifa por servicio de codificación ISIN.

4. Emisiones internacionales inscritas por Puestos de Bolsa

Presentación de lo siguiente:

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

Copia del oficio de la SUGEVAL.

Presentación de Prospecto de la emisión autorizada por SUGEVAL.

5. Emisiones internacionales inscritas por el Emisor

Rigen los mismos requisitos mencionados en Sección A de este capítulo, debiendo los documentos cumplir con los trámites consulares respectivos.

Comunicado Oficial de Autorización de Negociación Listada la emisión, la Bolsa informa la fecha de inicio de negociación. Una vez comunicado el aviso, deberán transcurrir cinco días hábiles (sin que cuente para esos efectos el día de la comunicación) para el inicio de la negociación.

5.1.2.2 Reglas de Información

Uno de los requisitos que una compañía debe cumplir al ser emisor activo de la Bolsa Nacional de Valores, es presentar información periódica sobre su estado y actividades, con la finalidad de que los inversionistas puedan conocer del negocio de la empresa con la que realizaran transacciones. A continuación se presenta la información y la periodicidad que deben presentar según el género al que pertenezcan.

1. Sector privado

Información mensual y periódica:

Hechos relevantes cada vez que se presenten.

Los emisores accionarios deberán suministrar la información necesaria de acuerdo con las Instrucciones para las sociedades que negocien sus acciones en Bolsa, sobre los eventos societarios que inciden sobre el capital social y pago de dividendos.

Estados de captación para Emisores de deuda bajo los formatos y fechas

Información trimestral:

Estados Financieros bajo los formatos y fechas establecidos por la SUGEVAL

Información anual:

Estados Financieros auditados anuales.

Actualización del Prospecto 12 de Oferta Pública al final del período fiscal y las actualizaciones al mismo que sean necesarias.

Los plazos y formatos son los establecidos por la SUGEVAL.

2. Sector público

No presenta información periódica. 13

Otras Reglas

En los casos que la Bolsa considere necesario, se solicita a los participantes información adicional, esto conforme con las funciones y atribuciones que le otorga a la Bolsa la LRMV.

5.1.2.2 Reglas de des-inscripción

Cuando una empresa desea retirarse del proceso de emisión deberá seguir un protocolo, con el afán de dar formalidad al proceso:

Debe presentarse solicitud acompañada de una certificación notarial del acuerdo de Asamblea de Accionistas o Inversionistas, o bien de la autoridad competente en el caso de Instituciones Públicas, en el cual se aprobó tal decisión. Lo anterior debe venir acompañado de la autorización de descripción de SUGEVAL.

La des-inscripción queda sujeta a que no existan cuotas pendientes adeudadas a la Bolsa.

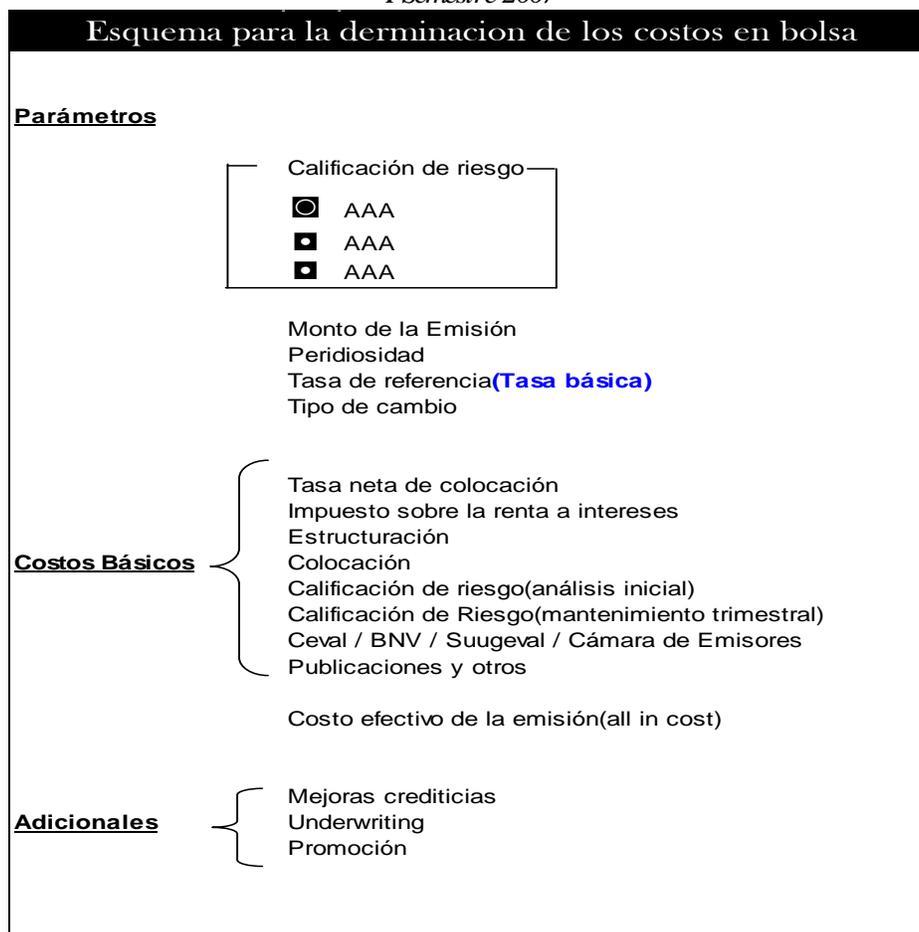
En el caso de Emisores de deuda con valores pendientes de vencimiento, se mantendrán activas las emisiones en mercado secundario hasta su vencimiento.

Para el caso de acciones y títulos de participación, quedan sin mercado secundario inmediatamente después de la des-inscripción.

5.1.2.2 Costo de Emitir en Bolsa

Un punto de suma importancia dentro de este trabajo es el costo de emitir, donde hay que considerar que el monto mínimo de las emisiones es de cien millones de colones o su equivalente en dólares al tipo de cambio de venta de referencia del Banco Central, y un número mínimo de doscientos valores con el propósito de asegurar la existencia de un volumen suficiente de valores para dar profundidad al mercado secundario. Además de considerar el monto mínimo para la emisión existen otros costos asociados con el financiamiento obtenido a través de la emisión y colocación de bonos (deuda) en la bolsa. El siguiente es un esquema básico de la determinación del costo de emitir deuda en bolsa.

Cuadro 5
Costa Rica: Esquema para la determinación de los costos
en la Bolsa Nacional de Valores
I Semestre 2007



Fuente: www.bnv.co.cr

Tasa de referencia de mercado: En el caso costarricense la tasa de referencia más comúnmente utilizada, corresponde a la tasa de interés de los bonos de Gobierno colocados a través de subasta, o bien, a la tasa básica pasiva calculada por el Banco Central de Costa Rica.

Margen o “spread” de colocación: corresponde al premio establecido en términos del rendimiento adicional sobre la tasa de referencia, que se debe ofrecer al inversionista con el fin de compensarlo por invertir en alternativas con mayor riesgo. En este sentido, el “spread” de

colocación se encuentra determinado principalmente por la calificación de riesgo de la emisión y por tanto, entre mejor sea la calificación de riesgo obtenida por una emisión, menor será el “spread” que será necesario ofrecer al inversionista.

Comisión de estructuración: contempla la retribución al asesor financiero por el trabajo correspondiente a la estructuración del instrumento financiero más apropiado para las necesidades de la empresa, la preparación del prospecto de colocación de la emisión, la asesoría en los trámites requeridos ante la SUGEVAL (Superintendencia General de Valores) para realizar oferta pública de los títulos, el diseño de la estrategia de colocación y demás aspectos requeridos para garantizar el éxito de la emisión. La comisión de estructuración generalmente se ubica entre el 1,0% y el 2,5% del monto de la emisión, pero puede registrar variaciones importantes dependiendo del monto y la complejidad de la emisión entre otros factores.

Comisiones de colocación: corresponde a la compensación que se reconoce a los puestos de bolsa u otros agentes colocadores por su esfuerzo de distribución de la emisión entre el público inversionista. El monto de esta comisión varía dependiendo de las características de la emisión, pero generalmente se ubica en un rango de 0,25% al 0.75% sobre el monto efectivamente colocado.

Calificación de riesgo: se refiere a la tarifa cobrada por las agencias calificadoras por durante el proceso de calificación de riesgo de los títulos por emitir. Esta tarifa involucra generalmente el pago de una suma inicial al momento de efectuarse el análisis de calificación, así como el pago de una cuota de mantenimiento para cubrir las revisiones periódicas de dicha calificación.

Cuotas de mantenimiento de la Bolsa, Central de Valores y SUGEVAL: corresponde a las sumas anuales que se deben pagar a las entidades mencionadas, con el fin de mantener el estatus de emisor activo y cubrir los costos relacionados con la supervisión y administración de la información correspondiente a cada una de las emisiones registradas.

Publicaciones y otros: agrupa las inversiones relacionadas con la estrategia de mercadeo seleccionada para la colocación de la emisión, que podría ir desde la publicación únicamente del aviso de autorización de oferta pública, hasta la organización de varias actividades formales de presentación, lo cual se conoce comúnmente como un “road show”. Deben hacerse mención, que al igual que para el cumplimiento periódico de los requisitos de información que son solicitados para créditos bancarios, en el caso de registro de emisiones ante la SUGEVAL, la empresa deberá designar a un funcionario para cumplir con el respectivo envío de información. El costo de este funcionario no ha sido considerado en el modelo, toda vez que dependerá del perfil de la persona que desee contratar la compañía, o si asignará estas nuevas responsabilidades entre los funcionarios existentes.

Apoyos crediticios: corresponde a aquellos gastos relacionados con la incorporación de garantías adicionales que el emisor podría considerar conveniente incorporar en una emisión con el fin de mejorar su calificación de riesgo y reducir el “spread” de colocación. De esta forma, se busca que el costo de los apoyos crediticios se vea más que compensado por la reducción en la tasa de colocación de la emisión. Como parte de los mecanismos que pueden utilizarse para este propósito se encuentran la incorporación de avales de terceros, fideicomisos de garantía, garantías parciales de crédito reservas de liquidez para el servicio de deuda y otros.

Contratos de underwriting: este tipo de esquemas representa otra opción que el emisor puede considerar al momento de realizar una colocación de bonos a través de bolsa. El “underwriting” consiste en la compra en firme³ de la emisión por parte de un puesto de bolsa u otro agente colocador, el cual asume el riesgo de colocación de los títulos en el mercado a cambio de una determinada comisión. El monto de esta comisión varía dependiendo de las características de la emisión a suscribir, pero generalmente se ubica en un rango de 1,00% al 2.00% sobre el monto de la emisión adquirida.

Capítulo V.

Resultados y Análisis de la Opinión Empresarial y Sectores Afines.

5.2 RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS APLICADAS A LAS EMPRESAS DES- INSCRITAS DEL MERCADO BURSÁTIL AL MES DE MAYO DEL AÑO 2007

En la metodología quedó definida la recolección de información de una fuente primaria, por medio de la investigación de campo.

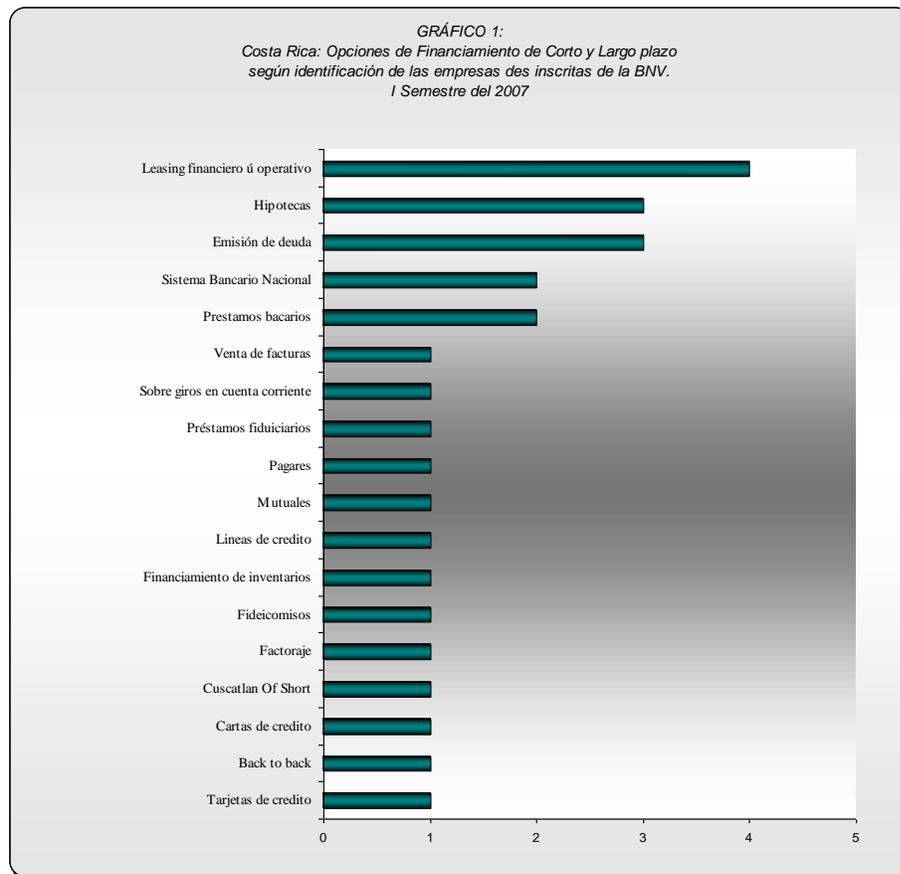
Esta fue definida por recolección de las opiniones de las empresas que fueron emisores de deuda en la Bolsa Nacional de Valores, además de los criterios de profesionales expertos en el tema de emisión.

A continuación se presentan los resultados a cada una de las preguntas que fueron planteadas a los encargados de las empresas. Las respuestas emitidas son de gran prestigio en esta investigación debido a que refiere la actualidad de las opiniones de los profesionales que han experimentado el proceso de ser emisores.

Pregunta # 1. (Apéndice #1)

Esta pregunta fue planteada con la finalidad de recolectar información sobre las Opciones de Financiamiento más conocidas por los encargados de las empresas, que fueron emisoras en la BNV. Los resultados arrojaron que actualmente los empresarios están al tanto de distintos medios de financiar recursos. Entre las mas nombradas están: **Leasing financiero ú operativo, Hipotecas, Emisión de deuda, Sistema Bancario Nacional, Préstamos bancarios**, además otros tipos de financiamiento, según se puede ver en el siguiente gráfico.

Gráfico 1

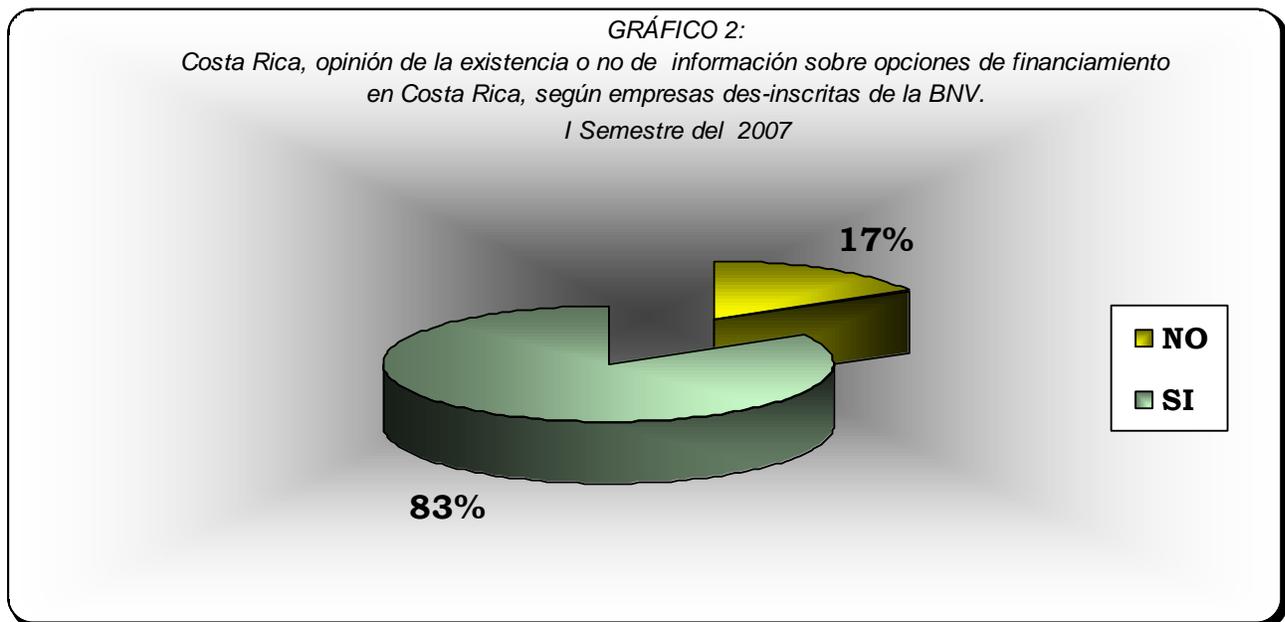


Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV.

