

¿CÓMO CREAR UN SISTEMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE ACCIONES COMUNES, PARA APOYAR EL FINANCIAMIENTO DE LAS INICIATIVAS DE LOS EMPRENDEDORES, COMO UNA FUENTE ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO?

FRANCISCO SEQUEIRA SANDOVAL

Economista y abogado

Estudiante de Maestría en Derecho Tributario ULACIT

francisco36@gmail.com

RESUMEN

Esta investigación tiene como propósito analizar la posibilidad de construir un sistema bursátil que funcione como una alternativa para el financiamiento de las iniciativas de los emprendedores. Recientemente se promulgó la ley de reforma integral a la ley del sistema de banca de desarrollo, con el fin de apoyar a las pequeñas y medianas empresas, así como a los emprendedores, a través de la creación de un fondo de capital semilla y un fondo de capital de riesgo. No obstante, a pesar de los esfuerzos, la mayoría de los recursos que recibirían los usuarios finales, corresponden a un préstamo mercantil tradicional, cuyas condiciones en la mayoría de los casos no son compatibles con las necesidades de los negocios en sus etapas tempranas. Por esta razón, se ha concebido un sistema bursátil que funcione como alternativa al sistema de préstamo tradicional. Para determinar la aceptación de tal sistema, se aplicó una encuesta a 50 personas, consideradas pequeñas y medianas empresas, tales como talleres de reparación automotriz, pulperías, servicios profesionales, etc. Los resultados de la encuesta evidenciaron que existe muy poca cultura bursátil en el país, así como un gran desconocimiento respecto a sus bondades. Con leve mayoría, los encuestados se inclinaron por crear un sistema como el propuesto, que incluye por un lado emisores emprendedores, por otro lado inversionistas y finalmente una entidad gubernamental, que dependa del Consejo Rector del sistema de banca para el desarrollo y que funcione como una bolsa de valores, coordinando las negociaciones entre emisores e inversionistas.

PALABRAS CLAVE: BOLSA DE VALORES, EMISORES, INVERSIONISTAS, ESTRUCTURA DE CAPITAL, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.

ABSTRACT

The purpose of this research was to analyze the possibility of creating a stock system that would function as an alternative to the funding of entrepreneurial initiatives. A comprehensive law reform to the development banking system law was recently promulgated in order to support small and medium-sized enterprises, as well as entrepreneurs, through the creation of a seed capital fund and a venture capital fund. However, despite the efforts, the majority of the resources for the final users would come from a traditional commercial loan whose conditions, in the majority of the cases, are not compatible with the early stages' needs of these businesses. Therefore, the stock system was conceived as an alternative to the traditional loan system. In order to determine the acceptance of such a system, researchers conducted a survey with a sample of 50 owners of small and medium-sized enterprises, such as auto repair shops, convenience stores, professional services, etc. The result of this survey showed that there is a lack of stock culture in the country, as well as a high level of ignorance regarding its benefits. The survey respondents were slightly inclined towards the creation of a system similar to the proposed one, which includes on one hand issuing entrepreneurs, on the other hand investors, and a governmental entity that will depend on the Governing Council of the development banking system, and that would function as a stock market, coordinating the negotiations between issuers and investors.

KEYWORDS: STOCK EXCHANGE, issuers, investors, STRUCTURE CAPITAL, SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES.

INTRODUCCIÓN

La coyuntura histórica que enmarca la existencia de un ser humano, suele determinar el enfoque de su quehacer científico y académico. Así las cosas, la coyuntura actual, corresponde a un momento histórico en el que, una vez más, el estado costarricense ha llegado al colapso. Hace muchos años, con el estreno de la vigente Constitución Política, se implementó una estrategia de desarrollo basada en el crecimiento del Estado y del gasto público. Detrás de dicho modelo, yacía un enfoque teórico keynesiano que le servía de motor. En términos prácticos, ello significó que el Estado debía constituirse en un gran empleador, al extremo de que aquel, no solo creó infinidad de instituciones, sino que además, a muchas de estas las descentralizó del ámbito del Poder Ejecutivo y les otorgó autonomía. Además, el Estado llegó a crear empresas participando directamente en distintas industrias, como un oferente de bienes y servicios, en la mayoría de los casos actuando como monopolista. Por lo tanto, el Estado costarricense se convirtió en un Estado empresario, de cuyas ruinas, todavía quedan algunos vestigios en operación (RECOPE, FANAL, INS y los bancos comerciales del Estado).

Según MIDEPLAN (2014), en 1965 los asalariados del sector público representaban un 10.5% del total de la población ocupada del país. Para 1986 este porcentaje aumentó a un 19.7%, como reflejo del cambio estructural que sufrió el país durante esas décadas y la evidente importancia que llegó a alcanzar el estado costarricense dentro de la economía nacional. No obstante, a partir de los Programas de Ajuste Estructural aplicados en las décadas de los 80 y 90, se produjo un cambio en la estructura del empleo en el país, de tal forma que los asalariados del sector público llegaron a representar un 11% en el año 2011.

Sin pretender ser exhaustivos, durante las últimas décadas, los distintos gobiernos han apostado por una estrategia de desarrollo que incluye apertura comercial, promoción de la inversión extranjera, promoción de las exportaciones, del turismo, etc. Queda claro que es al sector privado al que se le encarga la tarea de generar empleo. No obstante, desde el punto de vista gubernamental, desafortunadamente se insiste en promover una cultura de “empleado”. Muy poco se ha hecho a través de los años, por incentivar una cultura de “empresario”.

Como parte de estos escasos esfuerzos, se encuentra el tema del emprendedurismo. En primer lugar, cabe destacar el esfuerzo del Instituto Tecnológico de Costa Rica que creó su Centro de Incubación de Empresas, el cual funciona desde el año 1994.

Asimismo, a partir de la Ley número 8634, del Sistema de Banca para el Desarrollo, que entró a regir en mayo del 2008 y fue reformada durante este año 2014, se establece la creación del llamado Fideicomiso Nacional para el Desarrollo (FINADE), que está dirigido a crear un fondo de capital semilla, como instrumento para financiar a los emprendedores. No obstante, la puesta en marcha de estos estímulos gubernamentales ha recorrido un camino largo y complicado. Seis años después de la promulgación de dicha ley, por fin la Asamblea Legislativa aprobó una reforma integral en este año 2014. La idea es que finalmente, sea posible utilizar los fondos que se han acumulado, en condición de préstamo, a partir del peaje bancario del 17% de la captación de las cuentas corrientes de los bancos privados. Además, se han conseguido recursos provenientes de varios impuestos, incluyendo el que grava la llamada Banca de

Maletín. Se estima que estos fondos superan los doscientos cincuenta mil millones de colones. En La Gaceta número 75 del 19 de abril del 2013, se publicó para consulta, el Reglamento del Programa Capital Semilla.

