



Isabel Barrientos Blanco
ibarrientos@dospinos.com

Actualmente se desempeña como profesional en la Cooperativa de Productores de Leche Dos Pinos RL. Ha participado en la elaboración de proyectos para empresas como Coopelesca, Coopelecheros y Dos Pinos Es Bachiller de la Carrera de Administración de Empresas del Instituto Tecnológico de Costa Rica y estudiante de licenciatura es esa misma casa de estudios.

Herla Pineda Segura
herlaps@hotmail.com

Consultora para el Instituto Nacional de Fomento Cooperativo. Además trabajó en Pozuelo Pro, Procter & Gamble y la Operadora de Pensiones del Banco Popular. Es Bachiller y Licenciada en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas del Instituto Tecnológico de Costa Rica. Se halla incorporada al Colegio de Contadores Privados de Costa Rica.

Carlos Alberto Valverde Brealey
cvbrealey@fayca.com

Asesor Global para la Región Latinoamericana en el departamento Laboral y Migratorio del Bufete Facio & Cañas. Es Bachiller y Licenciado en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas del Instituto Tecnológico de Costa Rica.

La obtención de recursos frescos por parte de las empresas del sector empresarial privado, a través de emisiones de bonos de deuda en la Bolsa Nacional de Valores (BNV), es una opción que pierde cada vez más su atractivo y el horizonte no parece ser muy alentador.

Desde el año 2001, 24 empresas han optado por retirarse como emisoras y hay muchas otras que siguen inscritas,

pero que no han realizado emisiones recientemente.

Causas por las cuales la emisión de deuda no resulta atractiva

Empresarios, expertos y jefes del sector bursátil concuerdan en la mayoría de las razones, que van desde un exceso de trámites que desmotivan

a los emisores hasta una pérdida de competitividad frente a otras opciones financieras, además de las opciones de financiamiento que ofrecen los bancos (crédito corporativo, líneas de crédito, factoreo etc).

Este último fue el caso de la empresa *Zona Franca Metropolitana*, la cual se dedica a la administración de bienes inmuebles, que abandonó el mercado

Desde el año 2001, 24 empresas han optado por retirarse como emisoras y hay muchas otras que siguen inscritas, pero que no han realizado emisiones recientemente.

bursátil en el 2006. Su representante, Ricardo Antonio Méndez Rojas, explicó que prefirieron optar por otras formas de financiamiento disponibles en el Sistema Bancario Nacional (SBN) tales como hipotecas, líneas de crédito o pagarés. De esta forma, se evitaría revelar públicamente información financiera que, como declara Méndez, puede ser usada por la competencia para conocer y aprovechar movimientos estratégicos, además de agilizar el proceso de captación de recursos frescos para capital de trabajo a un menor costo.

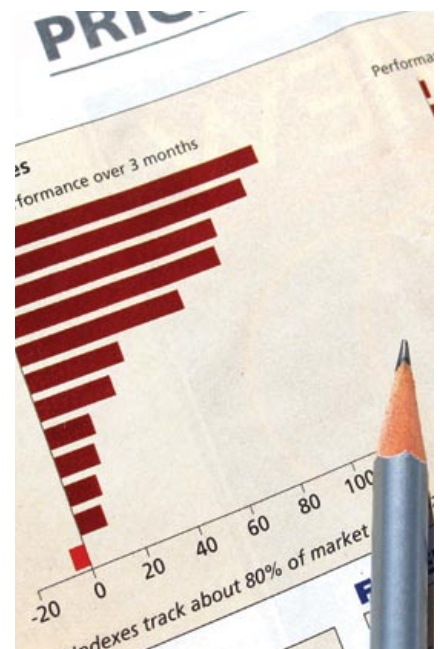
Sobre este punto, el supervisor de operaciones bursátiles de Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), Jorge Amador Garbanzo, declara que en nuestro país tenemos un problema causado fundamentalmente

porque, en la estructura financiera, las transacciones están dominadas por emisiones del sector público (Gobierno y Banco Central) que ocupan alrededor del 90%, tanto del mercado primario como del secundario. De acuerdo con el señor Garbanzo, este dominio no permite la penetración de emisores del sector privado, ya que las empresas diseñan su estructura de financiamiento, colocando solo un pequeño porcentaje de sus necesidades de financiamiento en bonos de deuda, lo que no les genera la liquidez deseada. Concluye que bajo tal escenario, dominado por dos emisores, es normal que el sector empresarial privado decida financiarse fuera del mercado bursátil. Puede verse de esta forma como esta distorsión de la estructura del mercado financiero

está afectando al mercado bursátil.