Pregunta # 2. (Apéndice #1)

La pregunta número dos, tiene el objetivo de darnos a conocer si las empresas pueden encontrar la información adecuada en el momento de presentarse una necesidad de financiamiento. Según las respuestas obtenidas el **17% de las empresas respondieron que no**, y un **83% dio respuesta positiva**. Por tanto se evidencia que lo relacionado con información de Opciones de Financiamiento, esta a disponibilidad de las empresas en el mercado.

Grafico 2

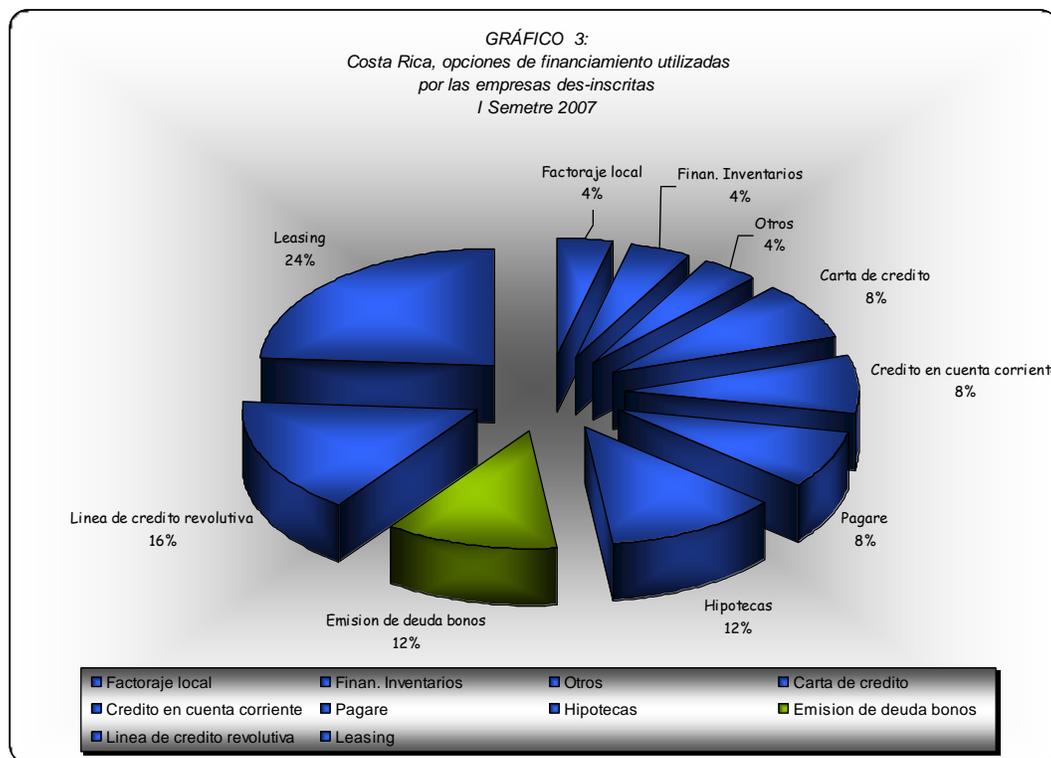


Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV

Pregunta # 3. (Apéndice #1)

A la pregunta que tipos de opciones de financiamiento ha utilizado en su empresa, obtuvimos un dato curioso. Según el siguiente gráfico las opciones mencionadas corresponden al sistema bancario y al sistema bursátil. Los sectores marcados en color azul representan a la banca comercial, mientras que el área de color verde, la parte bursátil con emisión de deuda. Las opciones *más comunes*, de acuerdo a las respuestas recolectadas fueron: **Hipotecas y Emisión de deuda publica según el 12%** de empresas consultadas. Mientras que las *más usadas* resultaron ser: **la opción de Línea de crédito revolativa para un resultado de 16%** y el **Leasing o arrendamiento financiero para un 24%**.

Grafico 3



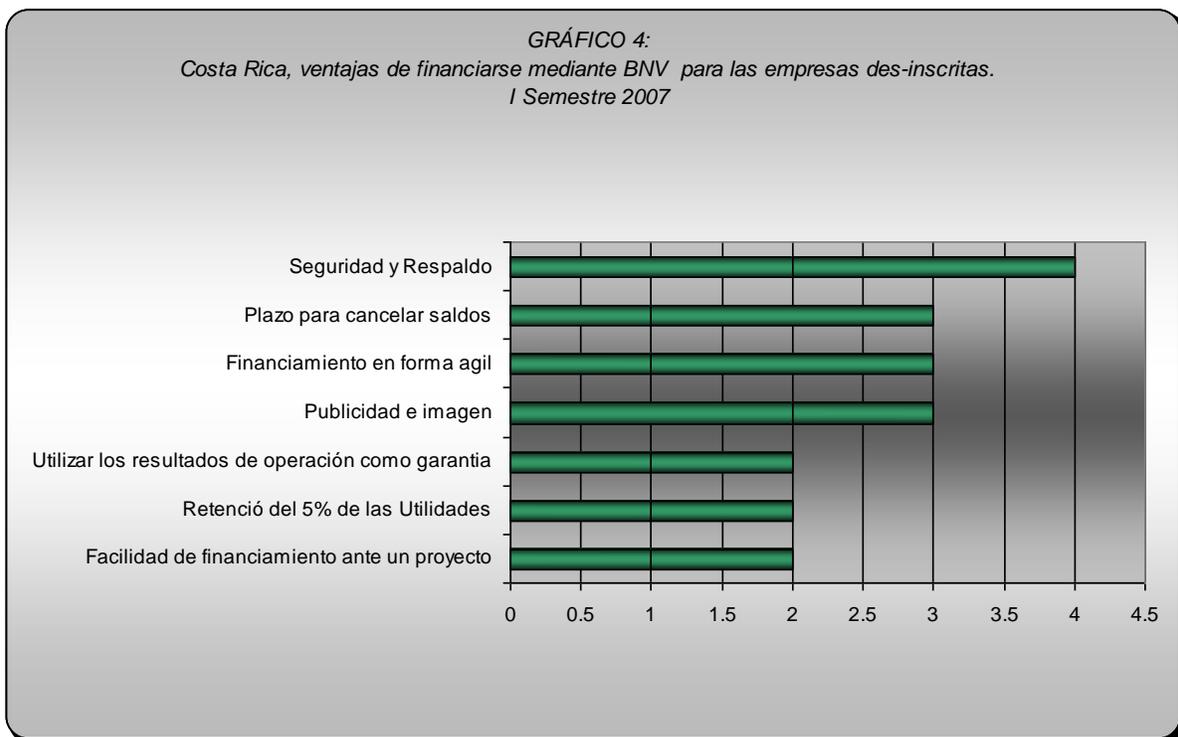
Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscristas de BNV

Pregunta # 4. (Apéndice #1)

La información recolectada por medio de esta pregunta, era de suma importancia para los objetivos de nuestra investigación, ya que se planteo exponer las desventajas y ventajas de participar en el proceso de emisión en la BNV, de acuerdo a la experiencia pasada.

El Gráfico 4, referente a las ventajas, arrojó como resultado las siguientes: **Seguridad y respaldo como la más mencionada, Plazo para cancelar saldo, Financiamiento en forma ágil y Publicidad e imagen para la empresa.**

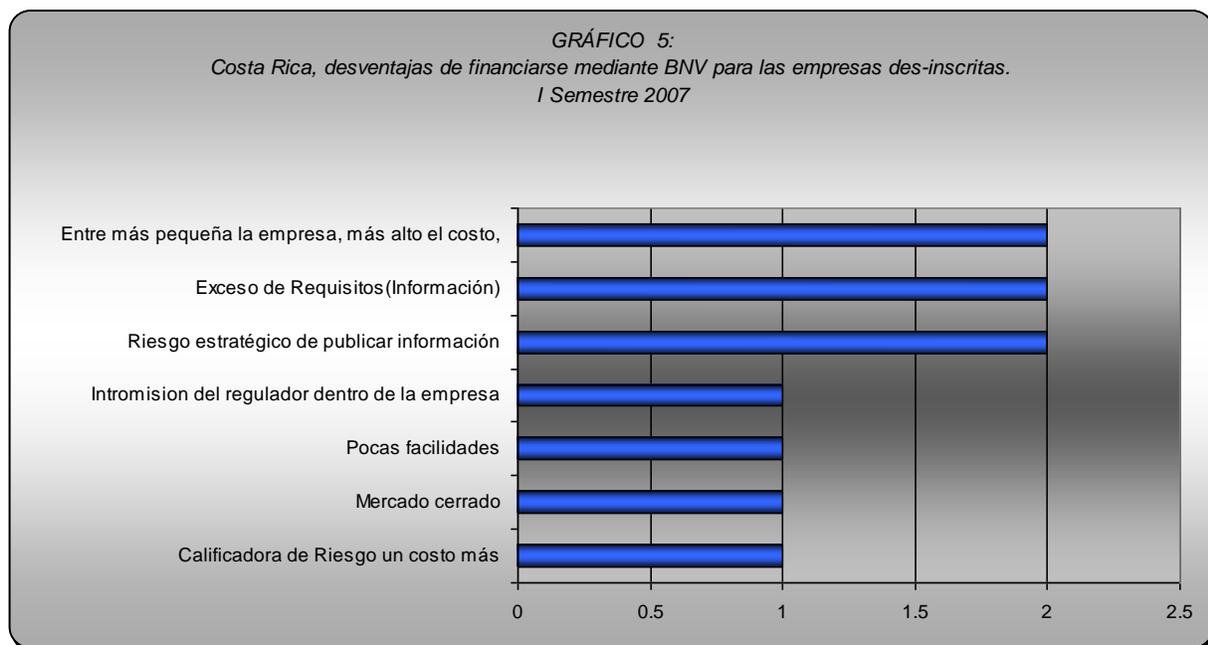
Grafico 4



Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV

Respecto a las desventajas el Grafico 5 presenta los resultados de la investigación de campo con los encargados de las empresas des-inscritas. Los inconveniente mencionados fueron: **Entre más pequeña la empresa más alto el costo, Exceso de Requisitos (Información), Riesgo estratégico de publicar información, Intrusión del regulador dentro de la empresa, Pocas facilidades, Mercado cerrado, Calificadora de Riesgo un costo más.**

Grafico 5

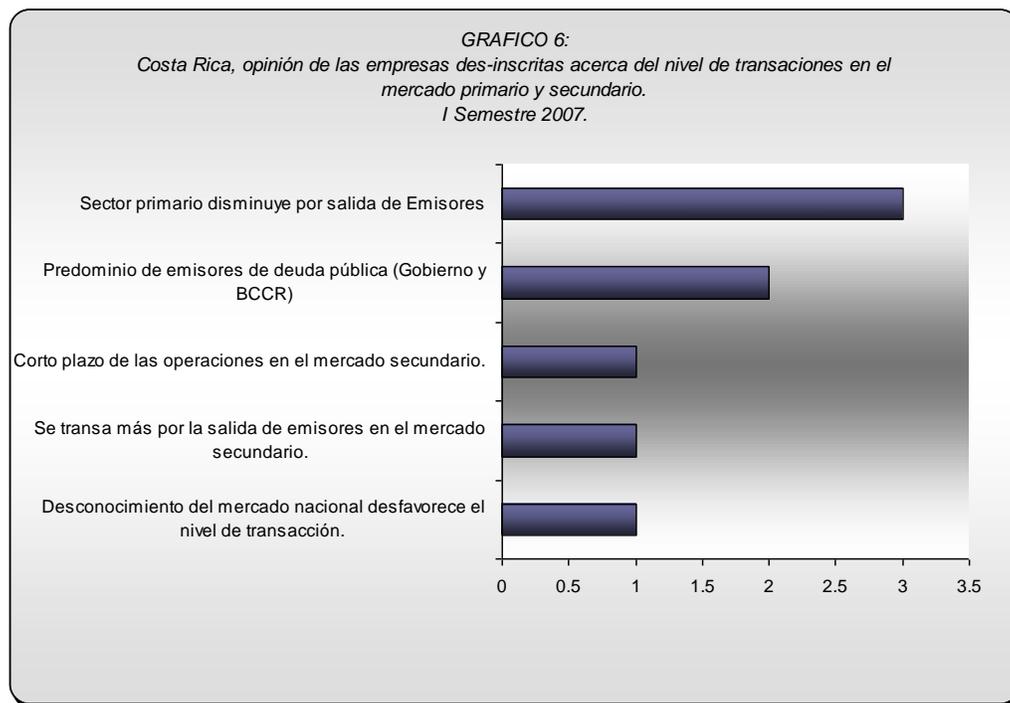


Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV.

Pregunta # 5. (Apéndice #1)

Lo respectivo a la opinión de los participantes en el proceso de emisión en cuanto al desarrollo del mercado en lo que se refiere al nivel de transacciones tanto a nivel primario como secundario en la Bolsa Nacional de Valores, fue lo desarrollado por medio de esta pregunta. El gráfico 6 hace referencia a las respuestas brindadas. La mayoría se dirigieron a que **el Sector primario disminuye por salida de Emisores, otra fue el Predominio de emisores de deuda pública (Gobierno y BCCR)**, las anteriores como las más importantes. Otras que se dieron a conocer fueron: Corto plazo de las operaciones en el mercado secundario, Se transa más por la salida de emisores en el mercado secundario y el Desconocimiento del mercado nacional desfavorece el nivel de transacción.

Gráfico 6

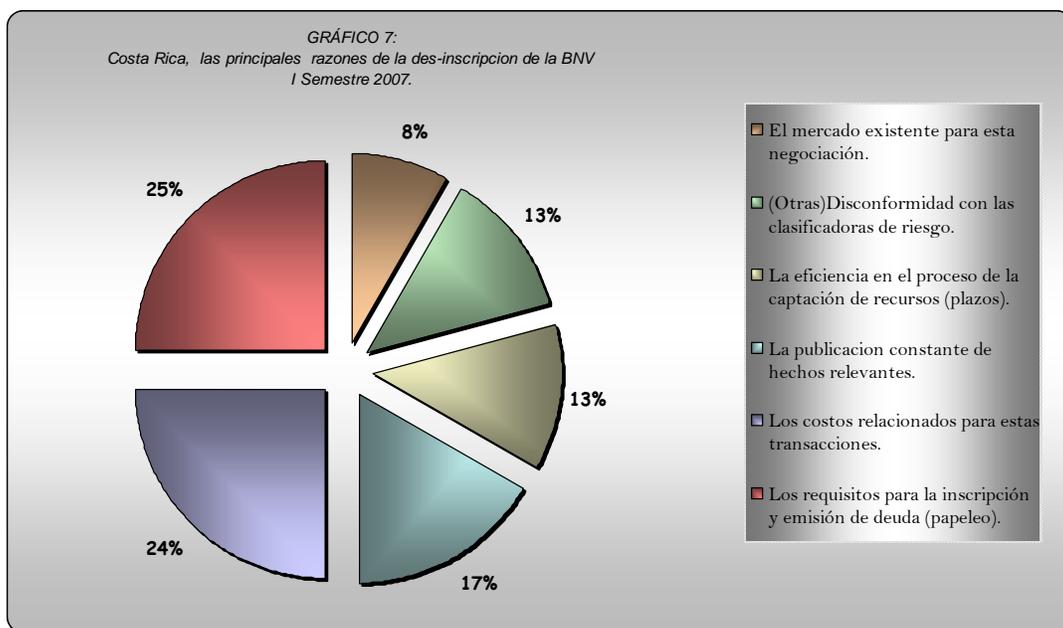


Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV

Pregunta # 6. (Apéndice #1)

Importante, para efectos de este documento, conocer las causas que han provocado la des-inscripción de algunas empresas de la Bolsa Nacional de Valores, debido a que representa uno de los objetivos principales en nuestros resultados. Por medio de esta pregunta se dio a conocer los motivos más fuertes que afectan a las empresas que deciden emitir deuda. En orden de importancia de mayor a menor, las causas mencionadas fueron: **Los requisitos para la inscripción y emisión de deuda (papeleo)**, **Los costos relacionados para estas transacciones**, **La publicación constante de hechos relevantes**, **La eficiencia en el proceso de la captación de recursos (plazos)**, **Disconformidad con las clasificadoras de riesgo** y **El mercado existente para esta negociación**. El grafico 7, presenta los porcentajes que representa cada una, de acuerdo a las respuestas de las empresas.

