

# **RELEVANCIA DE DESARROLLAR EL MERCADO ACCIONARIO COSTARRICENSE: CONTRIBUCIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES DE C.R. ( Experiencia del mercado Chileno)**

## ***INTRODUCCION***

El mercado de capitales es una herramienta primordial para el desarrollo económico de una sociedad, ya que mediante él se da una mayor propensión al ahorro, se genera una mayor inversión debido a que se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza. Esta inversión da origen, por su parte, a nuevas industrias generadoras de ingresos, las cuales sirven como cimientos sólidos para buscar una mayor expansión económica y de esta manera aumentar el ingreso neto, como el producto nacional bruto; al ascender estos índices se presenta crecimiento de la economía y se reducen los indicadores macroeconómicos como la tasa de desempleo y la inflación. De igual manera, una creciente inversión, ya sea privada o del estado, hace posible la creación de mayor infraestructura y mejora las condiciones sociales en aspectos tan vitales como centro educativos, vías de comunicación, telecomunicaciones, servicios públicos y otros. (Fleytes, 2002).

El mercado de capitales de Costa Rica tradicionalmente ha sido dominado por los títulos de deuda, relegando el mercado accionario a un segundo plano, lo cual ha convertido a cualquier indicador de este mercado como un dato completamente irrelevante, obstaculizando su desarrollo ( SUGEVAL, 2003).

No obstante, nuestra economía ha sufrido considerables transformaciones, con un sector privado más interesado en participar en el mercado de valores. A lo largo de los años del funcionamiento de la Bolsa Nacional de Valores S.A., cada vez son menos las reservas hacia la negociación en el mercado accionario, tanto de parte de las empresas emisoras como de los inversionistas. Es así como observamos que el volumen negociado en acciones en el mercado bursátil ha aumentado significativamente desde 1998 a la fecha, aunque en forma conservadora comparado con otras economías de países en pre-desarrollo como Costa Rica. ( SUGEVAL, 2003).

Un elemento para el desarrollo del mercado accionario y de capitales costarricense podría ser tomar la experiencia chilena con su reforma al sistema de pensiones ocurrida en 1981, que ha sido objeto de la atención internacional gracias a su beneficioso impacto en el mercado de capitales y la economía en general. La libertad de invertir es lo que hace la reforma chilena tan atractiva para la empresa privada, que encuentra en los fondos de pensiones una fuente inagotable de recursos de deuda y capital para financiar sus proyectos de inversión. Esto también genera que esta reforma sea atractiva para los intermediarios del mercado de capitales, el cual promete una gran demanda por sus servicios (CEPAL, 2001).

La importancia de la reforma al sistema de pensiones Chileno en beneficio del mercado de capitales se debe a dos puntos concretos: la libertad otorgada a los

fondos para no adquirir títulos estatales de deuda, y a que la mayor parte de los fondos acumulados constituyen un genuino ahorro nuevo. (CEPAL, 2001)

Este artículo tiene como objetivo analizar los aspectos que afectan el desarrollo del mercado accionario, los beneficios de desarrollarlo y presentar los fondos de pensiones como una posible alternativa para estimular el desarrollo del mercado accionario en Costa Rica con base en la experiencia Chilena.

### ***Antecedentes del mercado accionario***

En Costa Rica los intentos por desarrollar un mercado accionario estuvieron en sus inicios asociados a la creación de una bolsa de valores organizada. En 1968 la compañía Cofisa publica en los diarios las primeras cotizaciones para compra y venta de acciones de capital e información relevante de la compañía, cantidad de acciones y valor. Posteriormente a la Corporación Costarricense de Desarrollo (Codesa) se le encargó como uno de sus objetivos, impulsar el desarrollo del mercado nacional de capitales, labor para la cual era necesario regular la bolsa de valores. (Matarrita, 1998).

Después de múltiples gestiones efectuadas en el transcurso de los primeros años de la década de los setenta, el 19 de agosto de 1976 inició operaciones la Bolsa Nacional de Valores de manera continua hasta la fecha, lo cual dio a las transacciones la formalidad necesaria para verificar su frecuencia y regularidad (Bolsa Nacional de Valores, 1997).

### ***Características del Mercado de Valores Costarricense***

El Mercado de Valores de Costa Rica en términos generales se puede caracterizar fundamentalmente por los siguientes elementos:

- Preponderancia del mercado secundario.
- Es básicamente un mercado de deuda.
- Fuerte participación de recompras.
- Dominado por emisiones del sector público.
- De corto y mediano plazo.
- Valoración a precios de mercado.

El Mercado de Valores costarricense ha venido poco a poco adquiriendo una mayor profundidad. Una de las características en este sentido ha sido el desarrollo del mercado secundario, cuya participación ha venido en ascenso hasta llegar a representar el 80%. (Corporación Costarricense de Desarrollo, 1988).