Si a la distorsión en la estructura financiera costarricense, le sumamos el reciente fenómeno de fusiones y/o adquisiciones en la banca privada, nuevamente vemos que la ecuación tiende a favorecer a la banca privada en lo que respecta a la colocación de recursos.

Esta ola de fusiones inició en el 2005 cuando en mayo de ese año, el grupo BAC Credomatic comunicó su alianza con una subsidiaria de GE Consumer Finance, subsidiaria a su vez de GE Capital. A través de esta alianza, GE Capital adquirió el 49,99% del capital de un holding de BAC International Bank. Por otro lado, a inicios del 2006, el Banco Interfin fue comprado por Scotiabank; luego, el grupo Banistmo (dueño de Banex) fue adquirido por HSBC y en diciembre de ese mismo año, Citigroup anunció que compraba Banco Uno y el Grupo Cuscatlán. Como lo confirma el señor Johnny Monge Mata, Coordinador de Análisis Financiero de la SUPEN, estas fusiones, son sinónimo de aumento en los activos y de un exceso de liquidez bancaria que, a final de >>





Las razones alegadas por las empresas para retirarse del mercado bursátil van desde el exceso de trámites que desmotivan a los emisores hasta una pérdida de competitividad frente a otras opciones financieras.

cuentas, resulta en condiciones crediticias muy favorables para la colocación de dichos excesos. Siendo este el escenario financiero actual, es incuestionable porqué las opciones de financiamiento ofrecidas por la banca privada cada vez están mejor posicionadas en el sector empresarial, en detrimento de las opciones de financiamiento bursátiles.

Opinión Empresarial

Dentro de las principales razones que expusieron las empresas para optar por retirarse como emisores de bonos de deuda, se destacan las siguientes (según su importancia relativa):

> El costo, dado que el financiamiento por medio de títulos de deuda constituye un costo financiero relativamente más alto comparado con otras fuentes de financiamiento que ofrece el SBN.

> Las empresas no desean seguir exhibiendo sus balances financieros en público. Este aspecto se debe entender desde dos puntos de vista. El primero, y más importante para la mayoría de las empresas, es el riesgo estratégico comercial de exponer públicamente información financiera. El segundo, refleja más un problema de índole legal. El carácter obligatorio que tiene el reporte sobre información estadística, hechos relevantes, suscripción de declaraciones juradas, etc., implica ya sea un costo de oportunidad por desviar recursos de la empresa para la elaboración de los mismos, o un costo financiero por contratar los servicios de expertos que se encarguen de llevar a cabo estos reportes. El problema se da por eventuales incumplimientos de dichos requisitos de información, exponiendo, tanto a la empresa como a sus representantes legales, a sanciones

que podrían afectar su imagen y credibilidad ante el público, generando una tensión adicional que no se tiene en el financiamiento tradicional.

- > Los trámites de registro son cada vez más engorrosos.
- > Disconformidad con el mecanismo existente por parte de la Clasificadora de Títulos y Valores con respecto a la calificación de riesgo otorgada a las emisiones.
- > La decisión tomada por instrucciones de las casas matrices, debido a que éstas les ofrecen líneas de crédito para llenar sus necesidades financieras. En algunos casos las empresas optaron por renuncia debido a una fusión o adquisición.

Influencia del endeudamiento en moneda extranjera

Observando las preferencias de los emisores privados entre el endeudamiento en moneda nacional o moneda extranjera, la decisión depende mucho de cuál deuda será relativamente más barata financieramente.

Con el sistema de mini-devaluaciones diarias, donde se suponía una

devaluación de alrededor de 0.10 céntimos diarios que, de mantenerse, equivaldría a un 12% de devaluación anual; con tasas de interés activas en dólares de alrededor de 10.31%, el costo del endeudamiento en moneda extranjera se sitúa en 22.31% comparado con el costo de adquirir una deuda en colones a través del Sistema Bancario Nacional al 18.49%, o con el de endeudarse en el mercado bursátil que rondaría el 23.06%. Se concluye que con ese “antiguo” sistema, a las empresas, al adquirir la deuda en moneda extranjera, les resultan al menos cuatro puntos porcentuales más oneroso comparado con el endeudamiento en moneda nacional en el Sistema Bancario Nacional, y cerca de un punto porcentual más barato comparado con el costo de captar, en el mercado bursátil, en moneda nacional.

