



**UNIVERSIDAD ESTATAL A DISTANCIA DE COSTA RICA (UNED)**  
**ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN - SISTEMA DE ESTUDIOS DE**  
**POSGRADO**

**SEMINARIO DE INVESTIGACIÓN II**

**Obstáculos que han impedido el desarrollo del mercado  
primario accionario del sector no financiero en Costa Rica y las  
alternativas para dinamizarlo**

**(Ensayo Final)**

**PROFESOR TUTOR: José Walter Orozco Fonseca MBA**

**INTEGRANTES:**

Roberto Quirós Rodríguez.  
Mario Segura Orozco.

**IV CUATRIMESTRE, 2005**

**SAN JOSÉ, COSTA RICA**

---

## **La introducción al tema**

A partir del análisis del mercado bursátil en Costa Rica, nos proponemos describir los obstáculos que han impedido el crecimiento del mercado primario accionario no financiero, tanto para los oferentes como para los demandantes. Esto con el fin de sugerir, en forma creativa, los mecanismos para dinamizar este mercado.

Dentro de este texto se explicará el desarrollo de la bolsa en Costa Rica, posteriormente se hará un repaso de los principales términos que se utilizan en el medio y las ventajas que tiene las empresas cuando trabajan en la bolsa, además, un breve análisis de la situación actual del sector bursátil. Seguidamente se presentarán los obstáculos y las acciones para dinamizarlo, finalizando con una recapitulación de todo lo expuesto.

A pesar que en Costa Rica existe un mercado de valores organizado y con todas las funciones de un mercado formal, donde se destaca la Bolsa Nacional de Valores como pionera a nivel centroamericano, no se ha cumplido con el desarrollo de un verdadero generador en el mercado de capitales de costarricense, el cual sería, sin duda alguna uno de los principales motores que impulsarían al país hacia su desarrollo económico.

## **Reseña histórica**

La historia costarricense indica que el primer intento por formar una bolsa de organizada nace en la década de los cuarentas, cuando en la

promulgación del Decreto Ley del quince de mayo de 1943, se autoriza la creación del mercado de valores, y posteriormente bajo esta misma ley el 19 de mayo de 1945, se funda la primera Bolsa de Valores, la cual, nunca funcionó de manera pública pero sí quedó registrada en papeles.

Cuatro años más tarde, el 23 de Diciembre de 1949, inicia operaciones la Bolsa Nacional de Valores de San José con un capital accionario de ¢600.000, del cual únicamente se suscribió ¢175 000. Esta bolsa operó aproximadamente por un año, en la que llegó a realizar transacciones en el mercado de valores con los llamados “bonos de refundición deuda interna”.

Pasan catorce años cuando en 1964 bajo la presidencia del Señor Francisco Orlich se promulga el Código de Comercio, en el cual se sientan las bases jurídicas para crear las bolsas de valores al consignarse la legislación sobre la Bolsa de Comercio. En septiembre de 1970, un grupo de empresarios agrupados en la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC) fundó la Bolsa Nacional de Valores (BNV). La empresa sufrió atrasos en el inicio de sus operación, pero gracias al nacimiento de la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA), con la ley #5122, surgió la oportunidad para que iniciara sus funciones, por lo que en 1974 el Banco Central puso a la venta el 60% de las acciones de la bolsa, las cuales fueron adquiridas en su totalidad por CODESA. A partir de ese momento la corporación dio los pasos pertinentes para poner en operación a la Bolsa y se contrató la asesoría de la Organización de Estados Americanos (OEA) para hacer los estudios de factibilidad correspondientes. La Bolsa celebró su primera

sesión el 19 de agosto de 1976, inaugurada oficialmente el 29 de septiembre de ese mismo año por el entonces Presidente de la República Lic. Daniel Oduber Quirós. Sin embargo, durante la Administración de Rafael Ángel Calderón Fournier (1990-1994), el 27 y 28 de mayo de 1993 se vende el total de las acciones que tenía CODESA: un 60% a inversionistas privados y el restante 40% a los puestos de bolsa. Hoy en día la BNV es totalmente propiedad de entidades privadas.