Por último, también hay que considerar los esfuerzos de esta Universidad (ULACIT), al proponer como parte de su gestión académica, la discusión inexorable del tema del emprendedurismo.

En este contexto y tomando en cuenta la imperiosa necesidad que tienen los emprendedores de contar con un apoyo cierto y definitivo en materia de financiamiento de sus proyectos, es que se propone realizar la siguiente investigación que responde al siguiente problema general: ¿Cómo crear un sistema de emisión y colocación de acciones comunes, para apoyar el financiamiento de las iniciativas de los emprendedores, como una fuente alternativa de financiamiento?

Por lo tanto, en la primera parte se explicará el planteamiento del problema y su justificación, así como el abordaje teórico metodológico, bajo el cual se pretende realizar la investigación; en la segunda, se establecerán los elementos que requiere el sistema para su funcionamiento, así como los requisitos legales de funcionamiento y los requisitos que deben exigirse a los eventuales emisores.

En la tercera parte se diseñará y aplicará una encuesta a un total de 50 pequeñas y medianas empresas, para recopilar su opinión al respecto del sistema propuesto, y analizar su viabilidad.

Finalmente, se analizan los resultados obtenidos y se hacen las propuestas concretas que correspondan.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Como se adelantó en la introducción, el problema objeto de esta investigación se plantea de la siguiente manera: ¿Cómo crear un sistema de emisión y colocación de acciones comunes, para apoyar el financiamiento de las iniciativas de los emprendedores, como una fuente alternativa de financiamiento?

La matriz básica de investigación se presenta en la Tabla 1, que se encuentra en el Anexo A y le puede servir al lector de guía práctica para comprender el hilo propuesto.

Teniendo claro el problema planteado, es necesario discutir respecto a su justificación. Al considerar el principio de partida doble que rige la contabilidad, según el cual, el activo total de una entidad económica cualquiera es igual al pasivo total más el patrimonio total, se deduce que un negocio cualquiera se puede financiar, de conformidad con las siguientes combinaciones: o bien con solo pasivos, solo fuentes patrimoniales, o bien con una combinación de los dos. A partir de la experiencia de once años de trabajo del autor, como analista de crédito en un banco comercial, es posible concluir que el sistema tradicional de financiamiento bancario que se ofrece a las pequeñas y medianas empresas, en la mayoría de los casos, lleva al fracaso de los negocios. En ocasiones, el financiamiento mismo se convierte en un obstáculo para el éxito del negocio. Si esto es así para pequeñas y medianas empresas en operación, lo será también para las iniciativas de emprendedurismo que se deseen poner en práctica.

Las razones por las cuales, en muchas ocasiones el financiamiento bancario, en vez de apalancar negocios, los obstaculiza, se debe a que por su naturaleza, dicho financiamiento se otorga a plazos cortos y a tasas de interés altas. Además, la exigencia de garantías reales se convierte en una barrera de entrada para muchas pequeñas y

medianas empresas, que carecen de estas. Los plazos cortos conllevan elevadas amortizaciones mensuales y las altas tasas de interés implican, elevados pagos por intereses que también deben hacerse en forma mensual, generalmente. Por lo tanto, los negocios se ven obligados a generar recursos rápidamente para atender sus obligaciones, pero los ciclos de vida de la mayoría de los negocios, no permiten obtener tantos recursos como se requiere, sobre todo en edades tempranas. En consecuencia, lo que se tiene es un descalce de plazos, entre lo exigido por el banco en el contrato de préstamo y lo que materialmente puede generar el negocio. Este descalce, en muchas ocasiones provoca el fracaso de negocios que de otra manera, con otra modalidad de financiamiento, podrían alcanzar el éxito y sobrevivir. Es a partir de esta experiencia, muy lamentable en ocasiones, que se propone investigar respecto al problema planteado líneas atrás.

A partir de las razones esgrimidas, es imperativo pensar en alternativas al sistema de financiamiento bancario tradicional y lógicamente, el uso de fuentes patrimoniales surge como primera posibilidad.

Hay, sin embargo, algunos conceptos que deben quedar claros, antes de seguir adelante.

A pesar de las referencias a los negocios en operación, la investigación está enfocada en los emprendedores, es decir, en las personas físicas o jurídicas que inician un negocio desde cero. El sistema propuesto, no solo debe tener a los emprendedores como meta, sino que además, debe demostrar que puede ser sostenible. Pero, ¿qué es un emprendedor? Al respecto, el autor Rafael Alcaraz distingue entre dos puntos de vista. Desde el punto de vista de los negocios, *“el emprendedor es un empresario; es el propietario de una empresa comercial con fines de lucro”* (Alcaraz, 2006-p.1). Desde el punto de vista académico, el emprendedor tiene un perfil especial, un conjunto de características, que le hacen actuar de una manera determinada *“y le permiten mostrar ciertas competencias para visualizar, definir y alcanzar objetivos”*. (Alcaraz, p.1).

En el artículo 6, inciso a) de la Ley número 9274, denominada “Ley de reforma integral de la ley número 8634, ley del sistema de banca para el desarrollo, y reforma de otras leyes”, se incluye la siguiente definición:

“a) Emprendedores: persona o grupo de personas que tienen la motivación y capacidad de detectar oportunidades de negocio, organizar recursos para su aprovechamiento y ejecutar acciones de forma tal que obtiene un beneficio económico o social por ello. Se entiende como una fase previa a la creación de una Mipyme”.

A partir de estas definiciones, se deduce que es socialmente conveniente apoyar a los emprendedores, sobre todo porque su labor se da en el ámbito privado y se traduce en la creación de más y mejores empleos. Un empuje a este sector redundará en un aporte significativo al crecimiento económico y a la institucionalidad del país, en la medida en que una mayor cantidad de gente pase del sector informal al sector formal de la economía.

MARCO TEÓRICO

Para efectos de determinar el marco teórico-metodológico de esta investigación, debe tomarse en cuenta el diseño arquitectónico de la criatura que se pretende armar. No debe perderse de vista que el objetivo es crear un sistema, en este caso, de carácter bursátil. Por lo tanto, lo primero que debe hacerse es determinar sus elementos.