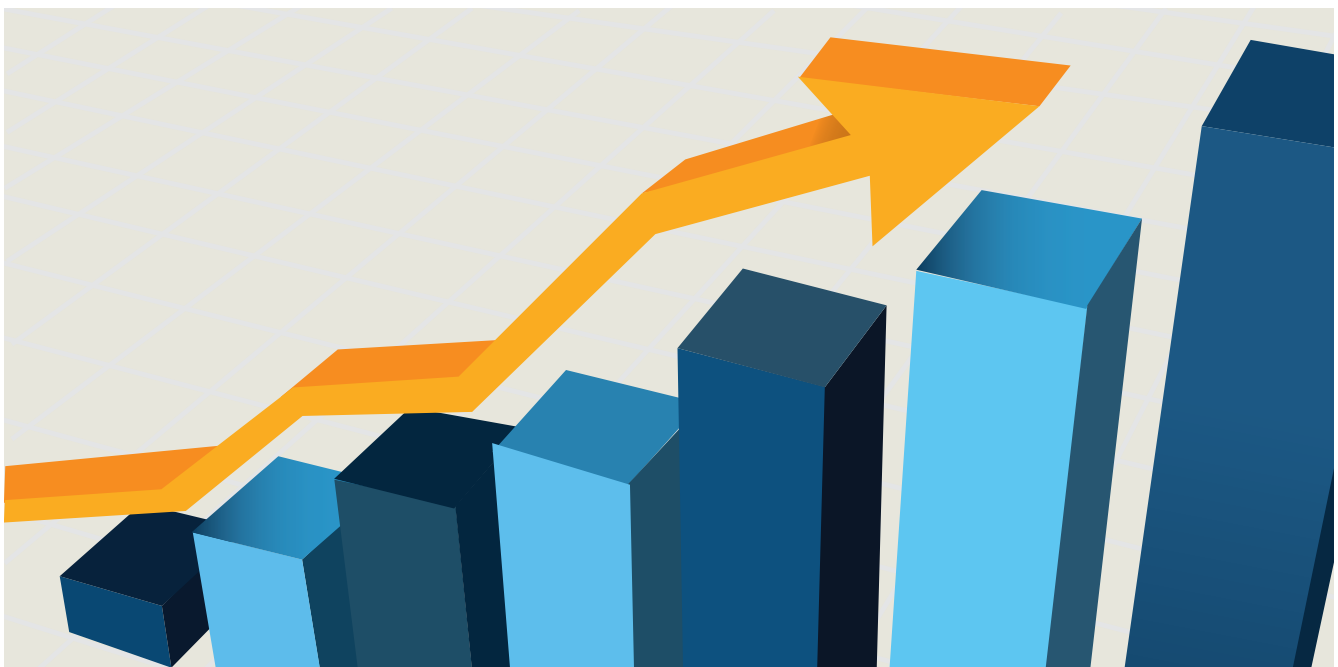
Ahora, con el sistema de bandas, el comportamiento ha sido el siguiente: el costo de endeudamiento en moneda extranjera se sitúa en 10.31% comparado con el costo de adquirir una deuda en

Algunas empresas manifiestan disconformidad con el mecanismo existente por parte de la Clasificadora de Títulos y Valores con respecto a la calificación de riesgo otorgada a las emisiones.

colones a través del SBN al 18.49%, o con el de endeudarse en el mercado bursátil que ronda el 23.06%. Con este nuevo sistema, parece ser que las empresas, al adquirir la deuda en moneda extranjera, les resultan al menos ocho puntos porcentuales más barato versus el endeudamiento en moneda nacional en el SBN y cerca de 13 puntos porcentuales más barato comparado con el costo de captar en el mercado bursátil en moneda nacional. Por lo tanto el efecto cambiario actualmente determinado por las bandas, en realidad viene a resaltar la ventaja que, desde el punto de vista de costos, existe a favor del financiamiento bancario en moneda extranjera. Al analizar aspectos propios de la emisión de deuda en el mercado bursátil y al observar las diferencias porcentuales de la realidad económica del país, integrado por el tipo

de cambio, parece que el horizonte para las opciones bursátiles, particularmente para la emisión de deuda, no resulta muy prometedor, todo esto en detrimento tanto del sector empresarial en busca de capital de trabajo, como para su contraparte, el inversionista que cada vez ve más limitadas sus posibilidades para colocar su excedente.