Actualmente esta Bolsa es una empresa privada cuyo objetivo es ser un facilitador de las transacciones con valores o cualesquiera otros derechos de naturaleza económica, incorporados en valores o no, y ser un importante promotor del desarrollo del mercado de capitales.

## **Definiciones**

Un mercado de valores es el mecanismo que hace posible la emisión, colocación y distribución de valores. Dentro de este mercado entra en juego el sistema bursátil, el cual es el que brinda toda la parte jurídica, operativa y administrativa para asegurar el buen funcionamiento del mercado de valores, constituido por un conjunto de oferentes y demandantes los cuales interactúan en un mercado establecido.

El mercado de valores cumple varias funciones. Una de ellas es la de proporcionar un espacio físico, el cual brinda todo el soporte necesario para que los puestos y agentes de bolsa realicen sus operaciones de una forma cómoda y permanente. Otra función es la de llevar un registro de cotizaciones,

que consiste en registrar toda operación en una boleta. El emitir señales de advertencia cuando algún emisor ha entrado en problemas de alguna índole; estar vigilante de las operaciones para garantizar su transparencia; el mantener un registro de emisores; vigilar la conducta moral de los agentes y puestos de bolsa; realizar un informe todos los días al público sobre las transacciones realizadas durante las sesiones y las labores de educación y capacitación son algunas de las otras funciones de un mercado de valores.

El Mercado de Valores está conformado a su vez por dos tipos de mercado: el Mercado Primario y el Mercado Secundario. El primero es una serie de operaciones que colocan nuevas emisiones de títulos valores en un mercado al cual acuden empresas del sector privado y público con el propósito de tener una opción alterna a los diferentes tipos de crédito que ofrecen los intermediarios financieros. Estas colocaciones se hacen mediante oferta pública, en donde las empresas realizan emisión de títulos valores que serán vendidos en el mercado de valores con el fin de adquirir recursos y de éste modo financiar sus proyectos.

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

Enfocándonos en el tema de análisis, una acción se puede definir como un valor que representa la propiedad de su tenedor sobre una de las partes iguales en las que se divide el capital de una sociedad anónima, cuya función principal es que las empresas capten recursos sanos, desarrollen sus negocios y crezcan.

## **Ventajas para una empresa si se decide a cotizar en bolsa.**

La decisión de cotizar en bolsa hace que la empresa deba de cambiar su situación interna, pero sin duda alguna va a permitir que su reputación en el mercado cambie radicalmente ya que una compañía que esté listada en bolsa, gana terreno en la competencia de la industria que desarrolla. 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.

Las acciones no afectan el flujo de caja pues no se deben hacer desembolsos de efectivo para cubrir los gastos financieros, solo el pago de dividendos. Esto hace que la empresa sea más rentable y mejore su situación competitiva.

En los proyectos a largo plazo, como por ejemplo los forestales, el mercado accionario se convierte en el medio de financiamiento ideal, ya que no obliga al pago de gastos financieros en la etapa inicial del proyecto.

Cuando se cotiza en la bolsa, los accionistas pueden llegar a conocer cuál es el verdadero valor de la empresa, lo cual permite tener un parámetro adecuado en caso que se deba vender o fusionar la misma. También si por algún motivo el accionista decide liquidar la inversión, la compañía no necesariamente va a tener que asumir esa responsabilidad, sino que otra persona puede comprar esos títulos en el mercado.

Generalmente las empresas destinan una parte de sus acciones a los empleados, lo que genera en ellos un sentido de pertenencia más alto, lo cual se va a transformar en un aumento de la productividad y en bienestar general.