El desarrollo del mercado accionario es aún bastante incipiente, de ahí que las transacciones de este instrumento durante el 2001 en la Bolsa Nacional de Valores representan apenas un 0.3% del volumen total transado, por ende, se puede decir que el mercado de valores es inminentemente un mercado de deuda. Además este mercado está dominado por instrumentos provenientes del sector

público, particularmente del Gobierno Central y del Banco Central. Del total transado, el 91% correspondió a valores emitidos por el sector público y apenas un 9% a instrumentos del sector privado (Orozco, 2002).

### ***Beneficios del desarrollo de un mercado accionario en Costa Rica***

La principal razón que se puede argumentar para buscar un mayor desarrollo del mercado de capitales consiste en que el crecimiento económico de un país requiere de alternativas que posibiliten el financiamiento de inversión productiva a largo plazo. Existe una correlación positiva y significativa entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento del producto per cápita de las economías. (Banco Mundial, 1996).

La Bolsa Nacional de Valores y el Banco Central (1990) determinan los obstáculos que impiden un mayor desarrollo del mercado, como la falta de incentivos tributarios para la compra y venta de acciones, el bajo control del endeudamiento, la ausencia de legislaciones para la protección del inversionista minoritario, la característica familiar del capital de las empresas, la carencia de sociedades de inversión que permita el acceso y la diversificación de la compra de acciones.

Para los emisores es una fuente de financiamiento a largo plazo, que permite la ejecución de proyectos ya sea para la instalación de nuevas empresas, ampliación de las existentes, renovación de la tecnología, desarrollo de productos

y mejoras en la eficiencia de las operaciones con lo que logra una mayor competitividad de la empresa tanto a nivel nacional como internacional (Glen y Pinto, 1995).

La emisión de acciones le brinda a la empresa una alternativa de financiamiento más sana. Esto permite que la empresa no se vea limitada en su crecimiento y evolución por las políticas y restricciones de las entidades crediticias, en las que, en muchos casos, se obstaculiza el desarrollo de novedosos y prometedores proyectos por restricciones reglamentarias o por la falta de capacidad económica. (Bolsa Nacional de Valores, 1990).

La cotización de las acciones de una empresa en el mercado permite que sus ejecutivos puedan conocer la evaluación que los inversionistas realizan sobre sus operaciones, debido a que el precio de las acciones y por ende la compañía, está evaluado por un gran número de personas con diferentes criterios, lo que da mayor objetividad a las percepciones de su desempeño. Esta retroalimentación permite a la empresa desarrollar sus planes y estrategias en busca de una mayor competitividad para incrementar el precio de las acciones, resultando esto en un menor costo de financiamiento al realizar nuevas colocaciones de acciones. (Bolsa Nacional de Valores, 1990).

El financiamiento por medio de la emisión ayuda reducir el riesgo crediticio al tener una posición financiera más sólida con un menor grado de apalancamiento. Para la economía del país es importante mejorar la política de endeudamiento

que han seguido las empresas para evitar posibles quiebras, pues al llegar a este estado se desperdician los recursos que se han invertido, así como el esfuerzo de la apertura de los diferentes mercados para la venta de los productos. Además implicaría pérdida de divisas para el caso de una empresa exportadora o un incremento de éstas al tener posiblemente que importar los artículos que se estaban produciendo. Por otro lado, disminuye la competencia entre las empresas, lo cual representa una reducción de la eficiencia con lo que el mayor perjudicado sería el consumidor final. (Bolsa Nacional de Valores, 1990).

Para el inversionista la inversión en acciones es un medio por el cual las personas pueden mantener el poder adquisitivo pues las acciones como instrumentos de renta variable, dependen de los resultados de las empresas y los dividendos pueden crecer más rápido que la inflación. Por consiguiente se convierte en un instrumento de inversión muy atractivo. (Calderón, A. 1995).

Le permite al inversionista participar de los beneficios que traen consigo las actividades de una compañía, sin necesidad de contar con el capital total y los conocimientos para su instalación. Esto ayuda a una mayor democratización de la economía al tener el pequeño ahorrante la posibilidad de asumir parte de la propiedad de las empresas (Calderón, A. 1995).

El desarrollo del mercado accionario amplía la gama de posibilidades de inversión, por plazo, rendimiento y riesgo, con lo cual podrán existir mayores posibilidades para la creación de portafolios acorde con las necesidades y

expectativas del mercado (SUGEVAL, Informe anual sobre el mercado de valores, 2001).

Para la economía, el fortalecimiento del mercado hace posible el fomento del ahorro interno a largo plazo. En Costa Rica las personas tradicionalmente han buscado protegerse de la inflación, aumentando el gasto, comprando divisas o invirtiendo en títulos de muy corto plazo, lo cual perjudica el desarrollo de nuevos proyectos y pone en peligro a los diferentes intermediarios financieros, al captar a corto plazo y colocar a mediano plazo. Además, por lo anterior muchos intermediarios se ven inhibidos de prestar a largo plazo dedicándose entonces a financiar capital de trabajo y no apoyan el desarrollo de las empresas en proyectos innovadores y de riesgo. (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1991).