En este sentido, el método lógico deductivo es de fundamental importancia para poder determinar los elementos básicos que dan lugar a un sistema bursátil. Pero además, no puede ser un sistema bursátil abierto, ya que debe ser concebido como un instrumento de apoyo a las iniciativas de emprendedurismo que cumplan con ciertos requisitos.

Con respecto a los elementos, está claro que en un sistema bursátil como el que se plantea, convergen los emisores de títulos accionarios, que en este caso son los emprendedores y a su vez, convergen los inversionistas que eventualmente estarían interesados en invertir en dichos títulos. En el medio existirá un ente que funcionará como una bolsa de valores típica. Por lo tanto, se debe echar mano de un método descriptivo exhaustivo para determinar los requisitos que deberán cumplir los emisores.

Finalmente, es necesario proponer un prospecto para uso de cada emisor y un marco regulatorio, con el fin de atenuar cuanto sea posible la asimetría de información que impera en este tipo de mercados.

La posibilidad de crear un sistema bursátil como el propuesto estará sujeto al interés de los actores, por lo tanto, será necesario definir una muestra y aplicar encuestas con el fin de determinar si realmente existe interés en participar en una bolsa de valores. A pesar de las encuestas, el enfoque teórico de toda esta investigación seguirá siendo cualitativo, toda vez que se analizan los elementos del sistema, su opinión a través de las encuestas y a partir de allí, se propone la creación del sistema bursátil.

Para efectos de definir los requisitos que debe cumplir un emprendedor, para ser inscrito como emisor, se propone utilizar los parámetros que establecen los artículos 21 y siguientes de la Ley número 8262, Ley de Fortalecimiento de las pequeñas y medianas empresas, para definir a una pequeña y mediana empresa. Dichos parámetros se utilizarán como guía para los fines de este estudio, por lo tanto, en este abordaje se empleará un método comparativo, de la misma manera que se propone elaborar el prospecto, cuya base serán los prospectos que utilizan las empresas que en este momento se encuentran inscritas como emisoras en la Bolsa Nacional de Valores.

Finalmente, aunque podría resultar obvio, el sistema bursátil propuesto está basado en empresas emisoras que operan en una economía de mercado, caracterizada por la libre competencia. Por lo tanto, un requisito fundamental que deben cumplir es que deben mostrar una rentabilidad estimada positiva y en consecuencia, de acuerdo con la industria en que se desempeñen, deberán cumplir con índices financieros mínimos, tanto en solvencia, endeudamiento y rentabilidad.

Determinación de los elementos del sistema bursátil

Un mercado se crea a partir de oferentes y demandantes. En el caso de un sistema bursátil, se necesita de emisores que impriman títulos valores y los ofrezcan a los inversionistas. Los inversionistas son personas físicas o jurídicas que están dispuestos a sacrificar su consumo presente, en aras de obtener una ganancia en el futuro.

El emisor

El emisor en este caso es el emprendedor, quien plantea una iniciativa de negocio y para ello prepara un plan de negocios. En la mayoría de los casos, los emprendedores no tienen suficiente conocimiento como para preparar dichos planes de negocios y menos aún para generar un prospecto tal y como la normativa actual lo exige. A manera de comparación, solo en lo que se refiere al prospecto, los emisores de la Bolsa Nacional de Valores están regulados, entre otras, por la siguiente normativa:

- El Reglamento sobre oferta pública de valores
- Acuerdo SUGEVAL SGV-A-182: Instrucciones para la remisión de prospectos de entidades emisoras y documentos relacionados.
- Acuerdo SUGEVAL SGV-84: Guía para la elaboración de prospectos de empresas emisoras.

Entre otras cosas, se establece una obligación, a cargo de los emisores, de actualizar el prospecto de inversión en forma anual, o bien, con menor periodicidad en caso de ocurriera algún hecho relevante.

El emprendedor emisor debe tener un trato diferenciado en comparación con el emisor de la Bolsa Nacional de Valores. Sus requisitos de información deben simplificarse porque de otra manera, incumplirá con la normativa. Esto no significa que el prospecto o la obligación de declarar oportunamente los hechos relevantes, desaparezcan, lo que significa es que debe simplificarse la cantidad de datos requeridos, de tal manera que no ahogue al emprendedor en su preparación y le distraiga inútilmente de su labor principal que es desarrollar la iniciativa de negocios.

En este sentido, para que el sistema funcione debe discriminarse entre emisor emprendedor y el emisor en general. Para ello debe reformarse la Ley reguladora del mercado de valores (LRMV), ya que en su artículo 6 exige el requisito de inscripción, para cualquier emisor en general. Este artículo señala lo siguiente:

Artículo 6. Inscripción

Todas las personas físicas o jurídicas que participen directa o indirectamente en los mercados de valores, excepto los inversionistas, así como los actos y contratos referentes a estos mercados y las emisiones de valores de las cuales se vaya a realizar oferta pública, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, conforme a las normas reglamentarias que dicte al efecto la Superintendencia. La información contenida en el Registro será de carácter público. Los inversionistas que tengan participación accionaria significativa de acuerdo con los términos de esta ley, deberán comunicarlo de inmediato a la Superintendencia.

La Superintendencia reglamentará la organización y el funcionamiento del Registro, así como el tipo de información que considere necesaria para este Registro y la actualización, todo para garantizar la transparencia del mercado y la protección del inversionista.

La Superintendencia deberá velar porque la información contenida en ese Registro sea suficiente, actualizada y oportuna, de manera que el público inversionista pueda tomar decisiones fundadas en materia de inversión.

Por supuesto que lo lógico es reformar este artículo para que si bien los nuevos emisores efectivamente estén obligados a inscribirse en el Registro Nacional de Valores, que lo hagan en una sección totalmente aparte, con requisitos más sencillos, por la misma naturaleza de las emisiones y de los proyectos que se financiarán con aquellas.

También el artículo 10 de la LRMV debe reformarse, debido a que exige que solo pueden hacerse emisiones, siempre que sean conformes a toda la normativa que rige la materia.

Es necesario, en este caso, preparar un reglamento de operación del sistema bursátil propuesto, como excepción, que se ajuste a una normativa particular, la cual si bien, tendrá que estar dentro del ámbito de regulación de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), deberá ser eximida de la aplicación de muchos de los acuerdos del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, que reglamentan la operación del sistema de compra y venta de títulos valores en el país.