## **Situación actual**

### **El Mercado Primario**

Como se observa en el cuadro 1 en el año 2002 el mercado primario costarricense alcanzó un saldo al cierre de  $\text{¢}3\,670\,815.3$  millones mientras que en el 2003 cerró en  $\text{¢}4\,180\,113.5$  millones logrando un incremento del 13.8% respecto al año anterior. Sin embargo las colocaciones netas del mercado primario en el 2003 se redujeron en

Cuadro 1  
Mercado primario de deuda  
Colocación neta y saldos de captación según emisor  
(en millones de colones)

| EMISOR                           | 2002               |               | 2003               |               | 2002               |               | 2003               |               |
|----------------------------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|
|                                  | COLOCACIÓN<br>NETA | %             | SALDO AL<br>CIERRE | %             | COLOCACIÓN<br>NETA | %             | SALDO AL<br>CIERRE | %             |
| Sector público no financiero (1) | 425,357.9          | 63.7%         | 2,421,312.0        | 66.0%         | 334,366.7          | 65.7%         | 2,755,678.7        | 65.9%         |
| Sector financiero público (2)    | 141,166.4          | 21.2%         | 762,208.2          | 21.7%         | 66,456.6           | 13.0%         | 828,664.8          | 19.8%         |
| Sector financiero privado        | 86,393.1           | 12.9%         | 408,018.2          | 10.3%         | 108,307.6          | 21.3%         | 516,325.9          | 12.4%         |
| Sector no financiero             | 14,466.0           | 2.2%          | 79,276.9           | 2.1%          | 167.3              | 0.0%          | 79,444.1           | 1.9%          |
| <b>Total</b>                     | <b>667,383.4</b>   | <b>100.0%</b> | <b>3,670,815.3</b> | <b>100.0%</b> | <b>509,298.2</b>   | <b>100.0%</b> | <b>4,180,113.5</b> | <b>100.0%</b> |

Fuente: Sugeval

(1) Incluye del Ministerio de Hacienda únicamente deudores financieros.

(2) Incluye al Banco Popular y de Desarrollo Comunal.

$\text{¢}158.085$  millones en comparación al 2002, que con excepción del sector financiero privado, los demás sectores presentaron disminuciones en sus colocaciones. El sector público no financiero – que pasó de  $\text{¢}425.359$  a  $\text{¢}334\,366.7$  - incluye las captaciones del Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

Las colocaciones netas del sector financiero, compuesto por bancos estatales, bancos privados, mutuales, financieras y el banco popular, presentaron un descenso por  $\text{¢}52\,795$  millones entre el 2002 y 2003. El sector financiero privado, como se mencionó anteriormente fue el único que presentó un aumento neto en el monto colocado en el 2003 con respecto al 2002. Este incremento fue por un monto de  $\text{¢}21\,914$  millones, del cual el 62.1% fue por participación de los bancos privados.

La captación del sector privado no financiero, el cual está constituido por empresas de naturaleza industrial, comercial, etc..., autorizadas por la SUGEVAL para hacer oferta pública, presentó un saldo total de  $\text{¢}79.444$



millones a diciembre del 2003, casi el mismo saldo con que finalizó el 2002 (¢79277 millones). Tal y como se observa en el cuadro 1, dentro del contexto global el sector privado no financiero representa apenas el 1.9% del total del saldo de captación al cierre en el 2003, decreciendo en 0.2% con respecto al 2002.

En el cuadro 2 se muestra el comportamiento del privado no financiero, el cual esta constituido por 23 empresas privadas (ver anexo 1), autorizadas por la SUGEVAL para hacer oferta pública, en cuanto a saldos de captación y colocación por sector durante el año 2002-2003.

La mayor participación en el saldo de cierre del período 2003 corresponde al sector inmobiliario con una representatividad del 58.1%, sin embargo la

colocación neta bajó en ¢7169.4 respecto al año anterior. La industria manufacturera obtuvo un saldo al cierre de