Puede ayudar a disminuir la fuga de divisas de aquellas personas que, en busca de diferentes alternativas de inversión, recurren a estos mercados de capitales, especialmente Estados Unidos donde se les ofrece la opción de comprar acciones (Araya,1995).

El financiamiento vía acciones permite dar continuidad a proyectos que en un principio tenían líneas de crédito externas, pero que por diferentes motivos han sido canceladas o desviadas para otros usos. Con lo anterior se logra que inversiones atractivas para el país y que fueron realizadas en parte no se pierdan



por falta de un financiamiento constante que siempre es necesario en las primeras etapas de todo proyecto (Araya, 1995).

### ***La reforma financiera en el mercado de valores***

Arrau define mercado de capitales desarrollado como:

“un mercado llamado a cumplir sus roles en forma eficiente e identifica siete roles para el mercado financiero:

1. Transferencia de recursos de capital de quienes poseen los recursos , ahorrantes a quienes pueden darle un buen uso, inversionistas
2. Acumulación de capital dado que el tamaño de los proyectos, es a menudo mayor que una parte de recursos en particular.
3. Selección de proyectos e inversionistas dado que con frecuencia existe un mayor número de individuos que creen tener un buen proyecto relativo a los recursos disponibles para llevarlo a cabo.
4. Monitoreo del uso de los recursos como un modo de asegurar que serán utilizados de la manera convenida.
5. Asegurar que los contratos se cumplan.
6. Transferir, compartir y diversificar riesgos .
7. Llevar una cuenta de los registros de las transacciones.”(1993, págs. 11-17).

Lizano (2001) en sus escritos sobre la reforma financiera, reconoce que los recursos para invertir en los procesos productivos de las empresas proceden en su mayoría de la reinversión de utilidades y de la deuda bancaria o emitida en el mercado de valores. La capacidad de endeudamiento no siempre es suficiente para satisfacer las necesidades de inversión. Es típico en economías pequeñas y abiertas, que los socios de tipo familiar esperen hasta último momento para modernizar las empresas.

El financiamiento de nuevas inversiones a través de emisión de acciones permite invertir en la modernización imprescindible, con la posibilidad de que los socios tradicionales mantengan el control. Sin embargo, la participación en el mercado accionario impone restricciones a los dueños tradicionales, tales como transparencia informativa sujeta a la regulación del mercado, riesgo de pérdida de control y una mayor atención hacia los intereses de los accionistas minoritarios, los cuales no siempre coinciden con los intereses de los socios mayoritarios (Jack, G. 1995).

A pesar de las ventajas de emitir acciones para capitalizar empresas sin que sus dueños tradicionales pierdan el control, no siempre es suficiente para hacerle frente a las exigencias de la globalización. En el caso de industrias con tecnología de punta y mercados globalizaciones en otras regiones, la supervivencia sólo puede garantizarse con socios estratégicos que aporten “know how” además de capital. La entrada de estos socios estratégicos no favorece, por lo tanto, el desarrollo del mercado accionario local, ya que generalmente tiende a tomar participaciones mayoritarias y no muestran interés por financiarse en los mercados locales de la subsidiaria, pues la casa matriz puede encontrar financiamiento más barato en los mercados internacionales. (Méndez, P. 2005).

### ***Más allá de la reforma financiera del mercado de valores***

Según Herrera, García y Bolaños (1998), la escasez de inversión de largo plazo en el mercado de valores de Costa Rica obedece a múltiples razones, algunas de las cuales escapan del ámbito de acción de la reforma financiera.

La primera razón tiene que ver con la falta de liquidez (en el sentido bursátil) del sistema la cual posee las siguientes consecuencias sobre la inversión de largo plazo: (1) debido a la prima de liquidez el rendimiento exigido es demasiado alto para que el mercado de valores sea una opción atractiva de financiamiento; (2) debido a la incertidumbre derivada de la ausencia de referencias de precios de mercado para valorar las nuevas emisiones del sector público y del privado, resulta preferible no emitir o financiarse a corto plazo; (3) los intermediarios bursátiles que podrían estimular la distribución de emisiones de largo plazo tienen serias dificultades para financiarse, ya que la escasa liquidez del sistema encarece eventuales líneas de crédito o el uso de los reportos para prefinanciar las nuevas emisiones (Ortiz, A. 2004).

Una segunda razón es la falta de credibilidad de la información contable y de negocio de las empresas emisoras. Sólo las empresas con una larga trayectoria en el mercado pueden tener credibilidad en la información que suministran al mercado.

Una tercera razón es la debilidad de la inversión institucional colectiva (fondos de inversión y de pensiones), que resulta fundamental para desarrollar la inversión de largo plazo, ya que rebaja considerablemente los costos de transacción y de

información. Estos fondos se destinan a inversionistas pequeños y poco sofisticados, en razón de lo cual para desarrollarse deben funcionar con una gran transparencia. Esta se logra con intermediarios especializados cuyo objeto exclusivo sea la gestión de estos fondos con reglas claras en cuanto a la tipología, la valoración de las carteras, la diversificación de las inversiones y las medidas para limitar los conflictos de intereses de sus administradores. (Montero, D. 2005).