Grafico 7

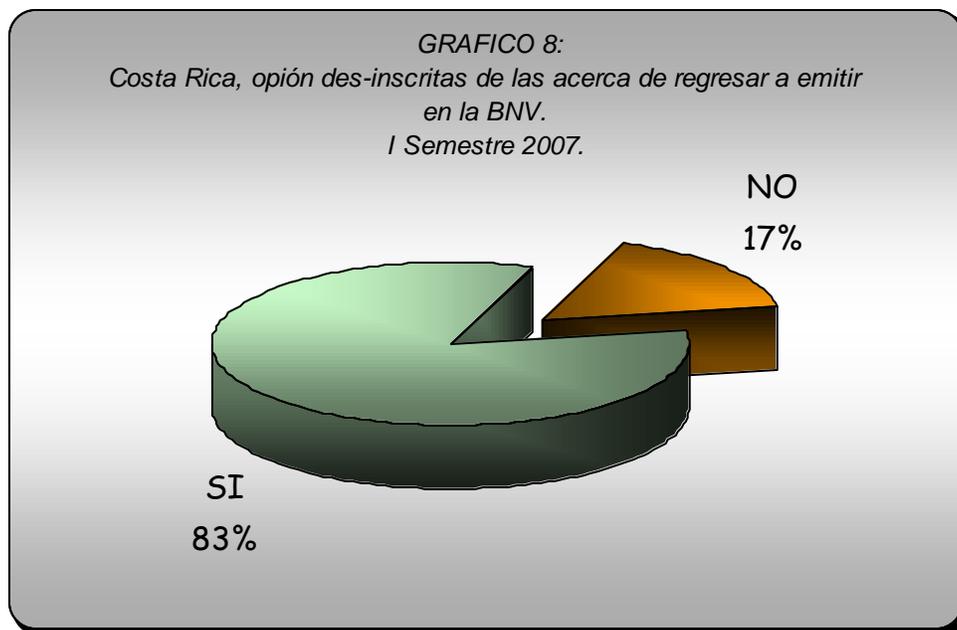


Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV

Pregunta # 7. (Apéndice #1)

La pregunta 7 consultaba a los entrevistados si estarían interesados a captar recursos mediante la emisión de deuda en la Bolsa Nacional de Valores. Como se evidencia en el grafico un **83% de las empresas encuestadas estarían interesadas en ingresar nuevamente en el proceso de emisión** mientras un **17% dicen no estar interesadas.**

Grafico 8

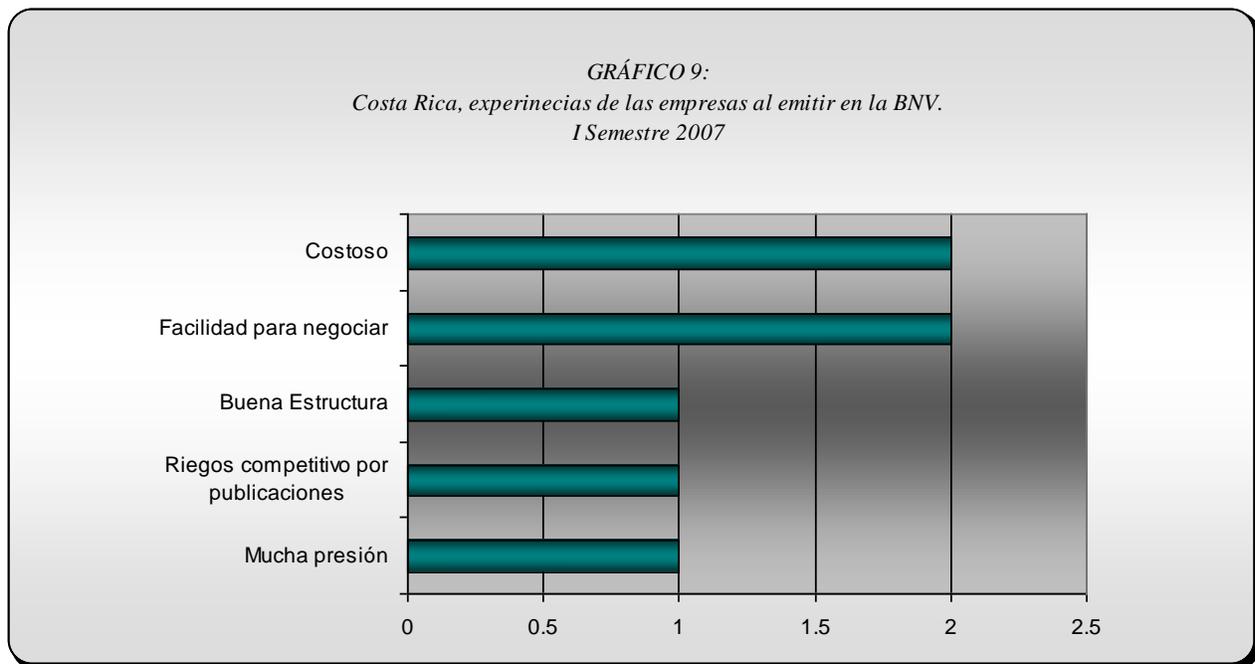


Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV

Pregunta # 8. (Apéndice #1)

Quando se consulto a las empresas sobre la experiencia empresarial luego de captar recursos en la Bolsa Nacional de Valores, algunas de las situaciones mencionadas fueron: **Costoso, Facilidad para negociar**, estas como las mas mencionadas. Luego comentaron sobre la **Buena Estructura, Los Riesgos competitivos por publicaciones y Muchas presión.**

Grafico 9



Fuente: Encuesta aplicada a empresas costarricenses des inscritas de BNV

Para complementar la información recolectada con la aplicación de las encuestas a las empresas des-inscritas de bolsa (según SUGEVAL, mayo 07), se entrevistó a profesionales, de los sectores del Sistema Bancario Nacional, La Súper-intendencia general de Valores y la Cámara de Emisores Costarricense de Títulos Valores(CECTV), con la finalidad de obtener distintos puntos de vista. De acuerdo a la información brindada, se resumieron las ventajas y desventajas del proceso de emisión de deuda. Se presentan los resultados en el cuadro # 6.

Cuadro 6
Costa Rica: Ventajas y Desventajas, según expertos de diferentes
sectores del país, del Sistema Bursátil.
I Semestre 2007

OPINION DE EXPERTOS DE DIFERENTES SECTORES DEL PAÍS, SOBRE EL SISTEMA BURSÁTIL Y EL SISTEMA BANCARIO		
	VENTAJAS	DESVENTAJAS
S B N	La rapidez con que accesan los recursos, porque una vez que se ha hecho el prospecto o se tiene la autorización de la sugeval, se obtiene ágilmente el financiamiento.	Costo fijo que se requiere para realizar una emisión, eleva el costo para emisiones pequeñas.
		Facilidad que ofrece el SBN.
	Establecer las condiciones en el crédito, ya que las empresas pueden definir aspectos como: el largo o corto plazo, el porcentaje y lo que paga como interés.	Las tasas activas bancarias son menores que la emisión aún cuando el plazo es mayor y las garantías son rigurosas.
		Los margen intermediación son más bajos.
S U G E V A L	Información pública accesible.	Costo.
		El objetivo del financiamiento: en el corto y el largo plazo. Si es de corto se puede hacer uso del mercado secundario y el Largo plazo en el mercado primario.
	Emisión es conocida por el mercado financiero, lo cual facilita la obtención de recursos.	Debido a la legislación actual el costo implica gran cantidad de recursos, para inscripción y el mantenimiento de la información.
		Al inscribirse se deben abrir los registros contables y financieros al público en general.
C A M A R A D E E M I S O R E S	Financiamiento de largo plazo.	Transacciones dominadas por emisión del sector público (Gobierno y Banco Central). 90% aproximadamente.
		Información poco difundida en el sector empresarial.
		Costo financiero.
	Emisión fija con condiciones acorde al mercado y a sus necesidades.	Complejidad del proceso para obtención de los recursos ante el sistema bancario.
	Imagen y el prestigio.	La percepción del largo plazo en las inversiones, de parte de los empresarios.
		El empresario debe someterse a una regulación.
	Tratamiento fiscal especial.	El empresario debe someterse a una calificación.
		El empresario debe enviar requisitos en forma periódica.
Estar en una vitrina que pueden aprovechar los competidores, si estos no están registrados.		
El tramite en Bolsa es ágil.	Mayor cantidad de Emisión por el tramite de emisión del sector publico.	
	Trámite engorroso en la SUGEVAL.	

Fuente: Encuesta aplicada a expertos de la SBN, SUGEVAL, y de la Cámara de Emisores.

De la información antes presentada se deriva que las razones fundamentales por las que las empresas deciden des inscribirse de la BNV son: la serie de requisitos y el papeleo que se requieren para emitir deuda, costos fijos asociados a la emisión de deuda, la necesidad de publicar información de la empresa, la disconformidad con las clasificadoras de riesgo, la eficiencia en el proceso de la captación de recursos (plazos) y el mercado existente para esta negociación sobre todo en lo referente a la estructura (mayor participación gubernamental).

5.2 OPCIONES DE FINANCIAMIENTO: CRÉDITO BANCARIO Y EMISIÓN DE DEUDA.

Como se indicó en capítulos anteriores, existen diversos productos financieros ofrecidos por tanto Sistema Financiero Bancario como por la Bolsa Nacional de Valores. De la misma manera se resaltó, que con el fin de lograr los objetivos plantados en esta investigación, solo se analizaran aquellas formas de financiamiento utilizadas con mayor frecuencia por el sector empresarial privado, relacionando aspectos propios de cada una de estas opciones, detallando sus ventajas y desventajas, para poder finalmente entender cuáles son la razones por las que los empresarios optan por una u otra opción financiera.

Como parte importante de este análisis y tratando de obtener una mejor y más clara perspectiva de las antes mencionadas opciones de financiamiento, resulta imprescindible estudiar ciertas particularidades del entorno financiero, aspectos económicos, análisis de los mercados financieros entre otros, con el fin de evitar una parcialización tendenciosa de aparentes ventajas o desventajas, resultado de un estudio limitado a la a valoración simplificada de los distintos métodos de financiamiento.

La presente sección se compone de 3 grandes partes, el primero relacionado con la estructura financiera costarricense, los mercados en los que están inmersas la negociación de opciones y aquellos elementos de importancia que afectan directamente las opciones que ofrecen el mercado financiero bursátil y bancario a las empresas del sector privado en busca de recursos frescos para su operación diaria y proyectos. En una segunda parte se analizaran los aspectos propiamente relacionados con las opciones de financiamiento así como requisitos,

procedimientos para formalización y costos financieros asociados. Por último retomaremos en forma resumida todos los aspectos analizados, con el fin de obtener un diagnóstico sintetizado del las opciones de financiamiento en estudio, pros y contras, para posteriormente determinar en el capítulo último, capítulo de resultados, cuales son las razones por la que las empresas del sector privado prefieren ciertos métodos de financiamiento y en ese tanto entender el porqué algunas de las grandes empresas del sector privado han decidido abandonar el mercado bursátil.

5.2.1 Estructura del mercado

En el marco general de títulos de deuda emitidos por instituciones públicas y privadas en Costa Rica, puede afirmarse que existen tres aspectos relevantes que caracterizan el sistema financiero costarricense y que tienen implicaciones relevantes en relación al objetivo de este informe y a las conclusiones que de él se derivan.

En primer lugar, en los mercados financieros costarricenses se observa una preponderancia casi absoluta de los instrumentos emitidos por las instituciones públicas. Así, la deuda pública supera el 90% del volumen total de instrumentos emitidos y el 80% de las transacciones diarias del mercado de deuda de la Bolsa Nacional de Valores (cuadro 1). Este fenómeno es el causado por diferentes aspectos, primero por la ausencia de alternativas de inversión en títulos emitidos por el sector privado, segundo la escasa liquidez y competencia del mercado, que por lo general ha dado lugar a emisiones públicas con rendimientos superiores a los ofrecidos por el sector privado en sus captaciones, tercero por la escasa estandarización de los valores negociados en el mercado de valores costarricense. La poca estandarización dificulta la determinación del valor de mercado de los títulos que requieren ser negociados en mercado secundario, con lo que se imposibilita la construcción de una curva de rendimientos completa, representativa y comparativa, que faculte a los participantes a tomar mejores decisiones. De igual forma, la falta de estandarización dificulta la negociación de valores en mercado secundario, incrementa los costos de administración de las emisiones y las primas de liquidez que deben pagar los emisores.

En segundo lugar, existe lo que conocemos como la intermediación bancaria. El banco es o debe ser rigurosamente vigilado por un ente regulador del Estado, que vela por la protección de los inversionistas. Esta protección se debe a que los inversionistas depositan en el banco toda su confianza, al delegar la toma de decisiones en el uso del dinero que allí invierten. Un inversionista en un banco no conoce a las personas o empresas que este financia, los términos y condiciones de esos financiamientos, la salud financiera de los que al final serán los responsables de que él pueda recuperar su dinero, el nivel de cumplimiento de las obligaciones o de la gestión de recuperación de los créditos morosos que tenga el banco. El ente regulador cumple entonces como el gran garante ante los depositantes en bancos, de que la gestión de estos está enmarcada en normas y procedimientos que buscan minimizar el riesgo de no pago. Dentro de estas normas se incluyen, por ejemplo, el cumplimiento de niveles mínimos de reservas, según el estado de morosidad en que se encuentre la cartera de préstamos; y exigencias de suficiencia patrimonial por parte de los inversionistas del banco, que sirven como soporte financiero adicional a las inversiones de los depositantes en el banco.

Hay que aclarar que el ente regulador no garantiza el pago, sino que vigila constantemente y actúa para evitar una catástrofe financiera en forma puntual, en un banco, aunque a veces no la pueda evitar.

En el caso de una inversión en bolsa, el inversionista si cuenta con el soporte de un ente regulador, llamada Superintendencia de Valores, pero que cumple con otro propósito. En Bolsa el inversionista es quien asume en forma directa el riesgo de no pago de cada inversión que hace, siendo el papel del regulador, velar de que el inversionistas cuente con toda la información

relevante de las empresas y sus emisiones, en forma oportuna y veraz, para que la toma de una decisión de compra o venta se pueda realizar en forma ágil y adecuadamente razonada.

En la Bolsa cada inversión es única, ya que cada empresa que busca financiamiento es distinta en todos sus aspectos operacionales y financieros. También son únicas en sus condiciones, ya que cada inversión se presenta de una forma que mejor se adecúa a las necesidades y posibilidades de financiamiento de las empresas. Así tenemos que el plazo, tasa, moneda, periodicidad del pago de los intereses, garantías y demás condiciones, serán también distintas. Esta condición, que le es propia a la Bolsa, resulta en una vasta cantidad y calidad de inversiones, que conforman en una bolsa de país con cierto desarrollo financiero, todo un universo heterogéneo de posibilidades.

El costo para el inversionista se trata entonces de asumir una responsabilidad en la obtención, procesamiento y análisis de vasta información; de montar y ejecutar una estrategia de inversión basada en la diversificación, con la intención de no “poner todos los huevos en una sola canasta”; y de administrarla en forma dinámica para salvaguardar su patrimonio y a la vez hacerlo crecer. Como se puede notar todo esto implica una gran inversión en lo que a costo financiero, tiempo y recursos varios por parte del inversionista, lo que muy frecuentemente provoca en él una deserción de este tipo de método de financiamiento, y una migración cada vez mayor hacia el sector bancario, reduciendo esto obviamente la cantidad de recursos disponibles en el mercado bursátil.

Con excepción de los inversionistas institucionales, como las fundaciones o fondos de pensión, que por la magnitud de los recursos que manejan pueden plenamente justificar una organización profesional propia para el manejo de sus inversiones, el inversionista individual en Bolsa se ha asociado generalmente a personas de mucho dinero, que tienen asesores que les dan un servicio personalizado, por supuesto a un costo que no puede pagar un pequeño ahorrante.