Cuadro 2

| Sector privado no financiero: saldos de captación y colocación neta del período |                 |               |                 |               |                 |               |                 |               |
|---|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| - en millones de colones -  |                 |               |                 |               |                 |               |                 |               |
| EMISOR  | 2002            |               |                 |               | 2003            |               |                 |               |
|   | COLOCACIÓN NETA | %             | SALDO AL CIERRE | %             | COLOCACIÓN NETA | %             | SALDO AL CIERRE | %             |
| Industria manufacturera   | 1,667.3         | 11.5 %        | 19,719.8        | 24.9 %        | 8,119.2         | 4,854.3 %     | 27,839.01       | 35.0 %        |
| Comercio  | (4,150.1)       | (28.7 %)      | 3,551.0         | 4.5 %         | (1,030.0)       | (615.8 %)     | 2,521.00        | 3.2 %         |
| Servicios e Inmobiliario  | 17,665.9        | 122.1 %       | 53,299.4        | 67.2 %        | (7,169.4)       | (4,286.5 %)   | 46,130.03       | 58.1 %        |
| Explotación de minas  | (205.1)         | (1.4 %)       | 2,706.7         | 3.4 %         | 247.4           | 147.9 %       | 2,954.07        | 3.7 %         |
| Electricidad, gas y agua  | (511.9)         | (3.5 %)       | 0.0             | 0.0 %         | 0.0             | 0.0 %         | 0.00            | 0.0 %         |
| <b>Total</b>  | <b>14,466.0</b> | <b>100.0%</b> | <b>79,276.9</b> | <b>100.0%</b> | <b>167.3</b>    | <b>100.0%</b> | <b>79,444.1</b> | <b>100.0%</b> |

Fuente: Sugef

un 35% y la colocación neta alcanzó los ¢8119.2 millones en el 2003, en contraparte a los ¢1667.3 millones del 2002. La explotación de minas tuvo un ligero repunte en el 2003, colocando ¢247.4 millones en el 2003, sin embargo su participación dentro de los saldos de cierre alcanza apenas el 3.7%. Igual

situación vive el comercio. Su colocación neta decreció en ¢1030 millones, y su saldo al cierre muestra una representatividad es de apenas un 3.2%.

## El mercado secundario

En cuanto al mercado secundario, vamos a mostrar únicamente los porcentajes de negociación entre los diferentes mecanismos (recompras, compraventa de deuda, operaciones a plazo, compraventa de acciones y préstamo de valores), durante los períodos 2002-2003. Esta información se observa en el cuadro 3.

Con respecto al 2002 el volumen total negociado en el mercado secundario aumentó en un 35%. Exceptuando el mercado accionario, todos los demás componentes mostraron crecimiento en sus totales transados. En el 2003 las recompras alcanzaron el 74.79%

| Mercado Secundario: porcentajes de negociación por mecanismo |                  |                |
|--|------------------|----------------|
| Mecanismo  | 2002             | 2003           |
| Recompras  | 75,55            | 74,79          |
| Compraventa de deuda   | 23,65            | 24,46          |
| Operaciones a plazo  | 0,42             | 0,53           |
| Compraventa de acciones                                      | 0,33             | 0,14           |
| Préstamo de valores  | 0,05             | 0,09           |
| <b>TOTAL</b>   | <b>100</b>       | <b>100</b>     |
| <b>TOTAL EN MILLONES DE COLONES</b>                          | <b>7315894,8</b> | <b>9867997</b> |

Fuente: SUPEN

del total transado, dato muy similar al anterior. Asimismo la compraventa de la deuda llegó a un 24.46%, las operaciones a plazo obtuvieron un 0.53%, la compraventa de acciones solamente un 0.14% y para finalizar el préstamo de valores un 0.09% del total del 2003. En cuanto al tema de las acciones, específicamente el total transado disminuyó en un 43% respecto al 2002. Según la SUGEVAL, este volumen cayó debido al comportamiento de la rentabilidad de los principales emisores, así como a la poca liquidez observada en esta parte del mercado. Cabe resaltar que en este mercado secundario el comportamiento de las acciones es muy similar que en el primario; sin bien es

cierto está presente, tiene una baja e insignificante participación en el mercado.

## **Obstáculos que impiden el crecimiento del mercado primario accionario no financiero.**

A raíz de la situación actual planteada anteriormente nos dimos a la tarea de revisar varios textos con el fin de tener una visión general sobre los factores que provocan el estancamiento del mercado accionario no financiero. Se han identificado varias causas, tanto del lado de la oferta como de la demanda, los cuales se exponen a continuación.