En suma, el emisor emprendedor necesita un trato preferencial. Si el negocio que desea implementar empieza con una estructura de capital de 80-20, es decir, 80% del activo total financiado con pasivos y el restante 20% con fuentes patrimoniales, es muy probable que termine fracasando. Naturalmente hay que hacer la salvedad de que la estructura de capital está en función del tipo de negocio. Para un banco comercial, por ejemplo, es muy natural que la estructura de capital presente un alto endeudamiento debido a que ello, es intrínseco al negocio de intermediación financiera. La mayoría de los negocios de comercialización de bienes, también presentan altos niveles de endeudamiento, toda vez que el empresario compra a crédito la mercadería que comercializa y luego también, la vende a crédito, por lo tanto, el patrimonio en estas empresas, porcentualmente es poco significativo. No obstante, aún en estos casos extremos, todo negocio en sus inicios, sea un banco comercial o una comercializadora de bienes, va a requerir de mayores fuentes patrimoniales para sobrevivir la etapa de incursión al mercado al que se dirige, por lo tanto, aún en estos casos extremos, difícilmente lo logren con una estructura de capital 80-20.

Pero además, la mayoría de las iniciativas de los emprendedores, por razones obvias, no comprenden bancos ni empresas comercializadoras, se trata de negocios que implican inversión en equipos para procesar materias primas, o bien pequeños talleres de servicios, que también implican inversión en activos, como por ejemplo los talleres de mecánica automotriz.

Por lo tanto, es evidente que si estos emprendedores tuvieran a su disposición la posibilidad de vender acciones para financiar sanamente sus iniciativas de negocio, empezarían probablemente con una estructura de capital inversa a lo usual, es decir, 20-80, un 20% del total de activos financiado con pasivos y el 80% restante financiado con fuentes patrimoniales, por lo que tendrían la ventaja de aliviar sus flujos de caja iniciales, ante la inexistencia de grandes cargas financieras imperativas. Financiarse con capital permite operar la empresa con bajos índices de endeudamiento, por lo que el capital de trabajo neto aumenta significativamente y ante dificultades normales, como bajas ventas, lenta recuperación de cuentas por cobrar o bien, algún evento de fuerza mayor o caso fortuito, la empresa cuenta con recursos para mantener su producción en niveles normales y aguantar el vendaval.

El inversionista

En el caso de los inversionistas, el ámbito de acción es mucho más amplio ya que toda persona física o jurídica que desee invertir en títulos accionarios, se considera un inversionista. Las únicas restricciones que pueden tener estas personas están basadas en los siguientes tres aspectos:

1. Deberán ajustarse plenamente a la normas que regulan los delitos de legitimación de capitales, entre otras leyes.
2. Deberán renunciar al derecho de suscripción preferente que menciona el artículo 139 bis del Código de Comercio, con el fin de que si el negocio crece y llegare a ser objeto de una fusión o de una absorción, dichos inversionistas-accionistas no obstaculicen ese proceso.
3. Deberán observar las normas que regulan la concentración de mercados, es decir, la Ley de la promoción de la competencia y defensa efectiva del consumidor, debido a que es posible para un inversionista llegar a concentrar mucho poder de mercado, en el caso de que, siendo un inversionista de empresas competidoras del emprendedor, también le compre una gran cantidad de acciones a este último.

Si el inversionista se ajusta a los límites señalados, no debe haber nada que le impida realizar su inversión, ya que de esta manera se garantiza la sostenibilidad del sistema, al financiar las diferentes iniciativas con ahorro privado. Esta es una gran diferencia, con respecto al Fideicomiso Nacional de Desarrollo, que se mencionó antes, porque sus recursos son públicos, pero con el agravante de que la mayoría de los recursos, provienen de préstamos que realiza la banca privada, a este fideicomiso, a partir del peaje del 17% de las captaciones en cuenta corriente. Aunque se pague una tasa de interés baja, por dichos recursos (equivalente al 50% de la tasa básica pasiva), lo cierto es que se trata de un préstamo que es necesario devolver en algún momento.

Por lo tanto, es necesario que el sistema bursátil propuesto sea sostenible, y para ello, es imperativo abrir los proyectos a cualquier tipo de inversionista: sea una persona física, una persona jurídica, o bien los llamados inversionistas institucionales, que son los Fondos de Inversión, los Fondos de Pensiones, etc.

El principal incentivo para cualquier inversionista implica una reforma a La Ley del impuesto sobre la renta y su Reglamento. En este caso, se debe eliminar el impuesto a los dividendos establecido en el artículo 18 de dicha Ley, únicamente para los inversionistas que adquieran títulos accionarios de este sistema bursátil específico. Ni siquiera es posible dejar la tasa de impuesto a los dividendos en un 5%, como rige para el caso de las empresas que están inscritas en Bolsa. La tasa debe ser cero, para que el inversionista no vea como un costo asociado a su inversión, dicho impuesto. Si se mantiene el impuesto, se desincentiva la inversión y el sistema ni siquiera nace a la vida jurídica.

Ahora bien, en el futuro, cuando el inversionista vende su participación accionaria y logra obtener una ganancia, ahí sí, tendrá que declarar dicha ganancia como ingresos gravables y pagar el impuesto sobre la renta correspondiente. Este evento sí es acorde con un sistema tributario solidario, justo y progresivo.

Sistema bursátil

Con los elementos subjetivos del mercado ya definidos, lo que queda es establecer el sistema en el cual convergen estos. Deberá ser un sistema bursátil implementado por el Estado, no puede dejarse a la empresa privada, porque no tendrían ningún interés. Se puede agregar como un programa adicional que maneje el Consejo Rector del Sistema de Banca para el Desarrollo, creado mediante el artículo 10 de la Ley de reforma integral de la Ley número 8634, Ley del sistema de banca para el desarrollo,

y reforma de otras leyes. El sistema incluye un registro de emisores y un sistema electrónico de subasta de los títulos accionarios emitidos. Deberán coordinar con un sistema de custodia de valores, a cargo de un tercero, que dará el servicio, a cambio de una comisión. Adicionalmente, deberá crearse un sistema de promoción y publicidad para dar a conocer la oferta de títulos. Deberán instruir a cada emisor para que presente la información mínima a los posibles inversores, no obstante, este programa debe ser independiente de los restantes departamentos que asesoran a los emisores, con el fin de mantenerse neutrales ante emisores e inversionistas.