El tercer y muy importante aspecto a estudiar sobre la estructura de mercado financiero costarricense corresponde al gran problema que viene arrastrando el mercado financiero en general: es el cortoplacismo (como se puede ver en el cuadro estadístico 1, descargado de la pagina web de la Bolsa Nacional de Valores <http://www.bolsacr.com> al 24 de abril del 2007, del total de títulos de deuda que se negocian en el mercado, más del 50% se concentra en títulos con plazos inferiores a los 90 días y casi el 80% en plazos inferiores a 360 días), sistema bajo el cual la mayor parte de los tenedores mantienen sus valores hasta vencimiento. Actualmente y aunque se ha tratado de agilizar el mercado bursátil, la mayor parte de las escasas operaciones de mercado secundario son recompras. El gran peso de las inversiones en instrumentos de corto plazo, generalmente a menos de 360 días, no tiene necesariamente que ver con las expectativas de los inversionistas sobre el comportamiento de las principales variables económicas (tasa de interés, tipo de cambio, inflación), sino con la ausencia de un mercado secundario suficientemente líquido que les permita a los inversionistas deshacer sus posiciones en el momento requerido. Debido a lo anterior, la liquidez en el mercado se concentra en instrumentos de corto plazo, a pesar de que gran parte de las inversiones son permanentemente renovadas.

A pesar que se han hecho varios intentos por modificar la estructura financiera costarricense, sobre el corto-placismo y la concentración del mercado de valores costarricense en el mercado de deuda pública, donde tanto Gobierno como banco Central son referentes en todo nivel, provoca en los emisores una necesidad poco alentadora a emitir mayoritariamente valores el corto plazo para poder tener acceso al grueso de los recursos de los inversionistas.

Otro elemento, más de tipo coyuntural que estructural, pero que sin duda cabe analizar, es el fenómeno coyuntural de las fusiones y adquisiciones bancarias. La llegada de “megabancos” a nuestro país se inicia en el 2005, cuando en mayo de ese año, grupo BAC Credomatic comunicó su alianza con una subsidiaria de GE Consumer Finance, subsidiaria a su vez de GE Capital. A través de esta alianza, GE Capital adquirió el 49,99% del capital de una holding de BAC International Bank. Por su parte, Banco Interfin fue comprado por Scotiabank a inicios del año; luego, grupo Banistmo (dueño de Banex) fue adquirido por HSBC y en diciembre Citigroup anunció que compraba Banco Uno y el Grupo Cuscatlán. Estas fusiones, son sinónimo de aumento en los activos y en ese tanto en un exceso de liquidez bancaria, que a final de cuentas resulta en condiciones crediticias muy favorables para la colocación de dichos excesos. Siendo este el escenario financiero actual, es incuestionable el porqué las opciones de financiamiento ofrecidas por la banca privada cada vez están mejor posicionadas en el sector empresarial, en detrimento de las opciones de financiamiento bursátiles.

Lo anterior deja de manifiesto muchas de las debilidades que presenta este mercado de títulos de deuda, que bien puede ser uno de los más desordenados y menos estandarizados. Si bien es cierto que el mercado de valores, ha sido un medio de financiación muy importante, lleva

dentro de su organización ciertos gérmenes que pueden causar su destrucción si no se corrigen a tiempo, haciendo peligrar lo que hasta la fecha, con gran costo, se ha edificado."

Cuadro 7
Costa Rica: Mercado Secundario
I Semestre 2007

MERCADO SECUNDARIO, Deuda

Datos Colonizados (millones de colones)

24/04/2007		
Moneda de liquidación	Volumen Transado	Porcentaje
COLONES	7.234,80	71,81 %
DOLARES	2.840,48	28,19 %

Por Plazos		
Días al Vencimiento	Volumen Transado	Porcentaje
0 A 30 DÍAS	1.523,25	15,12 %
31 A 90 DÍAS	367,36	3,65 %
91 A 180 DÍAS	3.851,33	38,23 %
181 A 360 DÍAS	1.640,18	16,28 %
1 A 3 AÑOS	783,91	7,78 %
MAS DE 3 AÑOS	1.909,25	18,95 %

Por Sector		
Sector del Emisor	Volumen Transado	Porcentaje
SECTOR PUBLICO	8.095,97	80,35 %
SECTOR PRIVADO	1.979,31	19,65 %

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

Habiendo analizado aspectos estructurales y económicos del mercado financiero costarricense procederemos a estudiar la brecha existente en el escenario de lo que es un sistema bancario ante un sistema bursátil.

Como se ha ido haciendo mención a lo largo de esta investigación, nuestro país cuenta con múltiples opciones de financiamiento para las empresas, y estas se encuentran dentro de dos grandes grupos, la Banca y la Bolsa de Valores. Cada uno de estos tiene sus particularidades que le dan ventajas y desventajas el uno del otro.

Es necesario tomar en cuenta que los mercados crecen rápidamente y necesitan innovación constante, para sobrevivir a la competencia a la que se enfrenta. El mercado de divisas no es una excepción a esto. La Banca en Costa Rica ha sabido manejar estos factores implementando servicios que se sobrepongan a los demás, como técnicas de mercadeo y otras que le ayuden a enfrentar los problemas a los que se expone.

Con el fin de analizar profundamente esta situación, se evaluará el procedimiento seguido por ambas partes.

5.2.2 Solicitud de financiamiento: bancario y bursátil.

5.1.2.2 Trámites bancarios

La historia de la banca en Costa Rica inicia a mediados del siglo XIX, entre 1847 y 1849, que bajo la administración del Dr. José María Castro Madriz, se realizaron los primeros esfuerzos para la creación de un banco. En 1851 el Dr. Castro Madriz, presentó al Poder Legislativo una proposición para fundar un banco, cuyo nombre sería Banco Nacional de Costa Rica.

Así tras múltiples esfuerzo y planteamiento de distintas propuestas el 2 de junio de 1857, bajo el gobierno de Juan Rafael Mora, se firma el contrato Medina-Escalante (entre el Sr. Crisanto Medina, argentino de nacimiento y empresario de múltiples negocios, y el Sr. Rafael G. Escalante, Ministro de Hacienda y Guerra). En este contrato se establecía la creación de un banco emisor exclusivo, con un capital de doscientos cincuenta mil colones (¢250,000), cuyo nombre sería Banco Nacional Costarricense.

La idea de un banco nació como apoyo a la clase hegemónica en aquel entonces, los cafetaleros, quienes habían logrado una gran expansión económica por medio del producto. Los precios de la tierra y mano de obra, y los costos de las técnicas para el cultivo fueron creciendo, lo que hizo necesario el financiamiento externo.

Entonces se puede evidenciar que a través de la historia en Costa Rica siempre ha existido la necesidad de financiamiento. Y es así como nacen las instituciones financieras, en busca de apoyar el incremento de la productividad en las actividades.

En el momento en que una empresa toma la decisión de buscar recursos para completar capital de trabajo, inicia el proceso de informarse sobre las mejores condiciones para el negocio que desea llevar a cabo. Como se ha mencionado a lo largo de esta investigación, actualmente son muchas las opciones de financiamiento que se ofrecen para la línea de un crédito corporativo. Lo que resulta en competencia del mercado financiero, entonces para sobrevivir en el ámbito el sector bancario deben buscar las herramientas que le permita distinguirse ante su competencia.

Los trámites para optar por una línea de financiamiento puede ser uno de los puntos más engorrosos para obtener las divisas solicitadas. Para el Banco serán necesarios para poder respaldarse, pero para la empresa será un atraso para implementar el uso de los recursos.

Cabe señalar que por cuestiones de servicio, y de acuerdo a la negociación que se lleve a cabo con la empresa muchas entidades financieras han optado por “personalizar” los tipos de financiamiento a las empresas, de manera que los trámites para la negociación sean rápidos y de satisfacción para el solicitante.

De acuerdo a la recopilación de la información de opciones de financiamiento del capítulo IV, de esta investigación, a continuación se presenta un cuadro resumen con algunos de los principales requisitos que deben de cumplir las empresas costarricenses para solicitar

recursos en los bancos. Con la finalidad de ver un análisis detallado de los trámites a cumplir para posteriormente hacer referencia a los trámites en el sector bursátil.

*Cuadro 8
Costa Rica: Requisitos para el trámite de financiamiento
en entidades bancarias
I semestre del 2007*

HIPOTECA	ARRENDAMIENTO O LEASING	CRÉDITO BANCARIO	CARTAS DE CRÉDITO	LÍNEA DE CRÉDITO	FACTOREO (FACTORAJE O FACTORING)
Solicitud de crédito donde se detalla el monto, plazo, plan de inversión y detalle de la garantía ofrecida.	Solicitud debidamente llena (Formulario de aplicación relativa a cada banco).	La finalidad del préstamo.	Solicitud Carta de Crédito debidamente llena (Formulario de aplicación relativa a cada banco)	Llenar y firmar formulario "Autorización para solicitar y entregar información crediticia SUGEF,	Solicitud de crédito.
Suministrar información general de la empresa.	Estados Financieros de los dos últimos períodos fiscales y un corte próximo a la fecha de la solicitud.	La cantidad que se requiere.	Formulario Información del Cliente, debidamente lleno y firmado (Formulario de aplicación relativa a cada banco).	Para cada desembolso el cliente deberá firmar un pagaré.	Copia de la Cédula Jurídica.
Llenar y firmar formulario "Autorización para solicitar y entregar información crediticia SUGEF.	Fotocopia de las últimas dos declaraciones de renta.	Un plan de pagos definido.	Copia del acta constitución de la sociedad.	El cliente deberá estar al día en los compromisos con el Banco, a fin de que la oficina de formalización proceda a la contabilización de los recursos.	Personería jurídica con no más de 15 días de emitida.
Llenar formulario "Declaración Jurada de Grupos de interés económico".	Fotocopia de la (s) cédula (s) de identidad del (los) representante (es) legal (es).	Pruebas de la solvencia de la empresa.	Copia de la cédula jurídica de la sociedad.		Copia por ambos lados de la Cédula de los apoderados generalísimos.
Se deberá suministrar copia certificada del plano catastrado y certificación de la propiedad y realizar el pago del avalúo.	Fotocopia de la cédula jurídica.	Un plan bien trazado de cómo espera la empresa desenvolverse en el futuro y lograr una situación que le permita pagar el préstamo.	Personería Jurídica reciente (no más de un 1 mes de emitida)	Adicionalmente, la línea de crédito se encuentra documentada en un contrato privado firmado por las partes al constituirla.	Estados Financieros de los dos últimos períodos fiscales, junto con un corte interno reciente.
	Personería Jurídica de la sociedad.		Fotocopia de la cédula de identidad del representante legal o apoderado generalísimo de la empresa.		
Copias de cédulas de los representantes legales y certificaciones de ingresos.	Factura pro forma del activo por arrendar.	Una lista con avales y garantías colaterales que la empresa está dispuesta a ofrecer, si las hay y son necesarias.	Lista de accionistas de la empresa, número de identificación y participación accionaria de cada uno.		Perfil de la Empresa
	Deposito de Garantía		Recibo de servicio público o privado		

Fuente: páginas de Internet consultadas.

De acuerdo a la información que se evidencia en el Cuadro # 08, los requisitos que deben de tener en cuenta las empresas para solicitar un financiamiento dentro de un Banco son muy comunes y similares entre sí. La mayoría de estos hacen referencia a datos generales de la empresa. Las particularidades que se pueden encontrar en cada uno serán por el uso futuro que se le dará a los recursos y por la línea de crédito para la que fue creado. Para comprender mejor la idea se analiza el caso de la opción de la segunda columna, “Leasing”, uno de los requisitos enumerados es *presentar la factura pro forma del activo por arrendar*. El leasing o arrendamiento es utilizado para las empresas que desean adquirir activos, por tanto el hecho de que se presente la factura pro forma dejará evidencia del artículo que se desea obtener.

Así sucede en otro casos como la “Hipoteca” en donde es requisito presentar la *copia certificada del plano catastrado y certificación de la propiedad y realizar el pago del avalúo*, o sino el caso del “Factoreo”, que requiere la *lista de los pagadores locales y regionales a descontar*.

Una vez que la empresa presenta los requisitos de acuerdo a la línea que mejor convenga para el financiamiento, el paso siguiente será la aprobación, para posteriormente entregar el dinero solicitado.

Es importante aclarar que el trámite será más sencillo si la empresa cuenta con un buen historial como cliente crediticio, en el sentido de que no acareé con problemas judiciales y mantenga todos sus compromisos bancarios o de cualquier otro tipo, al día.

Por tanto se evidencia que recurrir a un banco en condición de cliente corporativo no es difícil en el mercado costarricense, y apoyado por el auge de excesiva liquidez vivida actualmente, solicitar financiamiento es rápido y seguro, además que la competencia entre instituciones bancarias asegura un buen servicio.

5.1.2.2 Tramites bursátiles

Cuando una empresa toma la decisión de cotizar en bolsa toma el riesgo de una profunda transformación en la situación de la compañía. El mercado de valores le permitirá lograr una mayor reputación y expandir sus oportunidades de negocios. Así como este proceso trae grandes beneficios para la empresa se debe mencionar que el ingresar en bolsa traerá nuevas responsabilidades, que deberá atender con especial cuidado para que el proceso se lleve de la mejor manera.

Como una forma de financiamiento, la emisión de deuda en la Bolsa Nacional de Valores, comprende un trámite de inscripción necesario con requisitos que deben cumplir las compañías.

Por medio del siguiente cuadro se evalúa los trámites que deben realizar para participar en el proceso de emisión de deuda.

*Cuadro 9
Costa Rica: requisitos para el trámite de ingreso al
proceso de emisión de deuda
I Semestre del 2007*

EMISION DE DEUDA	
REQUISITOS	PROCEDIMIENTO
Recopilaciones de información:	Este paso se refiere al conocimiento propio de la entidad emisora.
Análisis Due Diligence:	Este paso es con el fin de identificar aspectos que puedan afirmar la recomendación final de emisión.
Determinación de la estructura:	Se definen la estructura accionaria idónea y las características generales de la emisión.
Determinación de rangos de precios:	Se determina un rango de precios referencial para la emisión de deuda.
Presentación de documentos para la inscripción: Se procede a la presentación de la solicitud formal de registro ante la Superintendencia.	Antecedentes generales, económicos y financieros. Prospecto y aviso de oferta pública. Documentación legal y de tipo administrativo de la empresa. Otros Antecedentes

Fuente: páginas de Internet consultadas

Como se puede evidenciar con la información anterior el proceso de integración a ser emisor de deuda se compone de trámites que aunque no numerosos, la actividad a realizar en cada uno de ellos, conlleva todo un trabajo y análisis. Incluso el hecho de aceptar las personas ajenas a la empresa, quienes investigarán la situación dentro de la misma, puede causar molestia para muchos.

En el cuadro # 9, los puntos del 1 al 4 son procesos de investigación en los que se recopilan datos y se analiza la situación de la compañía, se definen las características generales de la emisión y se emite un planteamiento sobre el rango de precios referencial para la emisión.

El punto cinco consta de diferentes aspectos a cubrir: antecedentes generales; los cuales deben cubrir lo referido a reseña histórica de la empresa, domicilio, fecha de cierre fiscal, nombre de firma de auditores externos, asesorías o consultorías, situación fiscal de la empresa, entre otros. Por otra parte los aspectos económicos y financieros se detallan en todo lo referido a estados financieros dictaminados por auditores externos, balance general, estado de resultados, estado de cambios en el patrimonio y demás. Para empresas de reciente constitución deberá cumplir con otros trámites. Las empresas deberán proveer información financiera específica sobre la operación.

Otro de los pasos es el prospecto y aviso de oferta pública, es un documento de consulta en donde cualquier inversionista podrá tener un claro panorama sobre el negocio, en cuanto al aviso de oferta pública deberá contener la información general de la empresas, y será

suministrada a la Comisión para que evalúen los términos en los que se les presentara los datos a las empresas.

Documentación legal y de tipo administrativo de la empresa: consta de todas las actas, certificaciones y constancias a elaborar para legalizar el proceso. Además de otros aspectos que se consideren importantes o de relevancia para incluirla como parte de la información.

Conjunto a todos estos requisitos y del largo proceso de inscripción, para la empresa, el ir a bolsa implica obligaciones de transparencia total, financiera y operacional, con lo cual queda expuesta en forma pública toda su gestión y desempeño.

Por ejemplo, en el caso de que la empresa tenga emisiones de deuda de largo plazo, lo usual es que esté obligada a una calificación de riesgo por parte de una entidad especializada en medir el riesgo de crédito, la cual le otorga en forma regular una calificación que tiene para todos el efectos el carácter de una nota, como la de un estudiante en una prueba. A mayor nota, hay más certeza sobre la capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones financieras; y a menor nota, pues mayor es el riesgo de recuperar lo invertido, junto con los intereses. Esta “nota” sirve como insumo muy importante en la fijación del costo financiero para la empresa, ya que a mejor “nota” menor tasa a pagar. En buena teoría, la mejor “nota” la tiene las inversiones en el Estado, ya que también en buena teoría no existe el riesgo de crédito. Así que normalmente las emisiones en bonos del Estado tienen la menor tasa de interés dentro de las emisiones de un mismo país.