Las razones que se acaban de enumerar tienen una influencia importante sobre el escaso desarrollo del mercado accionario. Sin embargo, existen otros factores específicos de la emisión accionaria. El primer factor tiene que ver con la debilidad de la normativa de protección del accionista minoritario, tanto en el ámbito del Código de Comercio como en la regulación del mercado de valores. El segundo factor, menos conocido, está relacionado con los procesos de compensación y liquidación de las transacciones con acciones. Según la normativa vigente, cualquier transacción con acciones tiene que ser aprobada por la junta directiva del emisor. Esta norma, en el mejor de los casos, retrasa el momento de liquidar la operación a tres semanas después de la transacción. En ese lapso, el comprador, aunque ya haya pagado, no tiene teóricamente derechos políticos ni económicos sobre las acciones y tampoco puede revender la acción si lo necesita (Espinoza, 1998).

### ***Inversión de los fondos de pensiones latinoamericanos***

Se da una fuerte concentración en instrumentos de deuda pública, tanto de gobiernos centrales como de organismos del sector público (Argentina 69%, Bolivia 73%, Brasil 40% y 45%, Colombia 49%, Ecuador 71%, El Salvador 80%, México 87%, Panamá 63% y Uruguay con 61%). Los dos países con menor concentración en instrumentos gubernamentales son Chile y Perú con 35 y 14% respectivamente. (Federación Internacional de Administradores de Fondos de Pensiones, Informe No. 19).

Puede afirmarse que el intervencionismo estatal está concebido, en esencia y con mayor o menor presión regulatoria, para coordinar el uso y direccionamiento del ahorro institucional hacia necesidades particulares de los gobiernos, que resultan ser los principales emisores de deuda en los países. (Federación Internacional de Administradores de Fondos de Pensiones, Informe No. 19, 2002).

El Banco Mundial ha propuesto reformas de largo alcance en los sistemas de pensiones tanto de las economías avanzadas como de las que se encuentran en vías de desarrollo. En esencia, el Banco argumenta que los actuales regímenes de pensiones sujetos al método de reparto, existentes en muchos países ricos y pobres, presenta serios defectos y ya no sirven a los objetivos que estuvieron destinados a promover. En su lugar, el Banco propone mecanismos de pensiones totalmente capitalizados, obligatorios y preferentemente privados como principales pilares del nuevo sistema. Sugiere que las reformas propuestas no sólo

beneficiaran a los jubilados sino que al mismo tiempo acrecentará el ahorro y fomentará la formación de capital y el desarrollo económico (Universidad de Cambridge, 2005).

### ***La Experiencia Chilena (AFPs)***

La libertad de los fondos por invertir es lo que hace a la reforma chilena tan atractiva para la empresa privada, al encontrar en los fondos de pensiones una fuente de recursos de deuda y capital para financiar sus proyectos de inversión.

Esto también es lo que hace atractiva esta reforma para los intermediarios del mercado de capitales, que vislumbran una gran demanda por sus servicios. Esta gran intermediación de fondos fuerza a las autoridades a destinar recursos humanos y políticos a la modernización y desarrollo del mercado de capitales del país, ya que sólo así es posible reducir la incidencia de los fraudes y mantener el acceso de los fondos de pensiones a instrumentos de buena rentabilidad (CEPAL, 2001).

Los administradores de fondos de pensiones no pueden invertir más de la mitad de los activos de un fondo de instrumentos estatales, ni en depósitos de títulos garantizados por instituciones financieras, ni tampoco en letras hipotecarias (Ley No. 3500, 1980).

Un 37% de los activos de un fondo de pensiones es el máximo permitido para ser colocado en acciones de sociedades anónimas (Ley No. 3500, 1980).

No existe un límite específico para inversiones en bonos de empresas públicas o privadas. Sin embargo, si los bonos son canjeables por acciones sólo puede invertirse un máximo del 10% de los activos (Ley No. 3500, 1980).

La apertura de las estructuras de capital de las empresas chilenas, que unida al proceso de privatización de empresas públicas, establecieron un stock adecuado para desarrollar el mercado accionario. Aquí la demanda proveniente de las AFPs no estaba relacionado con elementos asociados con la toma de control de las compañías, condición que facilitó la ruptura de muchas empresas de carácter familiar (Rodríguez A., 1998).

El primer inversionista institucional y el más importante en el mercado de capitales chileno son los administradores de fondos de pensión. Sin embargo, existe una activa participación de los administradores de fondos mutuos y las administradoras de fondos de inversión. Por último, las compañías de seguros representan los segundos inversionistas institucionales más importantes en términos de activos totales (Rodríguez A., 1998).

Como resultado del nuevo esquema se empezaron a ofrecer en el mercado financiero servicios inexistentes. Así surgen las compañías de leasing, titulización, factoring, entre otros., y se adoptan mecanismos para poder acceder los mercados financieros internacionales tales como los ADRs y Eurobonos (Siadra E. 2005).