Por último cabe aclarar que, a diferencia de lo que muchos analistas creen, la tasa pasiva no es una razón, al menos no una razón evidente, que haya motivado a las empresas emisoras a retirarse. Si bien el aumento o descenso de la tasa pasiva afecta tanto el costo financiero para el financiamiento bancario como para el financiamiento bursátil, no es un elemento que afecte a uno en detrimento del otro ya que para ambos es una tasa de referencia. ■



Referencias bibliográficas

Banco Central, (2007), Tasas de Interés, disponible en:

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/IndicadoresEconomicos/frmEstructuralInformacion.aspx?idioma=E&codMenu=%20900&DesTitulo=Tasas%20de%20interes>

SUGEVAL, (2007), Términos Relacionados, disponibles en:

<http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario2.html#M>

SUGEVAL, (2007), Lista de empresas emisoras desinscritas, disponible en:

<http://rnvi.sugeval.fi.cr/esp/rnvi/participantes.aspx?F=T>

Barrientos, I., Pineda, H., Valverde, C., (abril y mayo, 2007) Encuestas aplicadas a empresas des inscritas del Mercado Bursátil. Costa Rica

Pineda, H. (2007, abril) Entrevista realizada al Sr. Jorge Amador Garbanzo, Supervisor de Operaciones Bursátiles de SUGEVAL, San José.

Barrientos, I. (2007, abril) Entrevista realizada a la Sra. Damaris Ulate Ramírez, Directora Ejecutiva, CAMARA DE EMISORES DE TITULOS VALORES, San José.

Pineda, H. (2007, abril) Entrevista realizada al Sr. Rigoberto Delgado, Servicios Financieros Corporativos, BANCO POPULAR, San José.

Pineda, H. (2007, abril) Entrevista realizada al Sr. Johnny Monge Mata, División de Régimen de Capitalización, SUPEN, ex funcionario de la SUGEVAL. San José.

RESUMEN:

El artículo pretende explicar la aparente pérdida de atractivo que ha sufrido el mercado bursátil costarricense como fuente de financiamiento entre el sector empresarial, reflejado en el hecho de que desde el año 2001, 24 empresas han optado por retirarse como emisoras y muchas otras siguen inscritas pero inactivas.

Las opiniones de empresarios, expertos y jefes del sector bursátil, recolectadas por medio del trabajo de campo, concuerdan en la mayoría de las razones, que van desde un exceso de trámites que desmotivan a los emisores hasta una pérdida de competitividad frente a otras opciones financieras, como crédito corporativo, líneas de crédito, descuento de facturas, entre otras.

Específicamente de la información recolectada se desprende que las empresas se retiran del mercado bursátil por las siguientes razones: costos de emisión, la publicación de hechos relevantes, los trámites engorrosos para la inscripción, disconformidad con el mecanismo existente para las clasificaciones de riesgo y fortaleza del sector de bancario.

Palabras claves: Bolsa de valores, financiamiento empresarial, mercado accionario, crédito empresarial bancario, títulos accionarios.

SUMMARY:

This article seeks to explain what is currently happening in the stock and banking markets. The fact that since 2001, 24 companies have chosen to un-register in the stock market as debt bond issuers and many others currently registered have not issued bonds recently seems to show that something is not functioning properly.

The opinion of businessmen, experts and stock market administrators collected by field work uniformly agree in most of the causes stated, going from excessive requirements that doesn't stimulate issuers, to a loss of competitiveness to other financial options like the financing options offered by banks (corporate credit, credit lines, factoring, etc.).

According to the information collected the main reasons offered by companies to opt out as bond issuers are: high cost of emission, relevant fact publication requirements, troublesome registration proceedings, and disagreement with the current risk classification mechanism as well as the strength of the banking sector.

Keywords: Stock market, company financing, stock market, corporate credit, shares.