Esta exposición a ser calificado y que la “nota” sea pública, no se da en el caso de un préstamo bancario, adonde los analistas de crédito hacen su tarea, que es de uso interno y exclusivo, y a la cual solo tiene acceso un grupo muy limitado de personas.

También está el costo de la transparencia financiera, que obliga la publicación trimestral de los estados financieros de la empresa y a reportar en todo momento cualquier evento interno o externo que pueda afectar una decisión de inversión en el mercado.

De acuerdo al análisis anterior se evidencia que el Sistema Bursátil en Costa Rica, presenta una debilidad en el proceso de ingreso de las compañías, debido a la cantidad de trámites y valoraciones por los que deben pasar antes de ser aceptados como emisores. La preparación de toda la documentación y el análisis previo que se debe emitir puede durar varios días sino hasta meses en ser completados. Además de esto existen otros factores que perjudican la Bolsa, entre ellos se pueden mencionar los costos de emisión, la presentación de hechos relevantes, la presión de la calificadora de riesgo que se encarga de emitir una nota que posteriormente será expuesta al público inversionista.

Claramente se evidencia que en Costa Rica la brecha existente entre el Sistema Bursátil y Bancario es muy grande, refiriéndonos al proceso de solicitud y a los tramites de ingreso.

Respecto a la parte bancaria, optar por un recurso de financiamiento es un trámite sencillo, ya que el proceso no es tan amplio, y la parte posterior a la negociación solo considera el pago del compromiso financiero para cancelar la deuda. Mientras tanto el sistema bursátil, presenta varios obstáculos para el ingreso: muchos documentos que completar, análisis de la

información confidencial de la empresa, y posteriormente continuará en un proceso de calificación y de presentación de hechos relevantes de la empresa cada cierto tiempo, mientras sea emisor. Esto acompañado al hecho de que si necesita los recursos de manera inmediata deberá buscar una opción distinta ya que el proceso de emisión es un poco más lento.

5.2.3 Costo financiero

En lo que a costos financieros respecta, tanto el proceso de emisión de deuda a través de la BNV como las opciones el proceso de emisión y colocación de deuda a través de la bolsa, representa una alternativa de financiamiento que involucra costos de diversa naturaleza, los cuales pueden variar significativamente dependiendo de la situación particular de cada empresa.

A sí mismo el Sistema Bancario Nacional presenta grandes variaciones entre los términos pactados por los diferentes sujetos de crédito y si bien es cierto existen variaciones de una forma de financiamiento a otra dentro del Sistema Bancario Nacional. En Costa Rica cuando se trata de banca corporativa se encuentra con un sistema bancario donde las opciones se encuentran inmersas dentro de una clasificación “Banca Corporativa” como lo menciona el señor Rigoberto Delgado de Servicios Financieros Corporativos del Banco Popular: *“Lo que utilizamos para la banca corporativa es el financiamiento directo”*.

Con el objetivo de visualizar las diferencias significativas en lo que al costo se refiere. Se comparan dos grupos fundamentales de opciones de financiamiento, como lo son: las opciones de financiamiento que se ubican dentro del SBN, y la emisión de deuda. Para el caso del SBN, se toma como referencia el crédito respaldado con hipoteca o cédulas hipotecarias, que por características propias de la hipoteca, es el más comparable a la emisión de deuda.

Considerando que el monto de la emisión de deuda es de mínimo de cien millones de colones o su equivalente en dólares al tipo de cambio de venta de referencia del Banco Central, y que la hipoteca es un tipo de financiamiento que por requerir una garantía real por lo general de

gran cuantía, resulta preciso hacer la comparación de costos financieros entre estas dos opciones, Es básicamente por esta razón y por la “similitud” entre el financiamiento hipotecario y la emisión de deuda que en esta parte del capítulo se hará un análisis comparativo únicamente entre dichas opciones.

En lo que respecta a los demás tipos de financiamiento ofrecidos por el SBN, se hará más un análisis de tipo cualitativo, por ello serán considerados para poner en evidencia las ventajas y desventajas de cada una de las opciones.

Por último, se analizará el efecto que tiene la tasa pasiva como sobre la emisión de bonos de deuda, siendo esta tasa, la referencia para la determinación del costo base de un bono de este tipo.

5.2.4 Financiamiento del Sistema Bancario Nacional

5.2.5.1 Financiamiento en colones (SBN)

Tomando en consideración como fecha de referencia el 24 de abril del 2007, donde se encuentran la siguiente situación. El financiamiento bancario en moneda nacional implicaba el pago de una tasa activa promedio cercana al 17.50%, más comisiones bancarias de aproximadamente un 3% (pagadera por una sola vez y por adelantado) y los costos de formalización que se ubican en un nivel cercano al 1.93% básico para el caso *de un crédito respaldado con hipoteca o cédulas hipotecarias*.

Con estos parámetros, el costo de financiamiento para el inversionista, suponiendo un horizonte de cinco años, podría resumirse de la siguiente forma:

*Cuadro 10
Costa Rica: Componentes del costo,
Sistema Bancario Nacional/ colones
I Semestre del 2007*

Componentes del Costo del SBN	Porcentaje
Tasa activa Promedio	17.5%
Comisiones	0.60%
Costos de Formalización	0.39%
Total colones	18.49%

Fuente: información consultada.

5.2.5.2 Financiamiento en dólares (SBN)

Para el caso del financiamiento bancario en moneda extranjera, la tasa activa promedio se ubica en un nivel del 10.31%, a lo cual se suma una comisión del 2% pagadera por una sola vez y por adelantado y costos de formalización del 1.93% básico (crédito respaldado con hipoteca o cédulas hipotecarias)

Partiendo de la información anterior, el costo de financiamiento para el cliente suponiendo un horizonte de cinco años, podría resumirse de la siguiente forma:

*Cuadro 11
Costa Rica: Componentes del costo,
Sistema Bancario Nacional/ dolares
I Semestre del 2007*

Componentes del Costo del SBN	Porcentaje
Tasa activa Promedio	10.31%
Comisiones	0.40%
Costos de Formalización	0.39%
Total dólares	11,1%

Fuente: información consultada.

Recordemos que estos costos de financiamiento podrían variar sustancialmente de un sujeto de crédito a otro, así como también podrían modificarse los costos de formalización dependiendo del tipo de garantía que se solicite para respaldar el crédito.

A pesar de lo anterior, es razonable esperar que al tratarse de créditos por montos importantes y a plazos relativamente amplios la mayoría de los intermediarios financieros traten de obtener alguna garantía hipotecaria para respaldar dichas operaciones.

5.2.5 Financiamiento del Sistema Bursátil

Como se detalla en la reforma a la "Ley Reguladora del Mercado de Valores Costarricense" (Ley No.7732 del 27 de enero de 1998) se introducen una serie de modificaciones en el mercado bursátil. En esta se incorporan una serie de reformas para eliminar los gastos excesivos de inscripción de aumentos de capital, dejar en cifras razonables los gastos legales ya que serán libremente negociables entre las partes. Cabe indicar que aun si se ha hecho un esfuerzo para reducir costos en aras de buscar la eficiencia bursátil, como se revelará a continuación el costo asociado a la emisión de títulos de deuda sigue siendo muy elevado.

5.2.5.1 Emisión de Bonos

Captación en colones: Se toman datos publicados en la WEB de la SUGEVAL, en la misma fecha 24 de abril del 2007 de las emisiones en colones. Aquí, se encuentre que la tasa de interés para certificados de inversión a 5 años plazo se ubican aproximadamente a un nivel cercano al 9,86% (tasa básica pasiva del BCCR + 2%). Sin embargo a este costo se le debe adicionar: el costo las comisiones de colocación, proceso de clasificación, elaboración del prospecto, formularios, contribución al presupuesto de SUGEVAL, pago de derechos a la Bolsa, etc.

De lo anterior se desprende, que el costo total asociado con este tipo de financiamiento para diferentes montos de emisión, podría resumirse de la siguiente forma:

Cuadro 12
Costa Rica: Costo Financiero de
Emitir Deuda (Bonos/ colones)
I Semestre del 2007

Costo Financiero de Emitir Deuda (Bonos)						
EMISION EN COLONES			50.000.000	100.000.000	500.000.000	1.000.000.000
Tasa bruta de interés promedio 5 años			9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Gastos legales	75.000	1/5	0,03%	0,02%	0,00%	0,00%
Aviso de oferta pública	705.000	1/5	0,28%	0,14%	0,03%	0,01%
Papelería	100.000	1/5	0,04%	0,02%	0,00%	0,00%
Formulario de cheques	80.000	1/5	0,03%	0,02%	0,00%	0,00%
Prospecto	2.700.000	1/1	5,40%	2,70%	0,54%	0,27%
Gastos administrativos	2.500.000	1/1	5,00%	2,50%	0,50%	0,25%
Sistema cómputo	1.500.000,00	1/5	0,60%	0,30%	0,06%	0,03%
Clasificación		1/1	1,32%	1,32%	0,17%	0,12%
Comisiones bursátiles	1,00%	1/5	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%

Publicación Estados Finanan	75.000	1/1	0,15%	0,08%	0,02%	0,01%
Ceval	300.000	1/1	0,60%	0,30%	0,06%	0,03%
Tarifa BNV	224.077	1/1	0,45%	0,22%	0,04%	0,02%
Financiamiento SUGEVAL	0,10%	1/1	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Subtotal			14,20%	7,91%	1,73%	1,05%
Total Costo Financiamiento			23.06%	17.78%	11.58%	10.9%

Fuente: información consultada.

5.2.5.2 Captación en dólares

En lo referente a la captación en dólares tenemos el siguiente cuadro comparativo, partiendo de una tasa de interés del 9,43% (Tasa Libor al 27 de abril + 4%) neta para una colocación a 5 años plazo.

*Cuadro 13
Costa Rica: Costo Financiero de
Emitir Deuda (Bonos/ dólares)
I Semestre del 2007*

Costo Financiero de Emitir Deuda (Bonos)				
EMISIÓN EN DOLARES		1.000.000	2.000.000	5.000.000
Tasa bruta de interés promedio 5 años		9,43%	9,43%	9,43%
Gastos legales	¢75.000	0,0047%	0,0023%	0,0009%
Aviso de oferta pública	705.000	0,0440%	0,0220%	0,0088%
Papelería	100.000	0,0062%	0,0031%	0,0012%
Formulario de cheques	80.000	0,0050%	0,0025%	0,0010%
Prospecto	2.700.000	0,8435%	0,4217%	0,1687%
Gastos administrativos	2.500.000	0,7810%	0,3905%	0,1562%
Sistema cómputo	1.500.000	0,0937%	0,0469%	0,0187%

Clasificación	-	0,2062%	0,1546%	0,1025%
Comisiones bursátiles	1,00%	0,2000%	0,2000%	0,2000%
Publicación Estados Finan	75.000	0,0234%	0,0117%	0,0047%
CEVAL	300.000	0,0937%	0,0469%	0,0187%
Tarifa BNV	224.077	0,0700%	0,0350%	0,0140%
Financiamiento SUGEVAL	0,10%	0,1000%	0,1000%	0,1000%
Subtotal		2,47%	1,44%	0,80%
Total Costo Financiamiento		11.90%	10.87%	10.23%

Fuente: información consultada

Finalmente, con la información presentada anteriormente, se observa que medida que aumenta la inversión el emisor se acerca más a los costos financieros mediante el SBN. Es decir, que para el caso de emisiones muy pequeñas (menores de 100 millones de colones o US\$1 MM), el costo de financiarse por bolsa se distancia más al del financiamiento bancario. En este sentido, podríamos decir que para que una compañía obtenga un beneficio al acudir a la bolsa como alternativa de financiamiento, el monto a colocar deberá ser lo suficientemente grande como para absorber los costos fijos que implican los trámites de inscripción.

5.2.6 Efecto de la tasa pasiva

Como se pudo observar en el estudio de costos, la tasa pasiva se utiliza como tasa de referencia para calcular el costo básico de la emisión de deuda (costo por intereses). Por lo tanto resulta de suma importancia analizar cuál es el efecto que tiene la dicha tasa pasiva sobre las decisiones que toman las empresas en función del tipo de financiamiento.

El siguiente análisis, se fundamenta en la relación que existe entre la tasa pasiva, la cantidad de empresas que se han des inscrito como emisoras de bonos de deuda, todo esto para el periodo 2001- 2007.

Como hemos venido comentando la tasa pasiva es la tasa utilizada a nivel nacional para referenciar el costo de emisión de deuda, en ese tanto podemos decir que existe una relación directa y que los cambios en la tasa pasiva que dicta el BCCR podrían afectar las decisiones que toman las empresas emisoras a la hora de emitir u optar por otro método de financiamiento. Sin embargo como se evidencia en el siguiente gráfico los cambios en la tasa pasiva en los últimos años y hasta la fecha no han determinado la des inscripción de las empresas emisoras.

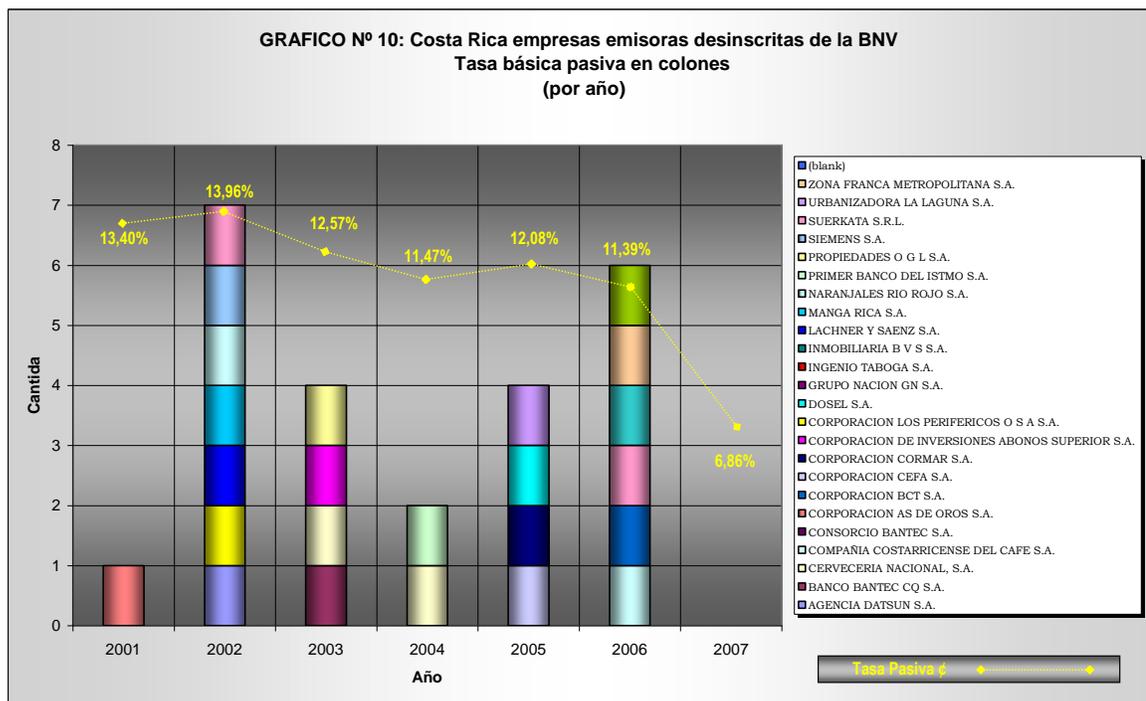
Como se observa la tasa pasiva ha tenido un comportamiento más o menos estable, con cambios de aproximadamente 1 punto entre casa año, sin embargo vemos que la cantidad de empresas que optaron por salirse de la BNV como emisores, ha sido muy distinto e irregular de un año a otro.

En buena teoría si la tasa pasiva tiende a la baja, el costo de emitir en bolsa se reduce y por lo tanto emitir deuda podría resultar más atractivo para las empresas en busca de recursos.

Pero también hay que tomar en cuenta la otra cara de la moneda, el inversionista. El inversionista va querer colocar su excedente en aquella opción que le genere mayor réditos no es aquel instrumento que ofrezca un interés bajo. Para compensar esto, normalmente se pagan premios que a fin de cuentas representan un costo adicional para el emisor. Además hay que tener en cuenta que la tasa de un bono de deuda es fija, por lo que la empresa no va recibir más dinero ni estar expuesta a pagos adicionales de dinero por concepto de intereses, así que los empresarios no pueden usar las tasas para especular con sus emisiones.