Este cambio ha llevado a Chile a formar un mercado de capitales razonablemente avanzado, que incluye mercados para acciones de empresas

medianas, bonos de largo plazo de empresas, bonos convertibles, bonos subordinados de bancos y varios instrumentos de crédito a largo plazo (hasta 25 años) para la adquisición de vivienda. Todos los títulos de deuda a más de un año de plazo están indizados, sea por el IPC o por el dólar americano (CEPAL, 2001).

De acuerdo con Iglesias y Acuña, (1991) la experiencia Chilena comprueba que para llevar adelante la reforma previsional no es requisito ineludible la existencia de un mercado de capitales maduro, pues la propia acumulación de fondos y la demanda por activos financieros que es alimentada por este proceso sirve de estímulo para promover la innovación, la competencia y el crecimiento del mercado, siempre que la regulación no se transforme en obstáculo para su desarrollo.

El impacto de las administradoras de fondos de pensiones ha sido positivo y relevante. Sus principales efectos parecen deberse a factores particulares de esta economía y no son fácilmente extrapolables a otros países, ya que no debemos olvidar que la adopción de la reforma al sistema de pensiones se realizó bajo la dictadura de Pinochet en 1980.

En Chile existe un consenso entre economistas respecto al impacto sobre el mercado de capitales y el ahorro nacional. Explican principalmente, que las escasas dimensiones iniciales del mercado de capitales como del ahorro, así como otros factores que no se encuentran en países más desarrollados (Riesco, 1997).



### ***Realidad del mercado Costarricense (OPCs)***

El deterioro de las finanzas públicas se ha traducido en un financiamiento del déficit fiscal y de las pérdidas del Banco Central a través de emisiones internas y externas de bonos por parte del Ministerio de Hacienda y del Banco Central. Las características de las emisiones de estas instituciones tales como el plazo y el rendimiento, las han convertido en instrumentos atractivos para las operadoras de pensiones frente al resto de las opciones que ofrece el mercado de valores nacional. En promedio, los portafolios de inversiones de las operadoras de pensiones se encuentran concentrados en un 90% de emisiones públicas frente al 10% de instrumentos del sector privado. (Orozco, 2001).

La oferta de valores en el mercado por parte del sector privado que cuenta con las características atractivas en cuanto a plazo, riesgo y rendimiento, es relativamente escasa para el crecimiento acelerado de los recursos que administran las operadoras de fondos de pensiones, en particular los que corresponden al régimen obligatorio de pensiones complementarias. ( Méndez P. y Santamaría V., 2005).

El tipo de instrumentos que el mercado nacional ofrece para la inversión de los recursos de los fondos de pensión se limita a instrumentos de deuda y a algunos fondos de inversión. La presencia de acciones dentro del portafolio de los fondos

es prácticamente nula, no sólo porque se restrinja la adquisición de estos instrumentos sino porque la oferta existente es muy limitada ( MIDEPLAN, 2000).

Pese al carácter familiar de las empresas, no se puede descuidar el hecho de que una persona estaría en disposición de vender parcial o totalmente sus acciones siempre que se logre un precio que satisfaga tanto a oferentes como demandantes. Sin embargo, el problema más serio de nuestro mercado accionario es la competencia del rendimiento de las acciones versus las tasas de rendimiento de los títulos de renta fija, principalmente si no se cuenta con un mercado suficientemente evolucionado como para permitir una verdadera especulación de precios, que es uno de los disparadores más importantes de las ganancias o de las pérdidas de capital en la inversión de acciones y que es al fin lo que muchos inversionistas buscan al apostar por una empresa en particular. (Araya, 1995).

En una economía como la de Costa Rica donde la emisión de títulos de gobierno juega un rol muy importante debido al problema casi vitalicio del déficit fiscal, las tasas de interés elevadas son un mal necesario que provocan el encarecimiento de los créditos que a su vez, como reacción en cadena generan un impacto negativo en la rentabilidad de las empresas emisoras de acciones que recurren también a la deuda como forma de buscar capital para el financiamiento de sus actividades (SUGEVAL, 2001).

En Capitales.com el mes mayo del 2005 se hace referencia a la iniciativa presentada en la asamblea legislativa para reformar la Ley de Protección al Trabajador, que facultaría a las operadoras de pensiones complementarias a invertir un porcentaje de sus recursos en proyectos de infraestructura nacional de alta productividad, debidamente titularizados e inscritos en la Bolsa Nacional de Valores.

Este tema de titularización de proyectos toma vigencia debido a la creciente demanda de instrumentos financieros por parte de las operadoras de pensiones. Al igual que sucedió en los años 90 en Chile, se vislumbra en los recursos de los fondos de pensiones una fuente importante de recursos. Sin embargo, lo importante aquí no es sólo facultar legalmente a los fondos a participar en los proyectos nacionales, sino que deben existir los mecanismos técnicos que ofrece la banca de inversión, tanto para medir los riesgos de inversión como para encontrar los instrumentos financieros que mejor se adapten a cada caso. Y en el caso Chileno, no debemos olvidar que la titularización de proyectos de esta índole tuvo una característica importante: las instituciones de gobierno involucradas en este proceso ya habían asumido de previo carácter privado. (Cascante, 2005).