### **Lado de los oferentes**

#### *1. Ausencia de sociedades abiertas.*

El individualismo al manejar todos los asuntos en forma privada, además de la fuerte tradición de mantener las empresas en manos de muy pocos socios o familiares, es uno de los mayores obstáculos para el florecimiento de un mercado accionario. Para el costarricense no es nada fácil compartir el negocio familiar, fuente de desarrollo económico durante muchos años. Además del factor sentimental, tenemos que el abrir un negocio significa que otros conozcan la manera en que se administra la compañía, que el éxito ya no es exclusivo de los fundadores e implica que un tercero pueda cuestionar las decisiones que se tomen.

## *2. Tratamiento fiscal.*

El sistema tributario en Costa Rica permite que el pago de intereses sobre deudas contraídas por la empresa, sea considerado como un gasto deducible del pago de impuesto sobre la renta, creando un escudo fiscal, ya que, de no darse ese gasto, la empresa reflejaría una utilidad mayor y, por tanto, un mayor importe para los impuestos sobre la renta. Además, para el inversionista el hecho de aportar dinero a una empresa calificada puede considerarse como parte del impuesto a la renta.

## *3. El costo de emitir*

El alto costo por emisión de acciones, conjuntamente con los costos por la comisión del puesto de bolsa que los represente y los honorarios de la clasificadora de riesgo, desestimulan a las empresas en su intento de emitir acciones.

## *4. La mentalidad deudora.*

La política crediticia seguida por el país bajo la tutela de la banca estatal es negativa para la creación del mercado de acciones, las políticas de crédito poco serias, las tasas subsidiadas, y el crédito inmediato han hecho que en la mente de nuestros empresarios el crédito sea la gran solución de sus problemas, haciendo la capitalización de sus empresas algo innecesario.

##### *5. Escasa mentalidad accionaria por parte de la bolsa.*

El sistema de títulos obligatorios ha generado una rápida forma de ganar comisiones por el tipo de estructuración de los vencimientos (según los plazos). El mercado accionario no representa negociaciones tan revolutivas ni reiteradas, lo que hace que los ingresos de los puestos y corredores se reduzca.

##### *6. El cortoplacismo.*

Los problemas macroeconómicos de inflación, inestabilidad económica y política fiscal, que enfrenta la economía, son consecuencia de la crisis que afecta a Costa Rica desde los años ochenta. Ante tal situación, el gobierno se ha visto en la necesidad de hacer emisión de títulos valores para poder financiar la mayoría de sus proyectos y cumplir con el pago de sus obligaciones. Esto 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 cortoplacista 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 riesgo.

#### **Lado de los demandantes**

##### *1. Ausencia de mecanismos de liquidez.*

En Costa Rica no existen mecanismos de liquidez suficientes para un mercado accionario fortalecido, el volumen transado de acciones en bolsa representa lo poco atractivo que es ser tenedor de estos títulos.

## *2. Ausencia de protección legal.*

No existe en nuestro país un marco regulatorio para la minorías, el inversionista no se siente atraído a formar parte de una compañía, donde las decisiones quedan en manos de las mayorías. Un ejemplo de esto es la política de las empresas en cuanto a la distribución de los dividendos, que es muy cambiante.

## *3. Pocas alternativas de inversión.*

El sector público al dominar las transacciones de la bolsa, hace muy rentables los títulos de deuda, además de su liquidez inmediata, esto en contraparte a la rentabilidad que ofrece una empresa al emitir acciones. Esta intervención estatal es común donde existe un gran déficit fiscal, pues los gobiernos recurren masivamente a los mercados de valores, en detrimento de las posibilidades de financiamiento del sector privado.

## *4. Sistema de precios inadecuado.*

El mercado de acciones se mueve por un sentido especulativo: comprar barato y luego vender caro. En Costa Rica las acciones muchas veces se venden con pérdida de capital en lugar de ganancia.

*5. Riesgo cambiario y falta de demanda externa.*

Para eliminar el riesgo asociado a la pérdida cambiaria, los inversionistas prefieren adquirir títulos en monedas fuertes. El artículo 120 del código de comercio prohíbe la emisión de acciones en una moneda distinta a la nacional. Adicionalmente la falta de demanda externa se da porque en nuestro país no se pueden emitir acciones al portador, las inversiones se deben inscribir en el registro de capitales del BCCR y las mismas no se pueden repatriar hasta cuatro años después de realizada.