METODOLOGÍA

Derivado del apartado anterior y a manera de resumen, la metodología empleada en este estudio se basa en los siguientes pilares. El enfoque se reitera es cualitativo, debido a que se determinan los elementos de un sistema, a partir de sus cualidades y no en función de su *quantum*. El trabajo es descriptivo, ya que es necesario describir las características de los elementos citados, en la coyuntura histórica que se encuentra el país. Al respecto, comprendiendo el término emprendedurismo, que se explicó en el marco teórico, se aborda al emprendedor como posible usuario de un sistema bursátil y se le interroga para alcanzar los objetivos del estudio.

Para ello se ha definido una muestra de 50 pequeñas y medianas empresas, localizadas en distintas partes del país. Por lo tanto, el instrumento para recopilar las opiniones es una encuesta breve, pero puntual, que será tabulada para determinar la posible aceptación de un esquema como el propuesto.

ENCUESTA

Teniendo claro los elementos del sistema bursátil, las preguntas que surgen de inmediato son las siguientes: ¿Existe alguna posibilidad de que dicho sistema sea viable? ¿Consideran los emisores que ellos utilizarían este medio de financiamiento para sus proyectos?

Con el fin de contestar estas preguntas se elaboró una encuesta de 50 cuestionarios, la cual fue aplicada a pequeñas y medianas empresas, ubicadas en todo el país, tales como talleres automotrices, plantaciones agrícolas, servicios profesionales, etc.

El esfuerzo de incluir tan disímiles actividades económicas en la aplicación de la encuesta, busca como resultado, que el encuestado reflexione sobre las fuentes de financiamiento disponibles, para cualquier negocio en general y que ofrezca su opinión respecto a la posibilidad de utilizar la emisión y colocación de acciones, como medio para financiar su empresa.

En el Anexo 2, se adjunta el formulario de la encuesta.

ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS

Vale la pena comentar que al aplicar las encuestas, muchas de las personas mostraron un alto nivel de desconocimiento respecto a temas bursátiles y de emisión de acciones, aún cuando se trataba de preguntas teóricas muy generales. Esto llama la

atención y muestra la casi nula cultura bursátil que impera en el país, en la población en general.

La pregunta 1 se utiliza por analogía, como una manera de discriminar el grupo al que se dirige el estudio. Es necesario tomar en cuenta que la mayoría de los emprendedores desarrollarán una pequeña o una mediana empresa, por lo tanto, las características de estos empresarios calzan bastante bien con las características de los emprendedores. La pregunta dice así:

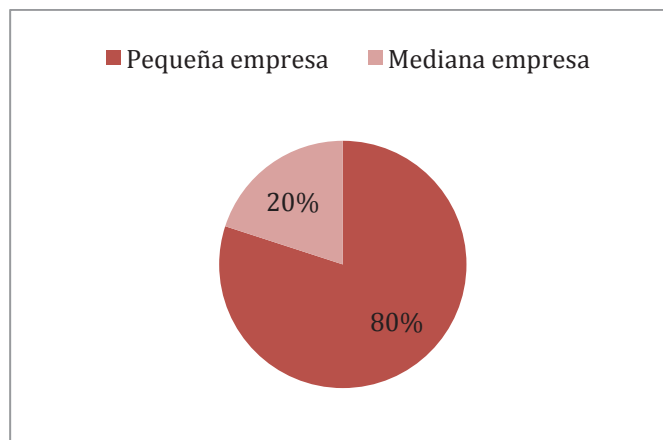
1.- Considera que su negocio es una:

Pequeña empresa _____

Mediana empresa _____

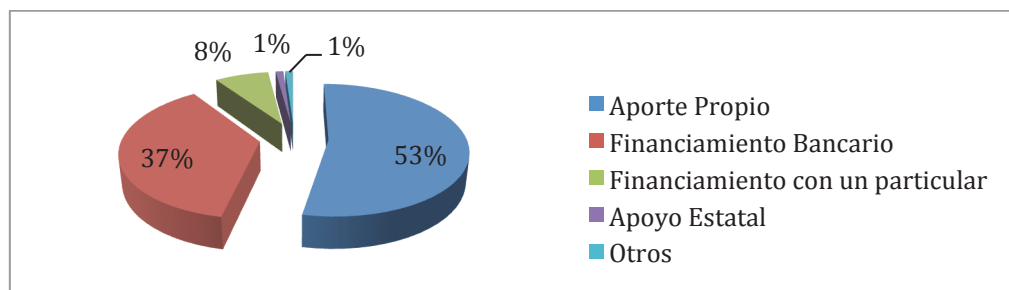
Como se ve en la Figura 1, el 80% de los encuestados considera que su negocio es una pequeña empresa, en tanto el restante 20% se consideran medianos.

Figura 1: Tipo de negocio. Elaboración propia



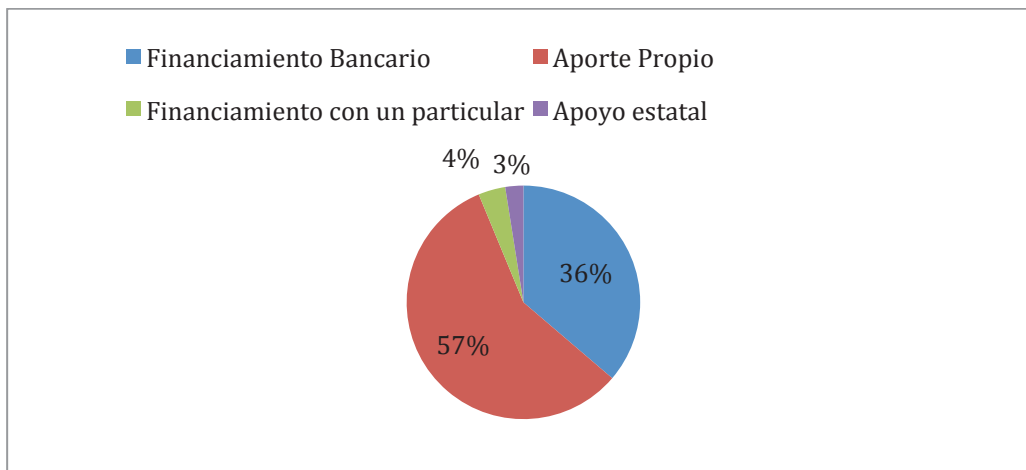
En el caso de la segunda pregunta, su intención era indagar sobre las fuentes de financiamiento que la población conoce, incluyendo las fuentes patrimoniales. La pregunta se dejó abierta, no obstante, es evidente que la mayoría de las personas no están familiarizadas con la emisión y colocación de acciones como fuente alternativa de financiamiento.