Por lo tanto, queda demostrado que aunque la tasa es importante para la determinación de costos de emisión, no es una razón que argumente la deserción de las empresas del mercado bursátil costarricense.

Grafico 10



Fuente: www.bccr.fi.cr y www.sugeval.fi.cr

A manera de resumen, podemos decir que existen elementos una serie de elementos de naturaleza estructural y coyuntural que afectan directa o indirectamente el desempeño de la Bolsa Nacional de Valores, particularmente en lo que a emisión de títulos de deuda se refiere. Cada vez más, la obtención de recursos frescos por parte de las empresas del sector empresarial privado a través de emisiones de bonos de deuda en la Bolsa Nacional de Valores (BNV) es una opción que pierde su atractivo, favoreciendo por otro lado al sector bancario nacional, que a su vez parece tener un futuro financiero muy alentador.

Estos elementos a su vez no solo son una razón evidente para empresarios del sector privado para desertar del sistema de captación en bolsa, sino que son argumentos suficientemente validos para que nuevas empresas, o nuevos proyectos busquen financiamiento en otras instituciones. Esto a su vez podría verse como el inicio de un circulo vicioso donde el inversionista en busca de colocación de excedentes también se ve afectado, encontrándose en un mercado con opciones muy limitada, lo que a su vez provoca una muy limitada liquidez a nivel bursátil, que finalmente afecta a las empresas emisoras inscritas.

5.2.7 Sumario

Retomando, dentro de los aspectos de mayor importancia encontramos:

1. Estructura financiera dominada y liderada por el Gobierno y el Banco Central, donde tanto bancos como bolsa de valores se convierte en simples seguidores, siempre es posición desventajosa.
2. Mercado cortoplacista. Este fenómeno, se explica mas por razones culturales que por elementos coyunturales. El costarricense por incertidumbre y aversión al riesgo prefiere tener su dinero a la vista, generando esto mucha presión para empresas en busca de recursos frescos.
3. Costo de información pública: La obligada publicación de información de las empresas emisoras representa tanto un costo para la empresa emisora, quien tiene que dedicara tiempo y recursos varios a la creación y manutención de la misma, y para el inversionista implica un costo más que todo en tiempo para conocer el mercado, saber que está sucediendo y poder en ese sentido salvaguardar sus activos, lo que por lo general provoca una preferencia por opciones de ahorro bancario.
4. Proceso y requisitos de las diferentes opciones. Como se evidencio en este capítulo, la emisión de deuda conlleva un trámite mucho más engorroso, muchas veces solo admisible para financiamientos a largo plazo, donde como ya vimos los recursos son más limitados.
5. Costo financiero. Esta sin duda es uno de los factores más importantes. Para que emitir en bolsa sea financieramente viable, las emisiones tiene que ser sumamente elevadas, y por

lo general en el corto o mediano plazo. Además que los procesos de emisión son procesos estudiados y calificados según su riesgo, aspecto que puede afectar algunos emisores frente a otros.

Por su parte, el aspecto coyuntural de mayor trascendencia es el muy reciente fenómeno de las fusiones y adquisiciones bancarias por parte de los “mega bancos”. Dichas fusiones básicamente resultan en activos nuevos, capital nuevo, y en ese tanto exceso de liquidez. Si bien este fenómeno no afecta directamente el sistema de emisión de deuda, pone a los bancos en una posición ventajosa frente al resto de opciones de financiamiento que ofrece la BNV. Es fundamentalmente por el exceso de liquidez que manejan estas “cadenas” de bancos, que estas entidades se pueden dar el lujo de ofrecer mejores condiciones crediticias pero sobre todo mucha flexibilidad a la hora de la negociación de cualquier producto financiero, cosa que la BNV no puede hacer y está lejos de lograr.

Conclusiones.

A partir del análisis de las opciones de financiamiento que ofrece el sector bancario nacional y el estudio de la opción emisión de bonos de deuda en Costa Rica en conjunto con la opinión de empresarios que han optado por migrar de emisión de deuda hacia otros métodos de financiamiento, nos proponemos describir los razones por las cuales las empresas del sector privado han optado por la des inscripción como empresas emisoras de bonos de deuda.

En el presente capítulo se detallaran las ventajas y desventajas de las opciones de financiamiento bancario mayormente utilizadas por el sector empresarial así como la emisión de deuda privada con el fin de formar al lector sobre las particularidades de mencionadas opciones. Posteriormente se detallaran las razones que han llevado a las empresas a buscar financiamiento fuera de la bolsa, particularmente a través del SBN.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS OPCIONES DE FINANCIAMIENTO

HIPOTECA

Ventajas:

- ✓ Para el prestatario le es rentable debido a la posibilidad de obtener ganancia por medio de los intereses generados de dicha operación.
- ✓ Da seguridad al prestatario de no obtener pérdida al otorgar el préstamo.
- ✓ El prestamista tiene la posibilidad de adquirir un bien
- ✓ Es un contrato nominado, ya que se encuentra reglamentado en la ley.
- ✓ Es un contrato unilateral, debido a que sólo se obliga el deudor hipotecario a transferir al acreedor hipotecario el derecho real de hipoteca. El acreedor no contrae obligación alguna.
- ✓ Es un contrato accesorio, porque supone la existencia de una obligación principal cuyo cumplimiento asegura.
- ✓ Es un contrato oneroso, por regla general.

Desventajas:

- ✓ Al prestamista le genera una obligación ante terceros.
- ✓ Existe riesgo de surgir cierta intervención legal debido a falta de pago.

ARRENDAMIENTO O LEASING

La importancia del arrendamiento es la flexibilidad que presta para la empresa ya que no se limitan sus posibilidades de adoptar un cambio de planes inmediato o de emprender una acción no prevista con el fin de aprovechar una buena oportunidad o de ajustarse a los cambios que ocurran en medio de la operación. El arrendamiento se presta al financiamiento por partes, lo que permite a la empresa recurrir a este medio para adquirir pequeños activos. Por otra parte, los pagos de arrendamiento son deducibles del impuesto como gasto de operación, por lo tanto la empresa tiene mayor deducción fiscal cuando toma el arrendamiento. Para la empresa marginal el arrendamiento es la única forma de financiar la adquisición de activo. El riesgo se reduce porque la propiedad queda con el arrendado, y éste puede estar dispuesto a operar cuando otros acreedores rehúsan a financiar la empresa. Esto facilita considerablemente la reorganización de la empresa.

Beneficios del Leasing Financiero

- ✓ Respuesta a su solicitud debidamente presentada en 48 horas.
- ✓ Procedimiento de aprobación más rápido y sencillo que un crédito tradicional.
- ✓ Beneficio fiscal en costo financiero y depreciación.
- ✓ Inclusión del seguro dentro de la cuota.
- ✓ No existen gastos de formalización.
- ✓ Descuento y bonificación en los seguros.

Beneficios del Leasing Operativo

✓ Reportes Financieros

- Mejora razones financieras (ROA, Razón Corriente, Apalancamiento).
- Posible mejora de ganancias evitando las pérdidas en libros.
- Evita convenios restrictivos.

✓ Estrategia Financiera

- Tasa fija-financiamiento de mediano plazo
- Cobertura contra la inflación en dólares / internacional.
- Diversificación de fuentes de financiamiento
 - Evita la dilución del capital de los accionistas
- Mantenimiento de líneas bancarias existentes - No reduce el presupuesto para la compra de activos y las líneas de crédito.
- Uso del flujo de efectivo
 - Coincidencias entre las necesidades del cliente y la estructura del leasing

✓ Razones Fiscales

✓ Razones Tecnológicas

- Cobertura contra la obsolescencia

✓ Conveniencia

- Facilidad contable
- Agrupamiento de servicios - seguro con descuento y bonificación
- Hace posible programar en forma ordenada la renovación de los activos
- Tiempo de respuesta y documentación simplificada - Respuesta a su solicitud debidamente presentada en 48 horas.
- Inexistencia de gastos de formalización y legales

Desventajas:

En cuanto a las desventajas podemos decir que algunas empresas usan el arrendamiento para como medio para eludir las restricciones presupuestarias cuando el capital se encuentra racionado y que asimismo un contrato de arrendamiento obliga una tasa costo por concepto de intereses. Sin embargo la desventaja del arrendamiento es que resulta más costoso que la compra de activo.

CRÉDITO BANCARIO

Beneficios

Algunos de los beneficios de esta opción de financiamiento son que si el banco es flexible en sus condiciones, habrá más probabilidades de negociar un préstamo que se ajuste a las necesidades de la empresa, lo cual la sitúa en el mejor ambiente para operar y obtener utilidades, además permite a las organizaciones estabilizarse en caso de apuros con respecto al capital.

Desventajas

Dentro de las desventajas podemos destacar que Un banco muy estricto en sus condiciones, puede limitar indebidamente la facilidad de operación y actuar en detrimento de las utilidades de la empresa. Además, un Crédito Bancario acarrea tasa pasiva que la empresa debe cancelar esporádicamente al banco por concepto de intereses.

CARTAS DE CRÉDITO

Beneficios:

- ✓ Para contar con el crédito, solvencia, prestigio y capacidad de pago internacional.
- ✓ Como protección por fluctuaciones en la moneda y por restricciones que pudiera tener lugar en el país destinatario de la venta.
- ✓ Seguridad de que aún en guerras, revoluciones, paros o acontecimientos políticos, la mercadería amparada a una carta de crédito será pagada
- ✓ Protegerse en cuanto a calidad, peso, estado, precios, embalaje y en general condiciones de la mercadería por medio de títulos que la representen
- ✓ Asegurarse que se tendrá la mercadería en un tiempo determinado
- ✓ El comprador y el vendedor conciertan un contrato de venta en el que se establece el pago por medio de crédito documentario.
- ✓ El comprador da instrucciones a su banco- el banco emisor- para que emita un crédito a favor del vendedor (beneficiario).
- ✓ El banco emisor solicita a otro banco, generalmente en el país del vendedor que avise, y quizá también que confirme, el crédito documentario.
- ✓ El banco avisador o confirmador notifica al vendedor la emisión del crédito.

LÍNEA DE CRÉDITO

Beneficios:

El principal beneficio que brinda este sistema de crédito es que representa un efectivo "disponible" con el que la empresa cuenta.

Desventajas:

En cuanto a las desventajas podemos decir que se debe pagar un porcentaje de interés cada vez que la línea de crédito es utilizada. Aparte de este costo financiero, este tipo de financiamiento, está reservado para los clientes más solventes del banco, y sin embargo en algunos casos el mismo puede pedir garantía colateral antes de extender la línea de crédito. Por último, podemos decir que existe un alto grado de exigencia ya que el banco puede exigirle a la empresa que mantenga la línea de crédito "Limpia", pagando todas las disposiciones que se hayan hecho.

FACTOREO (FACTORAJE O FACTORING)

Beneficios

- ✓ Obtener capital de trabajo en una forma rápida.
- ✓ Ganar tiempo gracias a que los trámites de aprobación se realizan ágilmente.
- ✓ Como garantía se presentan las mismas facturas.
- ✓ Programar con mayor certeza el flujo de caja de la Empresa.
- ✓ Gestión efectiva de cobro.
- ✓ Costo comparativo con el descuento por pronto pago.

EMISION DE BONOS DE DEUDA

Beneficios

Algunos de los beneficios que se tienen a la hora de trabajar en bolsa se detallan en los siguientes párrafos.

Tiene la posibilidad de acceder a nuevas fuentes de financiamiento a largo plazo, ya que está recibiendo recursos frescos que le van a permitir planear su expansión sin que tenga que pagarlo todo. Lo anterior conlleva que las empresas aumentan su patrimonio y disminuyen su endeudamiento, lo que les da acceso a mejores condiciones de negociación a nivel bancario ya que puede garantizar su posición financiera. En cuanto al apalancamiento, al ser bajo, la empresa

puede enfrentarse a las posibles reducciones en sus niveles de ventas o al aumento de las tasas de interés, resultados del ciclo económico.

Otros:

- ✓ Los bonos son fáciles de vender ya que el costo para el inversionista es menor.
- ✓ El empleo de los bonos no diluye el control de los actuales accionistas.
- ✓ Mejoran la liquidez y la situación de capital de trabajo de la empresa.

Desventajas:

- ✓ La empresa debe ser cuidadosa al momento de invertir dentro de este mercado
- ✓ El cumplimiento de una serie de requisitos y costos asociados,
- ✓ La existencia de algunos costos fijos durante el proceso, hacen que el costo total de esta alternativa de financiamiento varíe de manera importante en función del monto y del plazo de la emisión.
- ✓ Hechos relevantes de los movimientos estratégicos aprovechados por la competencia,
- ✓ Intromisión del regulador dentro de la empresa,

RAZONES DE LA DES INSCRIPCION DE EMPRESAS EMISORAS DE DEUDA

Habiendo analizado las opciones en forma independiente, resumiendo sus respectivas ventajas y desventajas, procederemos a detallar los factores que provocan el estancamiento del mercado de deuda y la salida de las empresas emisoras de la bolsa nacional de valores.

Tal y como se observó en el capítulo de análisis, la comparación de las diferentes alternativas de financiamiento disponibles para las compañías costarricenses considerando un horizonte de tiempo de cinco años, pueden resumirse de la siguiente forma:

*Cuadro 14
Costa Rica: Cuadro Resumen.
Financiamiento en colones
I Semestre del 2007*

FINANCIAMIENTO EN COLONES		€100 MM	€500 MM	€1000 MM
Financiamiento Bancario		18.49%	18.49%	18.49%
Mercado bursátil		17.78%	11.58%	10.9%

Fuente: información consultada

*Cuadro 15
Costa Rica: Cuadro Resumen.
Financiamiento en dólares
I Semestre del 2007*

FINANCIAMIENTO EN DÓLARES	US\$ 1 MM	US\$ 2 MM	US\$ 5 MM
Financiamiento Bancario	11.10%	11.10%	11.10%
Mercado bursátil	11.90%	10.87%	10.23%

Fuente: información consultada

A partir de esta información, resulta evidente que para el caso de emisiones muy pequeñas (menores de 100 millones de colones o US\$1 MM), el costo de financiarse por bolsa se encuentra muy cercano al del financiamiento bancario. En este sentido, podríamos decir que para que una compañía obtenga un beneficio al acudir a la bolsa como alternativa de financiamiento, el monto a colocar deberá ser lo suficientemente grande como para absorber los costos fijos que implican los trámites de inscripción.

Las empresas que captan recursos en el mercado bursátil, en contraposición a quienes utilizan los bancos u otros intermediarios, obtienen una significativa ventaja en materia de costos: los intereses que pagan a los ahorrantes o inversionistas son substancialmente menores a los que tendrían que cancelar a los intermediarios bancarios. El costo del financiamiento bancario además de ser relativamente menor para montos elevados comparado con otras fuentes, es preferido por contar con un mayor grado de flexibilidad, en el sentido de que los recursos son

a más largo plazo de los que obtienen en bolsa y además, se puede lograr más fácilmente una renegociación con la banca ante cualquier problema de liquidez.

En resumen, podemos decir que la situación particular del mercado costarricense, conduce a que los costos de emitir en bolsa aunque tratan de reducirse, se mantienen sumamente elevados, mientras que las opciones de financiamiento bancario mantienen un costo casi invariable y que analizando el panorama parece que tienden a la baja; las recientes adquisiciones y fusiones bancarias con “mega-bancos” podrían ser un buen indicio de esta situación.

Si bien para emisiones de alta cuantía la emisión de bonos de deuda se presenta como una opción interesante, la realidad es que tanto para grandes emisiones como para aquellas no tan significativas o de "poco monto", el acudir a bolsa podría tener poco atractivo, sobre todo si consideramos los siguientes aspectos cualitativos que rodean el ámbito de acción de un emisor registrado a pesar de que exista una diferencia entre tasas alternativas de financiamiento:

1. La emisión en bolsa, principalmente de deuda, tiene un elemento a favor para aquellas empresas que no cuentan con suficientes garantías reales para acceder al crédito bancario, pues la emisión de valores no necesariamente exige este requisito. Sin embargo, este suele ser el caso de las empresas de menor tamaño, pero son según vimos, las que se enfrentan a un diferencial mínimo entre el crédito tradicional y la emisión bursátil.
2. La estructura financiera nacional donde prevalece la emisión de títulos valores estatales ha ocasionado que el mercado bursátil se haya saturado de títulos públicos, donde el gobierno, en su afán de obtener liquidez, compite con los emisores privados, por la vía de

las tasas de interés. Como el inversionista costarricense posee una cultura corto-placista y es, en su mayoría, enemigo del riesgo, los títulos públicos son más atractivos, constituyéndose en la opción deseada por muchos, además que con el respaldo del gobierno, la inversión tiene cero riesgos. Desafortunadamente, las empresas dependen relativamente del endeudamiento a corto plazo esto a su vez les genera un cierto grado de tensión sobre todo cuando de desarrollo de nuevos proyectos se trata.