*6. La ausencia de un bloque bursátil centroamericano.*

Esta es otra de las razones por las que el mercado accionario no se ha desarrollado. Si bien es cierto Costa Rica fue pionera en el área centroamericana en lo que a materia bursátil se refiere, es un mercado muy pequeño y en vías de desarrollo, que no ofrece el suficiente atractivo a los grandes inversionistas que buscan colocarse en empresas medianas o grandes que ofrezcan potencial de crecimiento en sus actividades.

## Mecanismos para dinamizar el mercado

Una vez señalados los obstáculos que han impedido el desarrollo del mercado primario no financiero privado procede a formular varias estrategias tendientes a dinamizar este mercado.

Iniciamos con la necesidad de constituir sociedades de capital abierto (SACA). Según la Ley Reguladora del Mercado de Valores estas deben contar con una cantidad de accionistas mayor a cincuenta, tener sus acciones inscritas en una bolsa de valores costarricense, que por lo menos el 10% del capital accionario se coloque o negocie por medio de la bolsa y que ninguno de los socios puede ser poseedor de más del 10% de las acciones. Los dueños de las empresas son muy dados a unirse en grupos formales e informales (por ejemplo la Cámara de la Industria y Comercio, Cámara de la Construcción). Es a estos grupos a los que hay que motivar y concientizar en materia de apertura de capital. Además emitir en bolsa, para un inversionista no significa ejercer el control de la compañía ni ocupar puestos directivos, sino más bien lograr una ganancia de capital derivada de la compra-venta; en todo caso, aunque la empresa se liste, no necesariamente debe negociar todas sus acciones, sino que puede optar por colocar una parte no dominante del capital (menos de un 50%).

Para lograr lo anterior es importante cambiar el tratamiento fiscal que se ha manejado hasta el momento. Ante esto se podría plantear la posibilidad de que un porcentaje de la emisión sea deducible del impuesto sobre la renta en el año que se da; empero esto debe de otorgarse sólo si hay una apertura real,



donde exista un aporte económico que aumente el capital social, y no otras figuras como pago de dividendos en acciones.

Otro incentivo tributario podría ser similar al que se concedía al sector exportador (CAT), lógicamente con más regulación para evitar los problemas que se dieron con este instrumento. En su forma, este instrumento tendrá un valor nominal de acuerdo con una tabla diseñada, de tal manera que, entre mayor sea la emisión de acciones, mayor será el valor del certificado; el mismo no generaría intereses y tendría un período de maduración de dos años; además, podrá ser aplicado en varios períodos fiscales, en caso de que el monto del impuesto de renta sea inferior al beneficio otorgado.

La opción de la integración del mercado centroamericano formando un bloque bursátil debe ser una iniciativa de primer orden si queremos un desarrollo importante en este tema. Esta iniciativa es viable si se toma en cuenta que se va a negociar con entidades del sector privado, en donde todas las bolsas de valores de Centroamérica se han constituido bajo la figura de sociedades anónimas, de manera que estos grupos tienen poder y potestad de decisión. La unificación de las bolsas de valores se podría hacer por dos medios. El primero consistiría en la constitución de una Bolsa de Valores Centroamericana cuyo capital esté formado por aportes de las bolsas actuales equivalentes a su patrimonio actual, y la sede sería el país en donde realicen la mayoría de transacciones. Lo segundo estaría en función de un sistema informático el cual integre todo el sistema bursátil, permitiendo así el acceso a todos los mercados del bloque, con la finalidad que se tengan las mismas

oportunidades para realizar negocios y transacciones, sin importar el país de origen.