Figura 2: Fuentes de financiamiento conocidas. Elaboración propia



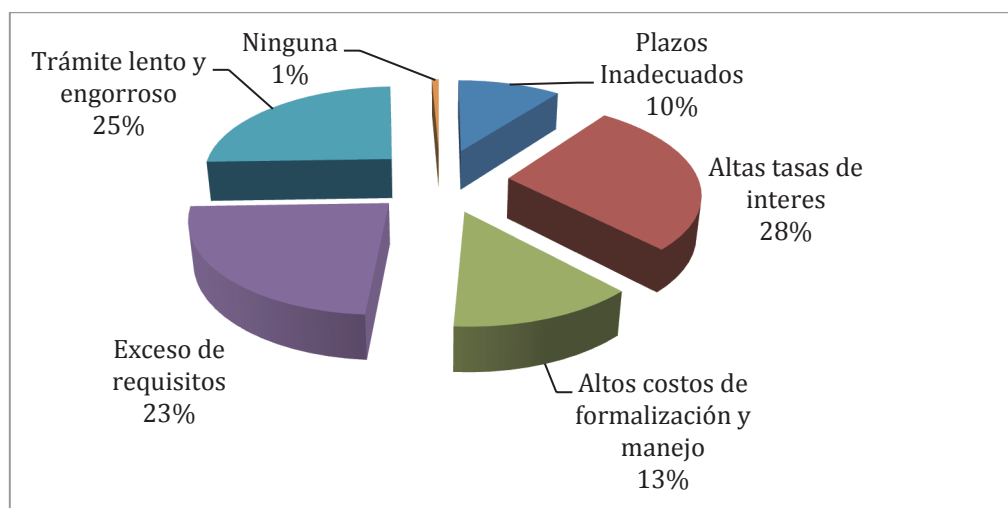
En la pregunta tres, se consultó sobre las fuentes de financiamiento, efectivamente utilizadas por los empresarios y los resultados obtenidos fueron los siguientes: el 57% dijo que se financia con aportes propios, el 36% con financiamiento bancario y una minoría que alcanza conjuntamente el 7%, se financia con particulares o recibe apoyo estatal.

Figura 3: Tipos de financiamientos utilizados. Elaboración propia



En la pregunta cuatro, se plantean las posibles desventajas que tiene el financiamiento bancario tradicional y de conformidad con los entrevistados, el principal problema son las altas tasas de interés con un 28%, luego le siguen los trámites lentos y engorrosos, con un 25%, y el exceso de requisitos con un 23%, como se observa en la Figura 4.

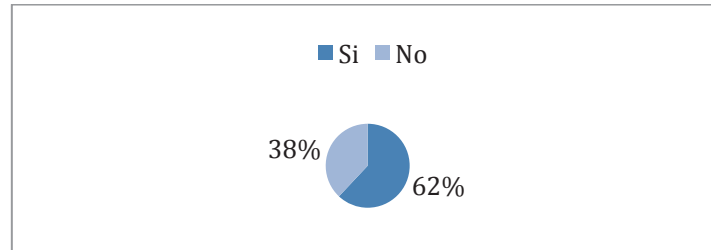
Figura 4: Desventajas en el financiamiento. Elaboración propia



La pregunta cinco sorprende y confirma la escasa cultura bursátil del país, ya que se pregunta en general sobre el tema bursátil y la mayoría de los encuestados ni siquiera

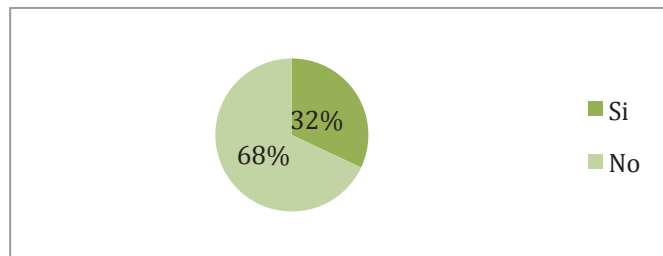
ha escuchado algo al respecto, el porcentaje alcanza un 62%. Solo el restante 38% ha escuchado sobre bolsas de valores.

Figura 5: ¿Ha escuchado de bolsas de valores? Elaboración propia



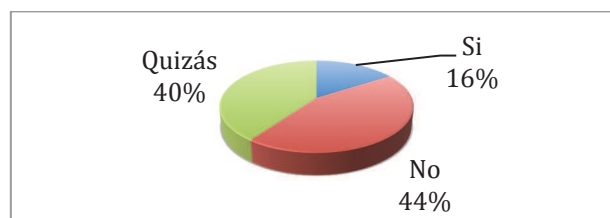
Coincidentemente, ante la pregunta de si sabe lo que es una emisión de acciones comunes de una sociedad anónima, un porcentaje similar al anterior, no conoce nada al respecto, es decir un 68%, como se observa en la Figura 6. El 32% aseguran que sí saben qué es eso. Igualmente, esto refleja la poca cultura bursátil que impera en el país.

Figura 6: Conocimiento sobre emisión de acciones. Elaboración propia



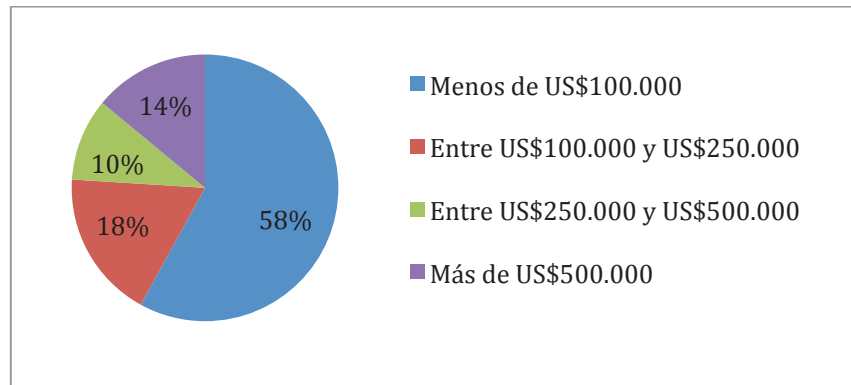
Con la pregunta siete, se pretende estimar la posible demanda de un sistema bursátil como el propuesto, aunque desde el punto de vista científico no es nada fácil estimar dicha demanda, sobre todo por el alto porcentaje de personas que manifiestan un desconocimiento del tema. No obstante, con la encuesta aplicada, un 44% asegura que no utilizaría la emisión y colocación de acciones como fuente alternativa de financiamiento, un 40% afirma que quizás y un 16% sí lo utilizaría. Por lo tanto, el reto que existe por delante es mejorar el conocimiento de la gente respecto de este tema y procurar que los indecisos se pasen al grupo del Sí, para que el sistema tenga futuro. Con el nivel de conocimiento actual de la población, no será nada fácil implementar un sistema como el propuesto.