***El futuro del mercado accionario costarricense: Reforma del mercado de valores.***

El mercado costarricense es muy pequeño para llamar por sí sólo la atención de los inversionistas institucionales extranjeros, es por esto que la reforma del mercado de valores costarricense está dirigida por una estrategia de integración regional. Para ello es indispensable que en Costa Rica la regulación, nuestra infraestructura y nuestras prácticas sean moldeadas por dos principios esenciales para que nuestro mercado sea competente internacionalmente: la seguridad y la eficiencia. (Herrera y Lizano, 2000).

Para ganar en eficiencia y seguridad, debemos comprometer esfuerzos al menos en tres áreas estratégicas. En primer lugar, en el ámbito de la regulación. Costa Rica debe alinearse con los estándares internacionales en materia de regulación, y renunciar a muchas prácticas muy permisivas que pudieron ser viables en un mercado incipiente como el nuestro, pero que generan enormes peligros en un mercado más líquido y dinámico. También es necesario que la regulación dé pasos mucho más decididos hacia la apertura internacional y que nuestros intermediarios puedan ser de manera más agresiva vehículos abiertos y responsables para la inversión extranjera y la inversión en el extranjero. Además deben revisarse algunos requisitos que pueden representar costos innecesarios para los intermediarios, tales como la certificación de estados financieros, las guías de prospectos, o la duplicación de visitas de auditoría entre la Bolsa Nacional de Valores y la Sugeval.

En segundo lugar, debemos hacer esfuerzos en el ámbito de la liquidación. Actualmente la liquidación de valores en toda Centroamérica y El Caribe es muy

ineficiente e insegura. Costa Rica no es la excepción: aunque hemos dado pasos significativos para el nivel general de la región, nuestro sistema de liquidación se encuentra a años luz de reunir las condiciones mínimas exigidas por la inversión institucional extranjera. Las deficiencias de nuestro sistema de liquidación actual tiene implicaciones muy importantes sobre los costos de los operadores.

Algunos de los costos que implica son totalmente explícitos, relacionados con la rigidez del sistema y las trabas que impone para la realización de una gran cantidad de operaciones que deberían multiplicarse con el desarrollo de nuestro mercado secundario.

En tercer lugar, finalmente, debemos hacer esfuerzos en el ámbito de los sistemas de negociación. El desarrollo de un mercado eficiente en Costa Rica requiere que nuestro país consiga ponerse a la delantera en materia de sistemas de negociación. Con mucha más razón ante la perspectiva de inversionistas institucionales cada vez más grandes, como los bancos y los fondos de inversión y de pensiones, cuyas operaciones de mayoristas no pueden ser gestionadas eficientemente con nuestros sistemas actuales. Adicionalmente, en este campo de los sistemas de negociación una gran revolución se ha venido operando en los mercados internacionales: a lo largo de los años noventa en los Estados Unidos, y con más vigor en Europa desde la unión europea, se ha desatado una lucha a muerte entre los diversos mercados organizados y entre los intermediarios por desarrollar sistemas de negociación muy flexibles y de muy bajo costo, que incorporen los últimos avances de la tecnología y en esa medida consigan

adaptarse a las exigencias de un mundo cada vez más dinámico y competitivo. (Herrera y Lizano, 2000).

## CONCLUSIONES

- a) Uno de los principales problemas para el desarrollo del mercado accionario y de capitales en Costa Rica es la falta de legislación que permita un desarrollo real, por lo que se deben enfatizar los mecanismos para la negociación accionaria.

Para que se produzca un desarrollo económico por contribución del mercado accionario deben darse las condiciones para garantizar la eficiencia en la intermediación del ahorro:

- Existencia de referencias de precios de mercado para poder valorar efectivamente las acciones, lo cual implica la existencia de un mercado de dinero y de deuda pública eficiente.
- Liquidez del mercado o mínima incertidumbre sobre la posibilidad de salida de la inversión, precio y los costos de transacción.
- Infraestructura de negociación y compensación y liquidación eficiente y segura de las inversiones.
- Supervisión de calidad para garantizar el cumplimiento.

- b) Los cambios en el ámbito legislativo deben desincentivar el endeudamiento, estimulando la capitalización de las empresas, así como la doble imposición que existe en el impuesto sobre la renta en el caso de las utilidades.
- c) El rompimiento de los monopolios de instituciones del estado cuya demanda de recursos de largo plazo para la realización de inversiones en servicios e infraestructura estimula su obtención al colocar sus acciones en el mercado de capitales para financiamiento.

Existe en este momento una iniciativa para reformar la ley de Protección al Trabajador que permitiría a las Operadores de Pensiones invertir un porcentaje de sus recursos en proyectos de infraestructura nacional.