3. La obligación de reportar información estadística, hechos relevantes, suscripción de declaraciones juradas, etc., no por el tiempo de su elaboración, sino por la necesidad de desviar la concentración de la actividad principal de la empresa a esa tarea lleva consigo un costo de oportunidad importante. A esto debemos agregar que ante eventuales incumplimientos de dichos requisitos de información, la empresa y sus representantes legales, se exponen a sanciones que podrían afectar su imagen y credibilidad ante el público, generando una tensión adicional que no se tiene en el financiamiento tradicional.
4. Las prohibiciones en materia de información confidencial y limitaciones a las transacciones con valores de personas ligadas con la empresa, así como sus sanciones, si bien son totalmente válidas, implican una restricción que no se enfrenta cuando el crédito proviene de fuentes bancarias.
5. Los requisitos excesivos y el engorroso proceso de inscripción y emisión es una de las principales razones por las que las empresas prefieren dejar de participar en el mercado bursátil. Como alternativa a este problema, las empresas, han migrado hacia el financiamiento bancario, principalmente para disminuir sus costos financieros, obtener recursos a mayores plazos y contar con una mayor rapidez en la formalización del

crédito, entre otros aspectos. Esto ha hecho que en la mente de los empresarios el crédito sea la gran solución de sus problemas, haciendo la capitalización de sus empresas algo innecesario.

6. A todo lo antes mencionado, debemos agregar el importante aspecto de que el emisor registrado se encontrará obligado a estar en una "vitrina" con toda su información disponible al público, elemento que posiblemente su competencia aproveche para beneficio propio.

De acuerdo los temas expuestos anteriormente vale la pena mencionar que el mercado de emisión de bonos en Costa Rica es un factor clave para el desarrollo económico, debido a que actúan tanto oferentes como demandantes de recursos que se canalizan hacia el ahorro y la inversión, en función de las empresas que desean obtener recursos para el financiamiento de sus proyectos. Sin embargo para que esto suceda se deben superar una serie de obstáculos importantes como son los costos de emisión la deficiente estructura financiera costarricense, el corto-placismo, la falta de mecanismos de liquidez y el proceso tedioso que representa la emisión de deuda privado.

La sumatoria de citados costos cuantitativos y cualitativos que afectan a la empresa emisora de valores y a sus representantes, podrían arrojar un resultado poco prometedor para la afluencia de nuevos emisores o la permanencia de los emisores medianos y pequeños en nuestro mercado de valores. En este sentido, sería conveniente recomendar a los entes reguladores del mercado financiero costarricense profundizar en estos aspectos, y generar estrategias de compensación que devuelvan el atractivo de la emisión de valores a las empresas privadas costarricenses.

Definitivamente este es un tema muy amplio porque en futuras investigaciones se podrá ahondar especialmente más en cada uno de los obstáculos aquí presentados con el fin de conocer su impacto real dentro de la evolución y desarrollo del mercado bursátil nacional, así como la posibilidad de determinar los posibles cursos de acción y su viabilidad.

Bibliografía

1. Meoño, M y Escoto, R (2006). Operaciones Bursátiles (1^{era}. Ed.). San José:
EUNED
2. Lamothe, P y Pérez, M (2003). Opciones financieras y productos estructurados.(2^a.
Ed.) España. McGRAAW-HILL/INTERAMERICANA DE ESPAÑA, S.A.U.
3. Hernández, R, Fernández, C y Baptista, P (2003). Metodología de la investigación
(3era .Ed.) México. McGRAAW-HILL.
4. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario2.html#M>
5. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario2.html#OPCIONES>
6. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario.html#ACCION>
7. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario3.html#PAPELCOMERCIAL>
8. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario.html#BONOS>
9. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario3.html#puestodebolsa>
10. SUGEVAL (2007, marzo)
<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario2.html#INTERES>

11. SUGEF (2007, marzo)

<http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/documentos/infgeneral/funciones/SUGEF.pdf>

12. SUGEF (2007, marzo)

<http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=2>

13. Ley 7732 de Oferta Pública., San José, Costa Rica. Reglamento sobre Oferta Pública de Valores. San José, Costa Rica.

Apéndices

APENDICE Nº 1

Cuestionario Aplicado a empresas des inscritas en Costa Rica para el I semestre del 2007.



Buenos Días (Tardes):

Nº

Un cordial saludo. Somos estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica, realizamos una investigación sobre la captación de recursos de corto y de largo plazo.

Este cuestionario se hace llegar a usted vía correo electrónico, como representante financiero de la compañía. Con la finalidad de facilitar la forma de llenar el cuestionario, solo digite las respuestas en la zona amarilla y presione con un click cuando

De acuerdo a su experiencia en tan importante empresa, agradeceríamos contestar las siguientes preguntas. No le tomará más de unos minutos. La información que nos proporcione será manejada con la más estricta confidencialidad.

Empresa Sector
Nombre Teléfono

1 ¿Por su experiencia en el área, qué opciones de financiamiento empresarial conoce?

2 ¿Cree usted que existe información adecuada sobre las diferentes opciones de financiamiento en Costa Rica?

3 ¿Cuáles tipos de financiamiento de corto y de largo plazo ha utilizado en la empresa y que opina de estas? (puede marcar varias opciones)

<input type="checkbox"/> Leasing	<input type="checkbox"/> Carta de Crédito	<input type="checkbox"/> Hipotecas	<input type="checkbox"/> Arrendamiento Financiero
<input type="checkbox"/> Línea de Crédito Revolutiva	<input type="checkbox"/> Factoraje Local	<input type="checkbox"/> Emisión de Deuda (Bonos)	<input type="checkbox"/> Otros (Completar en el espacio otros)
<input type="checkbox"/> Crédito en Cuenta Corriente	<input type="checkbox"/> Pagaré	<input type="checkbox"/> Financiamiento por medio de Inventarios	
<input type="checkbox"/> Otros	Mencionelos:		

4 ¿De acuerdo a la experiencia de participar en la actividad de emisión en la Bolsa Nacional de Valores, cuales cree usted que son las ventajas y desventajas de emitir para las empresas?

Ventajas:	<input type="text"/>
Desventajas:	<input type="text"/>

5 ¿Qué opina sobre el desarrollo del mercado en lo que se refiere al nivel de transacciones tanto a nivel primario como secundario en la Bolsa Nacional de Valores?

6 ¿Cree usted que alguno de los siguientes puntos podrían afectar a las empresas que deciden emitir deuda?

<input type="checkbox"/> La publicación constante de hechos relevantes.	<input type="text"/>
<input type="checkbox"/> Los requisitos para la inscripción y emisión de deuda (papeleo),	<input type="text"/>
<input type="checkbox"/> Los costos relacionados para estas transacciones	<input type="text"/>
<input type="checkbox"/> La eficiencia en el proceso de la captación de recursos (plazos).	<input type="text"/>
<input type="checkbox"/> El mercado existente para esta negociación	<input type="text"/>
<input type="checkbox"/> Otros, explique (1):	<input type="text"/>

7 ¿Estaría interesado en volver a captar recursos mediante la emisión de deuda en bolsa?, ¿porqué razón(es)?

<input type="checkbox"/> NO	<input type="text"/>
<input type="checkbox"/> SI	Si lo requiero lo haria, para reinvertir, para ampliacion. Obtener mas ingresos.

8 Finalmente, ¿Cuál fué la experiencia empresarial luego de captar recursos en la Bolsa Nacional de Valores y cual es su experiencia actual?

Muchas gracias por su colaboración

Por favor, nos interesa conocer su opinión, por lo que le solicitamos muy respetuosamente devolvérlo resuelto a cualquiera de las siguientes direcciones de correo electrónico: ibarrientos@dospinos.com, cvbrealeu@fayca.com, herlaps@hotmail.com Es de suma importancia para el desarrollo de profesionales en Costa Rica.

APENDICE Nº 2

Entrevista efectuadas a expertos de:
Sistema Bancario Nacional
Superintendencia General de Valores
Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores

1. Opinión del Sistema Bancario Nacional.

NOMBRE ENTREVISTADO: RIGOBERTO DELGADO

PUESTO QUE DESEMPEÑA: SERVICIOS FINANCIEROS CORPORATIVOS

EMPRESA: BANCO POPULAR

FECHA: MARZO 2007

Opciones que brinda el Banco Popular:

Lo que utilizamos para la banca corporativa es el financiamiento directo, lo que quiere decir que es uno solo.

- A la hora de establecer las tasas de interés, no tenemos una receta si no que valoramos cada caso y dependiendo de cada caso y de los negocios que se tengan con el banco establecemos la tasa.

Opinión acerca de las ventajas y desventajas invertir en bolsa:

Ventajas:

1. Una ventaja que tenía la BNV, era la rapidez con que uno accedía los recursos porque una vez que había hecho el prospecto o tuviera la autorización de la sugeval obtenía muy rápida el financiamiento.
2. También uno establecía las condiciones, cosa que en el crédito es más estructurado pero en bolsa no. Las empresas pueden definir aspectos como: el largo o corto

plazo, el porcentaje, si lo pagas como interés, o lo amortiza.

Desventajas:

1. Con el mercado se ha bajado mucho la tasa pasiva, libror, el prime rate, son tasas muy bajas. Entonces antes una de las ventajas era invertir en bolsa era la tasa.
2. Costo Fijo o costo de administrar la emisión: Como ahora las tasas son tan bajas los costos de invertir en bolsa ya no es un costo fijo. Por ejemplo si tenemos una tasa de un 5%, la cual ya no es un *costo fijo* si no que depende ya de lo que te cueste llevar el control, hacer el prospecto, las calificaciones anuales, las auditorias que pide sugeval, las publicaciones en el periódico y alguna gente no le gusta publicar en el periódico. Si tuvieran costos 20 o 22% y un costo de un 4 o 5% y si son de un 10% ya la carga seria más pesada.

Opinión acerca de la facilidad para acceder información de la bolsa.

-La sugeval, da información y hay mucha gente que sabe de eso, accederlo es muy fácil, pero tal vez mucha gente no sabe donde encontrarlo. Hay gente que da asesoráis, considero que la gente si quisiera conseguir información puede hacerlo.

Opinión acerca de aspectos que inciden en el desplazamiento a banca

-La corrida que ha tenido la gente de la bolsa fue anterior de la baja en la tasa pasiva, la razón más

importante es el exceso de trámites administrativos que deben hacer las empresas antes de hacer la emisión y posteriormente de la emisión.

-En el 2005 baja la emisión: la banca privada se dirigió mas a la banca de personas. Los bancos se han hecho más competitivos por el mercado hay incluso bancos estrenos lo que llamamos bancos de maletín que ni siquiera están supervisados por la SUGEF.

NOMBRE ENTREVISTADO: CONFIDENCIAL

PUESTO QUE DESEMPEÑA: EJECUTIVO EMPRESARIAL

EMPRESA: BAC SAN JOSÉ

FECHA: MARZO 2007

Estructura del financiamiento para la banca corporativa del Bac San José distribuye a su mercado empresarial de la siguiente forma:

Pyme: son empresas locales pequeñas y medianas.

Corporativas: Transnacional → local o Transnacional → Centroamericana

AAA o Local y AAA o regional

Para efectos de brindar un financiamiento se valoran los *estados financieros y servicios que se tenga con el banco*. La tasa que se utiliza es la tasa básica y prime ratee, se utiliza la libor más un porcentaje según el caso para transnacionales, a un plazo de un 3 o 6 m.

Además menciona el financiamiento indexado o por dos entidades bancarias, y esto se da cuando el préstamo es muy grande y inclusive de largo plazo para diluir el riesgo.

Cita opciones como. El leasing, las cartas de crédito, las garantías de cumplimiento, crédito de largo plazo (más de un año),

líneas de crédito devolutivas para capital de trabajo. Los préstamos fiduciarios o de largo plazo, que se otorgan a transnacionales, Requieren una garantía real, seguros, avalúo y dos años de inspecciones.

Menciona el ejemplo de Durman y opina que por ejemplo esta es una empresa a la que le falta apoyo de la Bolsa Nacional de Valores.

Otra causa de la salida de las empresas de la BNV son los bancos llamados “Maletín”, estos son bancos que no cuentan con una oficina física en el país, ni están supervisados por la SUGEF. Son contactos en ingresan al país hacen colocación del financiamiento significativo y regresan a su país de origen.

Finalmente, enfatiza que la razón principal del desplazamiento del financiamiento por medio de emisión de deuda a otro financiamiento podría ser básicamente la facilidad que brindan otras instituciones.

2. Superintendencia General de Valores

NOMBRE ENTREVISTADO: JORGE AMADOR GARBANZO

PUESTO QUE DESEMPEÑA: SUPERVISOR OPERACIONES BURSÁTILES

EMPRESA: SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES

FECHA: MARZO 2007

Opciones de financiamiento para las empresas mediante la BNV:

- Las empresas pueden financiarse en bolsa en el mercado primario mediante oferta de bonos y papel comercial, en el caso de renta fija. También mediante acciones comunes o preferentes en el caso de renta variable. En el mercado secundario pueden hacerlo mediante la compraventa de títulos valores o por medio de reportos.

Opinión acerca de si existe información adecuada sobre las diferentes opciones de financiamiento en Bolsa, en Costa Rica.

- En mi concepto la información es adecuada, los periódicos publican la negociación en bolsa, los corredores pueden asesorar a cualquier empresa para las emisiones, existen páginas en internet con la información más relevante del mercado bursátil.

3. Opinión de cuáles son las razones de porque las empresas privadas deciden financiarse ya sea mediante: opciones de financiamiento bancario o bien mediante la captación de recursos en bolsa.

- Toda decisión de financiamiento está referida al tema del costo de la decisión así como al objetivo de la obtención de recursos. Si el objetivo es financiar operaciones de corto plazo el financiamiento bancario y el mercado secundario de la bolsa le pueden servir indistintamente. Si es el financiamiento de un proyecto a largo plazo emitir títulos valores utilizando la bolsa como centro de información le puede resultar ventajoso.

3. Menciona, cuales son las ventajas y desventajas de emitir en bolsa para las empresas.

- Ventajas:

1. La emisión es conocida por todo el medio financiero, así que es más fácil la obtención de recursos.

2. Dependiendo de la colocación la empresa puede medir el valor que tiene en el mercado.

- Desventajas:

1. Con la legislación actual, el costo que implica la gran cantidad de requisitos que se solicitan para la inscripción y el mantenimiento de la información.

2. Si se inscribe debe abrir los registros contables y financieros al público, situación en la que no muchas empresas están dispuestas a acceder.

4. Opina sobre el desarrollo del mercado en lo que se refiere al nivel de transacciones tanto a nivel primario como secundario.

En nuestro país tenemos un problema, las transacciones están dominadas por emisiones del sector público (gobierno y banco central), casi el 90% de ellas tanto en el mercado secundario como en el primario. Este dominio no permite la penetración de emisores del sector privado por lo que los inversionistas colocan muy poco porcentaje en sus necesidades de financiamiento y no les genera la liquidez deseada. Así, podemos concluir que aunque tanto los sistemas informáticos, la generación de información, los mecanismos de negociación y el volumen en sí se han desarrollado fuertemente, el mercado sigue centralizado en sólo dos emisores.

5. Puntos que considera podrían afectar a las empresas que deciden emitir deuda.

<input type="checkbox"/>	La publicación constante de hechos relevantes.
<input checked="" type="checkbox"/>	Los requisitos para la inscripción y emisión de deuda (papeleo).
<input checked="" type="checkbox"/>	Los costos relacionados para estas transacciones
<input type="checkbox"/>	La eficiencia en el proceso de la captación de recursos (plazos).
<input checked="" type="checkbox"/>	El mercado existente para esta negociación
<input type="checkbox"/>	Otros, explique (1):

6. Opinión sobre el proceso requerido para la emisión en bolsa

- No ya que en mi concepto existe un exceso de requisitos a presentar antes de que le den a una empresa la aprobación para emitir en bolsa.

7. Finalmente, opina que las razones por las que algunas empresas privadas optan o han dejado de emitir en la B.N.V. son:

- Al ser un mercado centralizado en dos emisores, como se explicó, las emisiones privadas no generan la suficiente liquidez a las empresas y por lo tanto deben tener rendimientos muy buenos para que los inversionistas coloquen sus recursos en ellas y esos les aumenta el costo.

- Las que optan por financiarse en bolsa porque tienen objetivos de muy largo plazo por lo que pueden obtener economías de escala en sus colocaciones.

3. Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores

NOMBRE ENTREVISTADO: DAMARIS ULATE RAMIREZ

PUESTO QUE DESEMPEÑA: DIRECTORA EJECUTIVA

EMPRESA: CAMARA DE EMISORES DE TITULOS VALORES

FECHA: MARZO 2007

1. Menciona que para las empresas las opciones de financiamiento mediante la bolsa nacional de valores son: las colocaciones de acciones (comunes y preferentes) y bonos.

2. Opinión acerca de la información acerca las diferentes opciones de financiamiento en Bolsa, en Costa Rica es que la información existe, lo que esta es poco difundida entre el sector empresarial.

3. En su opinión, las razones de porque las empresas privadas deciden financiarse ya sea mediante: opciones de financiamiento bancario o bien mediante la captación de recursos en bolsa son:

- Desconocimiento, costo financiero, simplicidad del proceso para la obtención de los recursos, visión de largo plazo de los empresarios, objetivos del financiamiento que busca el empresario entre el largo y el corto plazo.

4. Menciona que las ventajas y desventajas de emitir en bolsa para las empresas son:

- Ventajas: Financiamiento de largo plazo, emisor fija las condiciones acorde al mercado y a sus necesidades, imagen y prestigio, tratamiento fiscal especial para el caso de captación por bonos y acciones de un 8% y 5% respectivamente.

- Desventajas: Someterse a una regulación, someterse a una calificación de riesgo, una vez registrado cumplir con los requisitos de envío de información periódica, estar en una vitrina que pueden aprovechar los competidores si estos no están registrados.

5. Opinión acerca del desarrollo en el mercado en lo que se refiere al nivel de transacciones tanto a nivel primario como secundario, es:

- No ha cambiado lamentablemente, la mayor cantidad de transacciones son de títulos del sector público, y recompras, pero se carece de emisiones de emisores privados que más bien en los últimos años se han ido retirando. En cuanto al mercado secundario, la situación es peor, pues por la escasez de títulos, los inversionistas compran en el mercado primario y guardan esos valores hasta el vencimiento o si son acciones optan por no transarlas, pues como no hay otras alternativas las mantienen en sus carteras.

6. ¿Cree usted que alguno de los siguientes puntos podría afectar a las empresas que deciden emitir deuda?

<input type="checkbox"/>	La publicación constante de hechos relevantes.
<input checked="" type="checkbox"/>	Los requisitos para la inscripción y emisión de deuda (papeleo).
<input checked="" type="checkbox"/>	Los costos relacionados para estas transacciones
<input checked="" type="checkbox"/>	La eficiencia en el proceso de la captación de recursos (plazos).
<input checked="" type="checkbox"/>	El mercado existente para esta negociación
<input type="checkbox"/>	Otros, explique (1):

- Una vez registrado en la SUGEVAL el trámite en la Bolsa es mucho más rápido. La queja es que en SUGEVAL el trámite es engorroso.

Para la señora Damaris Ulate las razones por las que algunas empresas privadas optan o han dejado de emitir en la B.N.V. son:

- Incremento de requisitos que no están cuando se registraron originalmente, los bancos ofrecen financiamientos muy atractivos en cuanto a tasa y el trámite es menor. Algunas veces los emisores se quejan de que los intermediarios son poco receptivos a ciertas emisiones del sector privado, entre otros.

Anexos

ANEXONº 1

REGLAMENTO PARA REGULAR LA PARTICIPACIÓN DE LOS SUJETOS FISCALIZADOS Y DEL BANCO CENTRAL EN EL FINANCIAMIENTO DEL PRESUPUESTO DE LAS SUPERINTENDENCIAS

**Decreto N. 30243-H. Publicado en La Gaceta No. 65 del 4 de abril del
2002.**

REGLAMENTO PARA REGULAR LA
PARTICIPACIÓN DE LOS SUJETOS
FISCALIZADOS Y DEL BANCO CENTRAL
EN EL FINANCIAMIENTO DEL PRESUPUESTO
DE LAS SUPERINTENDENCIAS

Decreto N. 30243-H. Publicado en La Gaceta No. 65 del 4 de abril del 2002.

■ **Artículo 1. Objeto**

El presente Reglamento regula la contribución de los sujetos fiscalizados al financiamiento de los presupuestos de la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones de conformidad con lo establecido en los Artículos 174 y 175 de la Ley 7732, "Ley Reguladora del Mercado de Valores".

■ **Artículo 2. Financiamiento de las Superintendencias**

Los presupuestos de las tres Superintendencias serán financiados en un veinte por ciento (20%) de los gastos en que éstas efectivamente incurran, mediante contribuciones obligatorias de los sujetos fiscalizados y en un ochenta por ciento (80%) con recursos provenientes del Banco Central.

El Banco Central excederá el (80%) antes indicado cuando las contribuciones de los sujetos fiscalizados por la Superintendencia de Pensiones no cubran el 20% señalado, de conformidad con lo establecido en

el artículo 3 de este Reglamento.

El Banco Central financiará el cien por ciento (100%) del gasto efectivo de cada Superintendencia y cobrará el veinte por ciento (20%) a los sujetos fiscalizados de conformidad con las reglas establecidas en el presente Reglamento.

■ **Artículo 3. Contribución máxima de los sujetos fiscalizados**

Cada sujeto fiscalizado contribuirá, hasta con un máximo de un dos por ciento (2%) de sus ingresos brutos anuales, al financiamiento de los gastos efectivos de la Superintendencia correspondiente, con excepción de las empresas emisoras no financieras de valores que lo harán hasta en un 0,1 por ciento anual del monto de la emisión registrada en la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y emitida.

Cuando un mismo sujeto quede sometido a la supervisión de más de una Superintendencia, contribuirá únicamente al presupuesto de su supervisor natural o principal. No obstante, el sujeto supervisado se considerará independiente y, por lo tanto, deberá contribuir a financiar el veinte por ciento (20%) del presupuesto del órgano que lo supervisa, cuando constituya o tenga un patrimonio independiente o su contabilidad se mantenga en forma separada o su naturaleza sea distinta a la del ente que lo administra.

■ **Artículo 4. Fijación de la contribución de cada sujeto fiscalizado**

El monto de la contribución de cada sujeto fiscalizado se fijará por trimestre vencido. La participación de los entes fiscalizados será proporcional al comportamiento de los ingresos brutos anuales de cada uno de ellos y del gasto efectivo de la respectiva Superintendencia.

En el caso de la SUGEVAL y con el propósito de hacer equitativa la participación de los fiscalizados en el presupuesto de esta Superintendencia, el factor de contribución se calculará determinando para cada

sujeto el monto máximo que podría cobrarse a cada uno de ellos, esto es, el 2% sobre los ingresos brutos anuales o el 0,1% anual sobre el monto de la emisión registrada y emitida, según corresponda. La sumatoria de los montos resultantes será el monto sobre el cual se determinará la participación que tendrá cada regulado. Este porcentaje se aplicará al 20% de los gastos efectivos de cada trimestre, resultando así el monto que deberá aportar cada sujeto.

Las entidades que son emisoras de títulos valores y a la vez entidades fiscalizadas contribuirán solamente como fiscalizadas, es decir, de acuerdo a sus ingresos brutos anuales.

Las entidades emisoras de valores de riesgo soberano, nacionales o extranjeras, están exentas de la contribución a los gastos de supervisión de la Superintendencia General de Valores.

Las entidades emisoras que tengan registradas emisiones de títulos accionarios sin valor nominal contribuirán con base en el valor del capital social registrado en libros.

Las emisiones de valores extranjeros que se registren únicamente para negociar en el mercado secundario de valores, estarán exentas del cobro de los gastos de supervisión de la Superintendencia General de Valores, siempre y cuando se encuentren registrados en el Órgano Regulador en el país de origen.

En el caso del Régimen de Riesgos del Trabajo, los regímenes básicos, fondos de pensiones complementarios creados al amparo de leyes especiales, convenciones colectivas u otras forma normativa, cualquiera que sea su naturaleza, y cualesquiera otros fondos supervisados por la Superintendencia de Pensiones, que no incurran en gastos de administración, se cobrarán hasta un 2% sobre un monto imputado para cada uno de los fondos, cuyo cálculo se hará aplicando a los ingresos brutos de cada uno de esos regímenes básicos y fondos especiales la tasa media de comisiones cobradas por las operadoras. Dicha tasa, a su vez, se calculará en forma ponderada sobre los rendimientos brutos de cada fondo administrado por las operadoras.

■ **Artículo 5. Periodicidad y características de la información para el cálculo de los ingresos brutos anuales de los sujetos fiscalizados y entidades emisoras**

Los ingresos brutos anuales de cada uno de los sujetos fiscalizados se determinarán con base en la información contable mensual que éstos deberán remitir a la respectiva Superintendencia.

Los cobros parciales se harán con cortes al 31 de marzo, 30 de junio y 30 de setiembre y se calcularán proyectados a partir de los ingresos acumulados desde el 1° de enero hasta la fecha de corte antes indicadas, para lo cual se dividirán los ingresos brutos entre el número de meses acumulados y el resultado se multiplicará por 12 meses.

Para el trimestre que finaliza el 31 de diciembre, se utilizará la información anual auditada, debiendo llevarse a cabo los ajustes necesarios para que el monto total de las cuotas cubiertas por cada entidad fiscalizada esté en función de los ingresos brutos anuales auditados como el gasto total efectivo del presupuesto de la Superintendencia correspondiente.

En cuanto al monto de las emisiones de valores, cada trimestre se tomará un promedio simple del monto de las emisiones registradas y emitidas al corte de cada uno de los trimestres del año en cobro, en la Superintendencia General de Valores. Para el trimestre que finaliza el 31 de diciembre, deberá llevarse a cabo los ajustes necesarios para que el monto total de las cuotas cubiertas en cada año por cada emisor esté en función del promedio simple de las emisiones registradas y emitidas al cierre de cada uno de los cuatro trimestres antes señalados, como del gasto total efectivo del presupuesto de ese año de cada Superintendencia General de Valores.

El gasto efectivo corresponde al gasto real erogado durante el año, por lo que en él se incluirán aquellas partidas presupuestadas al 31 de diciembre del año anterior, pero cuya erogación se dio en los dos primeros trimestres del año en cobro.

Para aquellas entidades que a la fecha de cálculo no estén al día en la remisión de la información financiera, se deberán proyectar los ingresos anuales utilizando la metodología indicada en ese artículo, para lo cual se tomarán los ingresos acumulados del último estado financiero presentado.

■ **Artículo 6. Reglas para el cálculo de los ingresos brutos anuales de las entidades fiscalizadas**

Los ingresos brutos para cada una de las entidades fiscalizadas se calcularán conforme lo establezca cada una de las Superintendencias en su Plan de Cuentas.

■ **Artículo 7. Cese de funciones de un sujeto fiscalizado durante el periodo en cobro**

En el caso de desinscripción, voluntaria o forzosa, el emisor o sujeto fiscalizado estará obligado a pagar el trimestre completo correspondiente al período en que se comunique el acuerdo de autorización de la desinscripción.

■ **Artículo 8. Fusión de sujetos fiscalizados**

En el caso de entidades que se hayan fusionado, el cálculo del ingreso bruto anual incluirá a las entidades en forma separada, inclusive hasta el trimestre en que se haga oficial la fusión.

■ **Artículo 9. Comunicación del monto de contribución y plazo para el pago**

Cada una de las Superintendencias hará los cálculos sobre lo que cada entidad supervisada debe cancelar al Banco Central, y, dentro de los diez días hábiles siguientes al término del plazo establecido para la presentación de la información financiera, comunicará a cada uno de los entes fiscalizados el monto de la contribución que deben realizar conforme al gasto efectivo del trimestre. Dichos entes deberán depositar la cuota correspondiente en el Banco Central de Costa Rica, en los cinco días hábiles

siguientes a la comunicación.

El pago deberá efectuarse de conformidad con el procedimiento para el pago de las sumas cobradas por concepto de gastos de supervisión, establecidos por las Superintendencias

■ **Artículo 10. Intereses moratorios por pago tardío**

Los sujetos supervisados que no efectúen el pago dentro del plazo establecido, deberán pagar intereses moratorios equivalentes a la tasa básica pasiva del Banco Central de Costa Rica. Para los trimestres finalizados en marzo, junio y septiembre, se considerará la tasa básica pasiva y vigente al primer día de mayo, agosto y noviembre respectivamente, y, para el cierre a diciembre, la tasa vigente al primero de marzo del año siguiente.

El cobro de los intereses moratorios por pagos efectuados en forma tardía se incluirá en el cobro del siguiente trimestre.

La base de cálculo de los intereses moratorios será el año de 360 días.

■ **Artículo 11. Gestión de cobro e incumplimiento en el pago de las sumas cobradas**

De conformidad con el artículo 23 del “Reglamento de organización interna entre el Banco Central y sus órganos de desconcentración máxima”, aprobados por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica mediante artículo 9º del acta sesión N° 5089-2001, celebrada el 19 de septiembre del 2001, cada Superintendencia estará a cargo de la gestión de cobro a los entes regulados por los servicios de supervisión, para lo cual deberá realizar el cálculo, comunicación, control, seguimiento, conciliación, morosidad y saldos pendientes.

En el caso de incumplimiento en el pago de las sumas cobradas, la respectiva Superintendencia efectuará un apercibimiento a la entidad morosa para que se ponga al día en el cumplimiento de las sumas adeudadas. Si, al término de diez días naturales posteriores al recibo del oficio de apercibimiento, la entidad supervisada se mantiene en mora, la Superintendencia correspondiente iniciará un procedimiento ordinario de cobro en la vía contencioso administrativa o en la vía judicial, según corresponda.

■ **Artículo 12. Vigencia**

Rige a partir de su publicación en el Diario Oficial La Gaceta.

ANEXONº 2

Ley Nº 7732 Ley Reguladora del Mercado de Valores
Rige a partir del 27 de marzo de 1998

Capítulo II: Emisión de papel comercial y bonos

Artículo 15. Papel comercial

Las emisiones de valores referidas en el párrafo primero del artículo 10 deberán realizarse mediante papel comercial, si el plazo fuere menor que 360 días o mediante bonos si fuere igual o mayor que 360 días.

Artículo 16. Renovación de autorización

Para renovar la autorización de oferta pública de una emisión de papel comercial en condiciones iguales, solo será necesario que el emisor notifique por escrito a la Superintendencia, por lo menos diez días hábiles antes de la fecha de vencimiento de la emisión en circulación, siempre que la Superintendencia no objete esta solicitud dentro del plazo antes señalado y se cumpla, en lo pertinente, con las demás disposiciones de esta ley y sus reglamentos.

Artículo 17. Emisión

El papel comercial, los bonos y sus cupones de interés podrán ser emitidos a la orden o al portador y tendrán carácter de título ejecutivo para efectos de exigir su cumplimiento, de conformidad con el artículo 630 del Código Procesal Civil.

Artículo 18. Emisiones no autorizadas

La Superintendencia no autorizará, por ninguna circunstancia, emisiones de papel comercial, cuyo objetivo sea financiar proyectos de inversión o cualquier otro objetivo cuya recuperación o calendario de flujos de caja proyecten un plazo superior a los 360 días.

Artículo 19. Garantía de la emisión

Cada emisión podrá garantizarse adicionalmente mediante los instrumentos usuales para garantizar obligaciones comunes tales como hipoteca, prenda o fideicomiso de garantía sobre bonos o papel comercial. Estos valores deberán estar depositados en una entidad financiera fiscalizada por la Superintendencia General de Entidades Financieras o en una central de valores. También podrán garantizarse mediante prenda sin desplazamiento o garantía de entidades autorizadas para el efecto. En estos casos, la Superintendencia podrá fijar límites al monto de la emisión en relación con el valor de las garantías.

Artículo 20. Sorteos

Cuando en el acta de emisión se estipule que los bonos serán reembolsados por sorteos, estos deberán efectuarse públicamente, conforme a las reglas de la Superintendencia.

Artículo 21. Emisión por sociedades anónimas

Las sociedades anónimas podrán emitir bonos convertibles en acciones, los cuales deberán ajustarse a las normativas dictadas por la Superintendencia para tales efectos.

ANEXONº 3

REGLAMENTO SOBRE OFERTA PÚBLICA DE VALORES

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, mediante Artículo 11 del Acta de la Sesión 571-2006, celebrada el 20 de abril del 2006. Publicado en el Diario Oficial La Gaceta Oficial No. 88 del 9 de mayo del 2006.

(Última actualización: 9 de mayo 2006)

Página WEB: <http://www.sugeval.fi.cr/esp/marcojuri/novigente/marvigente.html>