Figura 7: Utilización de la emisión de acciones. Elaboración propia



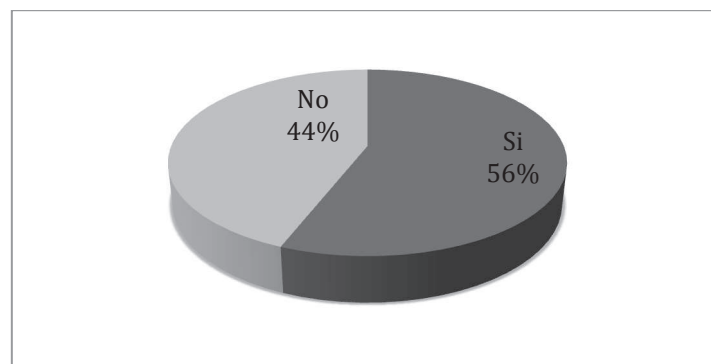
Los resultados de la pregunta ocho coinciden plenamente con los resultados de la pregunta uno, en el sentido de que la mayoría de los encuestados corresponden a pequeñas empresas. Por lo tanto, en el caso de que se llegara a utilizar la emisión y colocación de acciones comunes, como fuente de financiamiento, el 58% de los entrevistados indican que su emisión sería por monto menor a los US\$100.000, lo que representa a la mayoría. Tan solo un 14% se ubicarían en el rango superior a los US\$500.000, como se desprende de la figura 8.

Figura 8: Rangos de emisión. Elaboración propia



Finalmente, la última pregunta es directa y excluyente, se le pregunta al encuestado si considera que es necesario establecer un sistema bursátil, al respecto, el 56% asegura que sí es necesario y el restante 44% dice que no. Como se ve, hay cierta mayoría que opina favorablemente ante la idea de instalar un sistema bursátil, que aunque en la encuesta se plantea general, este trabajo lo que propone es crear un sistema específico y dirigido a los emprendedores. La combinación de resultados de las preguntas 7 y 9, muestran una mayoría a favor del sistema, sin embargo, esta mayoría no es abrumadora y por lo tanto, se considera necesario profundizar en los estudios para decidir su implementación.

Figura 9: Necesidad de un sistema bursátil. Elaboración propia



CONCLUSIONES

Esta investigación tiene dos connotaciones que es necesario destacar. En primer lugar, fue concebida como un instrumento técnico dirigido a estructurar un sistema bursátil que le funcione a los emprendedores. Como sistema, cuenta con varios elementos que se desglosaron y se analizaron en el cuerpo del trabajo. Por lo tanto, esta connotación es práctica, es decir, procura aportar a la comunidad nacional, el establecimiento de un sistema real, que funcione como una alternativa para el financiamiento de las iniciativas de negocios de los emprendedores costarricenses.

Pero además, en segundo lugar, el trabajo procura incentivar la discusión, no sólo desde el ámbito académico, sino desde el ámbito gubernamental, para llamar la atención de que efectivamente el financiamiento bancario tradicional disponible para apoyar las iniciativas de los emprendedores, en la mayoría de los casos, no es suficiente y no es la forma más adecuada, para apuntalar dichos negocios. El financiamiento bancario tradicional, en muchos casos, se convierte en un arma de doble filo, en el sentido de que lejos de convertirse en un instrumento de apoyo al negocio, pasa a ser un obstáculo, que generalmente los traba y puede incidir en su fracaso.

Las reformas recién promulgadas, a la Ley del Sistema de banca para el desarrollo, tienen las mejores intenciones, pero la mayoría de esos recursos, llegan al Fideicomiso Nacional de Desarrollo como un préstamo y luego se colocan a los usuarios finales como un préstamo también. Es loable que se esté planteando un apoyo que va más allá del préstamo, como de logística, de asesoría y asistencia técnica, etc., sin embargo, al recibir el usuario un préstamo puro y simple, tendrá la misma presión de flujo de caja que genera un financiamiento tradicional y solo en el menor de los casos, podrá salir adelante.

Esta Ley también contempla una pequeña parte de recursos para destinarlos a capital semilla y capital de riesgo, pero se insiste, la fuente de recursos de todo el sistema de banca de desarrollo, son préstamos y cuando se presenten proyectos fallidos, es posible que el sistema entre en crisis.

La propuesta aquí planteada, se basa en el capital privado de los ahorrantes, que ante un abanico de emisiones, puede escoger su cartera de inversiones, como le plazca, según su perfil de riesgo y rentabilidad.

Con respecto a las encuestas aplicadas, las principales conclusiones se refieren al evidente desconocimiento que presenta la población en general sobre temas bursátiles, lo cual es coherente con la poca utilización de la emisión y colocación de acciones en este país, como fuente alternativa de financiamiento, ya que prevalece el financiamiento bancario y el aporte propio, en un 93% de los casos, como las principales fuentes de financiamiento utilizadas.

Finalmente, una leve mayoría muestra un apoyo al establecimiento de un sistema bursátil como el propuesto, lo cual también es un reflejo de la poca cultura que impera en el país, respecto a este tema.

PROPUESTAS CONCRETAS

A pesar de que las encuestas practicadas no muestran una mayoría abrumadora, se propone crear un sistema bursátil, que funcione como un programa independiente, pero jerárquicamente supeditado al Consejo Rector del Sistema de Banca para el

Desarrollo, creado por el capítulo 10 de la citada Ley de Reforma integral del sistema de banca para el desarrollo.

Para que este programa funcione, deberán realizarse varias reformas a la normativa vigente, de tal manera que opere como un sistema bursátil específico para emprendedores. Debe modificarse la Ley del impuesto sobre la renta y el Reglamento, con el fin de exceptuar del pago del impuesto a los dividendos, a los inversionistas que inviertan en estos títulos accionarios. Igualmente, debe modificarse la normativa que rige el mercado de valores costarricense, de tal manera, que los emprendedores en su calidad de emisores, no estén obligados a presentar la gran cantidad de información y requisitos que señala la ley y los reglamentos, especialmente en lo referido a los prospectos de inversión y a la información de hechos relevantes.