- d) Entregarle al inversionista minoritario una participación real en las empresas. El marco de regulación del mercado de valores tiene como obligación promulgar protecciones básicas para el accionista. El derecho de voto tiene que ser garantizado. Las normas también tienen que ofrecer protecciones a los accionistas minoritarios, para asegurar que éstos no sean maltratados en funciones empresariales, tomas de control u otras acciones corporativas.
- e) La educación al público ha sido un aspecto abandonado por los participantes y entes reguladores del mercado de valores costarricense. Esto evidentemente requerirá de políticas más agresivas por parte de la Comisión Nacional de Valores, Bolsa Nacional de Valores y los puestos y

agentes de bolsa, para inculcar en las nuevas generaciones una cultura financiera, y que se vaya eliminando esa tendencia al estatismo proteccionista.

- f) El mercado costarricense por sí sólo resulta muy pequeño como para lograr una verdadera competitividad internacional. De esta forma debe propiciarse la participación de emisores e inversionistas extranjeros que permitan ampliar las alternativas de inversión y financiamiento a disposición de los participantes. La apertura a otros mercados contribuirá a incrementar los niveles de profundidad y eficiencia que el mercado tanto necesita.
  
- g) Puede ser que las operadores de pensiones no encuentren en el mercado local la oferta de títulos con las características deseadas en cuanto a riesgo y rentabilidad que la ley obliga, por lo que tendrán que buscar en los mercados internacionales mejores opciones, dado que los recursos administrados están prontos a sobrepasar las necesidades de captación del sector público, que es como sabemos, la principal fuente de títulos que conforman los portafolios de inversión de las operaciones de pensiones.



**BIBLIOGRAFÍA**

Araya, J.C. (1995). Cómo ayudar a desarrollar el mercado accionario en Costa Rica. *Revista EKA. Portafolio de Inversiones*, 51, 26-35.

Arrau, P. Patricio. (1994). Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980-1993. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL/PNUD). Santiago de Chile.

Arnaldo Ortiz. (2004). Evolución de Nuestro Mercado de Valores. *Revista Interbolsa Visión. Edición número 21*.

Ayales E, Edgar (1973). Algunos aspectos del mercado de Capitales Costarricense. San José: Banco Central de Costa Rica.

Bolsa Nacional de Valores (1998). Plan de Acción para el Desarrollo del Mercado Accionario en Costa Rica. SUGEVAL.

Bolsa Nacional de Valores (1988). Evolución del mercado accionario. San José: Banco Central de Costa Rica.

Calderón, A. (1995). Análisis del Mercado Accionario Costarricense. San José: Banco Central de Costa Rica.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo de las Naciones Unidas (1991). Regulación del Sistema Financiero y Reforma del Sistema de Pensiones: Experiencias de América Latina. Santiago de Chile: CEPAL/PNUD.

Corporación Costarricense de Desarrollo (1989). Plan de acción para el desarrollo del Mercado accionario en Costa Rica. San José: Banco Central de Costa Rica.

Danilo Montero R. Panorama bursátil. Inversiones en valores para el 2005. (2005). *Revista Actualidad Económica número 310*.

Espinosa, J. (1994). Sistema Financiero y su Reforma: Teoría, experiencia internacional y el caso costarricense. Heredia: Fundación UNA.

Iglesias, A. (1991). Sistemas de Pensiones en América Latina: Chile, experiencia de un régimen de capitalización. Santiago de Chile. CEPAL/PNUD.

Jack, G. (1995). Los Mercados de Capital y las empresas de los países en desarrollo. *Revista Finanzas y Desarrollo* 38-41.

Lizano, E. (2001). Escritos sobre Reforma Financiera. San José: Academia de Centroamérica.

Orozco, N. (2002). La relevancia del Mercado financiero y de capitales para optimizar las inversiones de los fondos de pensiones. Asociación Internacional de la Seguridad Social, Seminario sobre bases financieras y actuariales de los regímenes de pensiones. Santiago de Chile.

Ramírez, E. (2002). Moneda, banca y mercados financieros. México: Prentice-Hall.

Riesco, M. (1997). Las asociaciones de fondos de pensiones (AFP) Chilenas. *Revista New Left Review*, 223 , 90-100.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/publibros.html>. Discurso de apertura de Adolfo Rodríguez, Rodrigo Arias y Eduardo Lizano. El futuro de la negociación de valores Fecha de acceso: 23/04/2005.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/publibros.html>. Jiménez Chaw, Guillermo. El caso Español. El desarrollo de los Mercado Financieros. Fecha de acceso: 23/04/2005.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/publibros.html>. Fleytes, Agustín. Condiciones para la inversión en el mercado de valores costarricense. Fecha de acceso: 23/04/2005.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/publibros.html>. García, Catalina. Un mercado en desarrollo: La nueva ley de valores. La Reforma financiera en el mercado de valores. Fecha de acceso: 07/05/2005.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/pubmemorias.html>. SUGEVAL. Informe anual sobre el mercado de valores 2003. Fecha de acceso: 07/05/2005.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/pubmemorias.html>. SUGEVAL. Informe anual sobre el mercado de valores 2002. Fecha de acceso: 07/05/2005.