Dentro de este marco de esta unión se podrían establecer los recibos de depósito centroamericanos como una opción ante la imposibilidad de emitir acciones en dólares – artículo 120 del código de comercio - y pensando en la apertura hacia la inversión extranjera, como un vehículo para negociar en forma extraterritorial las acciones inscritas en una bolsa de valores local. Este tipo de instrumento tiene como inmediato antecedente los Recibos Americanos de Depósito (ADR), utilizados en los Estados Unidos de Norteamérica y México para realizar colocaciones en diferentes empresas.<sup>1</sup>

Hay un aspecto muy importante y tiene relación con la protección al inversionista minoritario. Un ejemplo de ello es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de España, que es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de actividad de cuantos intervienen en los mismos. Entre sus objetivos principales se destaca la importancia que dan a la protección del inversionista, para esto, cuentan con un apartado dedicado al mismo, el cual contiene sus derechos y responsabilidades, así como toda la normativa vigente para ellos y los procedimientos que debe seguir para plantear un reclamo ante la CNMV.<sup>2</sup>

Finalmente la apertura de las empresas públicas puede dar un vuelco al mercado accionario. Al privatizarse las empresas estatales, se beneficiaría

---

<sup>1</sup> Tomado de [www.wchcons.com](http://www.wchcons.com). Día 23-04-05

<sup>2</sup> Tomado de [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) Día 23-04-05

tanto el sector público como el privado. El sector público, porque asumiría menos gastos de los que enfrenta actualmente, además que disminuiría su participación en el mercado bursátil por no tener que emitir tantos títulos para captar dinero. Y al sector privado, porque le permitiría una mayor participación en el mercado bursátil, principalmente el mercado accionario.

## **Recapitulación**

De acuerdo los temas expuestos anteriormente vale la pena mencionar que el mercado accionario 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 la ausencia de sociedades abiertas, las políticas fiscales, los costos de emisión, la escasa mentalidad deudora por parte de las empresas y accionaria por parte de la bolsa, el cortoplacismo, la falta de mecanismos de liquidez, las pocas alternativas de inversión, un sistema de precios inadecuado, el riesgo cambiario, la falta de demanda externa y la ausencia de un bloque bursátil centroamericano.

Ante este panorama existen varios mecanismos que conducirían a un cambio importante en el comportamiento del mercado primario no financiero del país. Uno de ellos es la constitución de sociedades de capital abierto, a través

de la participación de las asociaciones y cámaras de empresarios privados. El papel del gobierno va enfocado a brindar los incentivos fiscales necesarios para estimular la oferta de acciones en el mercado, a través de los entes fiscalizadores, impulsar cambios en el marco regulatorio que protejan al inversionista, que permitan la entrada de demanda externa y la posibilidad de invertir en una moneda sólida y por último, sentar las bases jurídicas para el proceso de integración bursátil. Pero sin embargo la tarea más difícil de este órgano central es el de privatizar<sup>3</sup> las empresas del sector público, para disminuir su injerencia en el mercado bursátil.

Definitivamente este es un tema muy amplio por que 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 primario accionario no financiero en nuestro país, así como la posibilidad de determinar la viabilidad de cada una de las alternativas de solución aquí presentadas, tanto jurídica, política y económicamente.

---

<sup>3</sup> Otra opción mas viable, pero igual de complicada es la de tratar de ser mas eficiente en cuanto a la recaudación de los ingresos, austero en los gastos, etc...

## Bibliografía consultada

Alfaro, Maykoll. Apuntes entorno a los títulos de acciones. 1995.

Alvarez Chaves, Luis. Constitución de sociedades de capital abierto: importancia para el desarrollo del mercado accionario. 1999.

Bolsa nacional de valores. [en línea], <[www.bnv.co.cr/?nav=226](http://www.bnv.co.cr/?nav=226)>. [consulta: 24-04-05].

Comisión Nacional del Mercado de Valores. [en línea], <[www.cnmv.es/inversores/esp/index.htm](http://www.cnmv.es/inversores/esp/index.htm)> [consulta: 30-03-05].

Ferrer, Hortensia. El Mercado Accionario en Costa Rica. 1994.

Michael E. Porter. Estrategia Competitiva, Técnicas para el Análisis de los Sectores Industriales y de la Competencia. Compañía Editorial Continental, S.A. de C. V. México. 1982, Primera Publicación.

Montes de Oca, María. Algunos cambios necesarios en la legislación costarricense para expandir el mercado accionario, 1999.

Superintendencia General de Entidades financieras. [en línea], *Informe anual 2003*. <[www.sugeval.fi.cr/esp/publica/pubinf2003](http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/pubinf2003)> [consulta: 19-03-2004].