Los inversionistas deben ser incentivados para invertir en estos instrumentos, no obstante, deben firmarse contratos de compra de acciones en el que renuncien al derecho de suscripción preferente, para no obstaculizar eventuales procesos de fusión. También deben estar pendientes del cumplimiento de las leyes contra el delito de legitimación de capitales y de las normas que regulan la concentración de mercados en este país.

Una oficina técnica que funcione bajo la jerarquía del Consejo Rector del sistema de banca de desarrollo, debe apoyar a los emisores en la preparación de los prospectos de inversión, pero esta oficina, no puede formar parte del programa que tendrá a su cargo el sistema bursátil, así como el registro de emisores, la coordinación con el custodio de valores, etc., debido a que es necesario mantener una independencia total en estas últimas labores.

En suma, se espera que este trabajo llame la atención respecto a la necesidad de incentivar, sistemas de financiamiento distintos al préstamo bancario tradicional, dado que existe gran cantidad de iniciativas de negocios que podrían llegar a ser exitosas, pero fracasan al utilizar las fuentes de financiamiento tradicional. Si se consigue una alternativa que promueva el éxito en los negocios de los emprendedores, ello repercutirá en la generación de una mayor cantidad de empleos, en un mayor crecimiento económico y en la construcción de una patria mejor para todos los costarricenses.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alcaraz Rodríguez, Rafael E. (2006) El Emprendedor de Éxito (3ª ed.). México D.F.: McGraw Hill Interamericana Editores. México D.F., 2006.
- Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica (MIDEPLAN). (Febrero de 2014) Política Nacional de Empleo Público (PNEP). Construyendo un Estado al servicio de las personas. Borrador para discusión. San José, Costa Rica.
- Ley número 8634, del Sistema de Banca para el Desarrollo.
- Ley de Reforma Integral de la ley número 8634, Ley del Sistema de Banca para el Desarrollo, y reforma de otras leyes.

- Ley Reguladora del Mercado de Valores y su Reglamento
- Ley del Impuesto sobre la Renta y su Reglamento
- Ley número 8262, Ley de fortalecimiento de las pequeñas y medianas empresas
- El Reglamento sobre oferta pública de valores
- Acuerdo SUGEVAL SGV-A-182: Instrucciones para la remisión de prospectos de entidades emisoras y documentos relacionados.
- Acuerdo SUGEVAL SGV-84: Guía para la elaboración de prospectos de empresas emisoras.

ANEXO A

TABLA 1
Matriz Básica de Investigación

<p>Problema general:</p> <p>¿Cómo crear un sistema de emisión y colocación de acciones comunes, para apoyar el financiamiento de las iniciativas de los emprendedores, como una fuente alternativa de financiamiento?</p>		
<p>Objetivo general:</p> <p>Crear un sistema bursátil específico y regulado con el fin de apoyar en la emisión y colocación de acciones comunes para el financiamiento de las iniciativas de negocios de los emprendedores.</p>		
Objetivos específicos	Variable de estudio	Indicadores
<p>Objetivo específico 1:</p> <p>Determinar las necesidades de financiamiento de un negocio promedio, así como las ventajas de una estructura de capital basada fuentes patrimoniales.</p>	<p>Estructura de capital</p>	<p>Razones financieras</p> <ul style="list-style-type: none"> • Razones de endeudamiento o • Razones de actividad
<p>Objetivo específico 2:</p> <p>Determinar cualitativa y cuantitativamente el tipo de inversionistas interesados en dichos títulos de riesgo.</p>	<p>Demanda de títulos valores</p>	<p>Características</p> <ul style="list-style-type: none"> • Inversionista Institucional • Inversionista común • Cuantitativos • Precios • Cantidad demandada
<p>Objetivo específico 3:</p> <p>Plantear un modelo de prospecto de inversión para una emisión típica.</p>	<p>Revelación de información pertinente</p>	<p>Ítems a incluir:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Experiencia en la actividad • Mercado al que se dirige • Otros riesgos

ANEXO B

Formulario de encuesta

Este formulario se ha elaborado para efectos de la investigación del curso Seminario de Investigación Aplicada, que forma parte del Programa de Maestría en Derecho Tributario de la Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología (ULACIT), impartido durante el cuarto trimestre del año 2014.

Problema a investigar: ¿Cómo crear un sistema de emisión y colocación de acciones comunes, para apoyar el financiamiento de las iniciativas de los emprendedores, como una fuente alternativa de financiamiento?

Público meta y número de encuestas: Pequeñas y medianas empresas – 50 encuestas.

1.- ¿Considera que su negocio es una:

Pequeña empresa _____

Mediana empresa _____

2.- ¿A su criterio, cuáles son las fuentes de financiamiento más importantes que existen para apoyar el desarrollo de un negocio cualquiera?

Indicar al menos dos:

3.- ¿Para el caso de su negocio, cuál o cuáles fuentes ha utilizado o utiliza en este momento?

4.- ¿En el caso del financiamiento bancario, cuáles desventajas considera usted que tiene esta fuente de financiamiento?

- a) Plazos inadecuados
- b) Altas tasas de interés
- c) Altos costos de formalización y manejo
- d) Exceso de requisitos
- e) Trámite lento y engorroso

5.- ¿Ha escuchado hablar de bolsas de valores?

Sí _____ No _____

6.- ¿Sabe lo que es una emisión de acciones comunes de una sociedad anónima?

Sí _____ No _____

7.- ¿Considerando la colocación de acciones comunes en bolsa, como una fuente de financiamiento alternativo, cree usted que utilizaría este instrumento en algún momento, en calidad de emisor?

Sí _____ No _____ Quizás _____

8.- ¿Si utilizara la emisión y colocación de acciones comunes, como fuente de financiamiento para su negocio, en cuál de los siguientes rangos de emisión podría ubicarse, en su caso particular.

Escoger sólo uno

- a) Menos de US\$100.000
- b) Entre US\$100.000 y US\$250.000
- c) Entre US\$250.000 y US\$500.000
- d) Más de US\$500.000.

9.- ¿Considera usted que es necesario establecer un sistema bursátil que le permite a los pequeños y medianos empresarios colocar sus acciones comunes?

Sí _____ No _____

Muchas gracias