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/publica/pubmemorias.html>. SUGEVAL. Informe anual sobre el mercado de valores 2001. Fecha de acceso: 07/05/2005.

<http://www.incae.ac.cr/ES/clacds/investigacion/pdf/cen110.pdf>. Aguilar, Allan (1998). El mercado de capitales en Chile y el papel de los fondos de pensiones. Fecha de acceso: 07/05/2005.

<http://www.redsegso.org.uy/1.Cambridge.htm>. Facultad de ciencias económicas, Universidad de Cambridge, Reino Unido. Reforma de las pensiones, mercado de valores, formación de capital y crecimiento económico: un comentario crítico sobre las propuestas del Banco Mundial. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<http://www.actualidad.co.cr/224-225/34-pipasa.html>. Méndez, Pamela y Saborio, Shirley. PIPASA en las grandes ligas. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<http://www.actualidad.co.cr/223/39-fondos.html>. Méndez, Pamela y Santamaría, Vivian. Fondos de inversión Concentrados... pero atractivos. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<http://www.actualidad.co.cr/223/46-bolsa.html>. Montero, Danilo. Consultor Presidente AF Integra . El futuro de la bolsa bajo un nuevo paradigma del mercado de valores. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<http://www.actualidad.co.cr/278/29.finanzas.html>. Ortiz, Gustavo. Mercados financieros inmobiliarios: una nueva era para las inversiones. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<http://www.actualidad.co.cr/240-241/51-finanzas.html>. Méndez, Pamela. La globalización de los mercados de valores. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<http://www.actualidad.co.cr/244/55-finanzas.html>. Castro, Isaac. Titularización de Activos: ¿Un mercado potencial?. Fecha de acceso: 22/04/2005.

<https://www.bnvalores.com/download/17-01-05.pdf>. BN Valores Comunica.. A qué se debe la alta inestabilidad de los países en desarrollo. Fecha de acceso: 23/04/2005.

[www.conassif.fi.cr/Boletines/BLTCONASSIF02-2001.pdf](http://www.conassif.fi.cr/Boletines/BLTCONASSIF02-2001.pdf). CONASIFF. Boletín mensual, noviembre 2001. . Fecha de acceso: 23/04/2005.

[www.laprensagrafica.com/eleconomista](http://www.laprensagrafica.com/eleconomista). Santamaría, Ixchel. El economista. Fecha de acceso: 23/04/2005.

[www.eclac.cl/publicaciones](http://www.eclac.cl/publicaciones). Titelman, Daniel. CEPAL/NACIONES UNIDAS. Financiamiento del desarrollo. Fecha de acceso: 23/04/2005.

[www.afp-ag.cl/Estudios/Efectos.pdf](http://www.afp-ag.cl/Estudios/Efectos.pdf). Corbo, Vittorio y Schmidt, Klaus. Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile. Fecha de acceso: 23/04/2005.

[www.capitales.com/tecnicas/articulo.mhtml?art=regimen\\_pensiones&tit=Art&iacute;culos](http://www.capitales.com/tecnicas/articulo.mhtml?art=regimen_pensiones&tit=Art&iacute;culos). Córdoba, Anayancy. Comisión Nacional de Valores. Fecha de acceso: 23/04/2005.

[www.decon.edu.uy/publica/Doc299](http://www.decon.edu.uy/publica/Doc299). Siandra, Eduardo. Sistemas de pensiones, sus reformas y los mercados de capitales. Departamento de Economía de Uruguay. Fecha de acceso: 12/05/2005.

[www.decon.edu.uy/publica/Doc299](http://www.decon.edu.uy/publica/Doc299). Siandra, Eduardo. La inversión extranjera en los fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales doméstico. Departamento de Economía de Uruguay. Fecha de acceso: 12/05/2005.

[http://www.fiap.cl/p4\\_fiap/antialone.html?page=http://www.fiap.cl/p4\\_fiap/site/artic/20030430/pags/20030430124503.html](http://www.fiap.cl/p4_fiap/antialone.html?page=http://www.fiap.cl/p4_fiap/site/artic/20030430/pags/20030430124503.html). Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. Impacto de las reformas a los sistemas de pensiones en las economías. Fecha de acceso: 12/05/2005.

[www.world-pensions.org/docus/tres13.doc](http://www.world-pensions.org/docus/tres13.doc). Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. Propuesta para mejorar la institucionalidad de los fondos de pensiones. Fecha de acceso: 12/05/2005.

[www.iamericas.org/pdfs/InsightsArticles/Al\\_Larrain\\_sp.pdf](http://www.iamericas.org/pdfs/InsightsArticles/Al_Larrain_sp.pdf). Larrain, Guillermo. Los Mercados de Capital en Chile. Perspectivas Americanas. Fecha de acceso: 12/05/2005.

