



Universidad Nacional de Costa Rica

Facultad de Ciencias Sociales

Escuela de Economía



Tesis de Grado

El Mercado de Valores de Costa Rica y su falta de desarrollo en el periodo de
1985-2016: desde un enfoque del modelo Español.

Trabajo final de Graduación sometido a consideración del Tribunal Examinador
para optar por el grado de Licenciatura en Economía.

Elaborado por:

Bach. Priscilla Raquel Hernández Víquez

Heredia – Costa Rica

Octubre, 2020

Tribunal Examinador:

M.B.A. Luis Salas Madrigal, Representante Presidente Decano de la Facultad de Ciencias Sociales.

M.Sc. Juan Ricardo Wong Ruiz, Representante Directora de la Unidad Académica.

M.Sc. Julio Cesar Espinoza, Responsable Académico.

M.Sc. María Leonela Artavia Jiménez, Lectora.

Doctora. Ana Cristina Carmona Segnini, Lectora.

Bach. Priscilla Raquel Hernández Víquez, Estudiante.

Dedicatoria

A Dios.

Por haberme cubierto con su amor y misericordia para llegar hasta este momento, y haberme dado la salud y el apoyo de mis seres queridos para lograr mis objetivos.

A mi hijo Dáriel.

Porque es la razón de mi vida, y con él renacieron las fuerzas para seguir adelante por un mejor futuro lleno de amor puro.

A mi madre Margarita.

Por haberme apoyado en todo momento, por su amor, sus consejos y su motivación constante, ya que con ello formo una mujer de bien, dándole el mejor ejemplo de superación, esfuerzo, honradez, humildad y comprensión.

A mi abuelita Blanca.

Por su apoyo y amor incondicional, y aunque ya no esté en esta tierra, desde el cielo nos ama y nos cuida.

A mi padre Roberto.

Por su apoyo y amor durante toda mi vida, y al cual amo con todo mi corazón.

Agradecimiento

En primera instancia agradezco a Dios, a la Santísima Virgen María y al Padre Pio por haberme bendecido para alcanzar mi tan anhelada meta. Asimismo agradezco a mi hijo, a mis padres, abuelita y primas por la comprensión y el apoyo que me han brindado durante toda mi vida.

Además, una clave importante tanto para mi superación personal como profesional fue mi profesor y tutor Julio Cesar Espinoza, al cual agradezco que por tantos años fuera también mi amigo, y con el cual comparto este gran logro.

Tabla de contenido

Introducción	14
Capítulo I: Generalidades de la investigación.....	16
1.1 Antecedentes	16
1.2 Justificación y planteamiento del problema	23
1.2.1 Justificación de la investigación	23
1.2.2 Planteamiento del problema	28
1.3 Objetivos de la investigación	31
1.3.1 Objetivo General	31
1.3.2 Objetivos Específicos	31
Capítulo II: Marco Teórico	32
2.1 ¿Qué es un Sistema Financiero (SF)?	32
2.2 Clasificación del Sistema Financiero	34
2.2.1 Mercado de Dinero o Monetario	34
2.2.2 Mercado de Capitales:	35
2.3 Funciones del Sistema Financiero y Mercado de Valores	37
2.3.1. Monetización de la economía	37
2.3.2 Intermediación financiera (IF):	38
2.3.3 Administración del riesgo	38
2.3.4 Administración de cartera	38
2.3.5 Apoyo al fisco	39
2.3.6 Facilitar el flujo ahorro-inversión	39
2.3.7 Optimización en la asignación de recursos	39
2.3.8 Liquidez	39
2.3.9 Circulación	39
2.3.10 Valoración	39
2.3.11 Seguridad Jurídica y Económica	40

2.3.12 Protección del ahorro contra la inflación	40
2.4 ¿Cómo es un Sistema Financiero y un Mercado de Valores Desarrollado?	40
2.5 Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.....	45
2.6 ¿Son mejores los Sistemas Financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil?.....	45
2.6.1 Bancos	47
2.6.2 Mercado de acciones (MA)	47
2.6.3 Sistema Bancario (SB) vs. Mercado Bursátil (MB)	47
Capítulo III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	49
3.1 Tipo de investigación y enfoque	49
3.2 Alcance	53
3.3 Universo de la investigación	54
3.3.1 Sujetos y fuentes de información	54
3.4 Técnicas e instrumentos de investigación	56
3.5 Matriz Metodológica.....	58
3.6 Cronograma.....	60
CAPÍTULO IV: ANALISIS DE RESULTADOS	61
4.1 Sistema Financiero y Mercado de Valores de Costa Rica	61
4.1.1 Sistema Financiero costarricense	61
4.1.2 Estructura del Sistema Financiero de Costa Rica	62
4.1.3 Evolución del Mercado de Valores entre los años de 1984 – 2016	65
4.1.4 Antecedentes de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica	67
4.1.5 ¿Cómo se comporta el Mercado de Valores de Costa Rica?	79
4.1.6 Indicadores Financieros	87
4.2 Sistema Financiero y Mercado de Valores Español.....	98
4.2.1 Sistema Financieros Español	98
4.2.2 Organización del Mercado de Capitales Español	104

4.2.3 El Euro	116
4.2.4 Perspectivas y desafíos	119
4.2.5 Indicadores Financieros	123
4.3 Mercado de Valores de Costa Rica vs. Español.....	125
4.3.1 Sistema Financiero de Costa Rica versus Sistema Financiero Español	125
4.3.2 Mercado de Valores de Costa Rica versus Mercado de Valores Español	127
4.3.3 Indicadores Financieros Costa Rica vs. España	139
4.4 Recomendaciones.....	143
CONCLUSIONES	146
Referencias.....	155

Lista de cuadros

Cuadro 1. Matriz Metodológica.....	59
Cuadro 2. Cronograma	60
Cuadro 3. Indicador: M1, M2 y Riqueza Financiera vs. PIB nominal de Costa Rica.....	91
Cuadro 4. Indicador: Mercado Primario, Secundario y acciones vs. PIB nominal de Costa Rica	93
Cuadro 5. Indicador: Mercado Primario, Secundario y acciones vs. Volumen total transado de Costa Rica.....	95
Cuadro 6. Indicador: M1 y M2 vs. PIB nominal de España	123
Cuadro 7. Sistema Financiero de Costa Rica vs. Sistema Financiero Español.....	126
Cuadro 8. Mercado de Valores de Costa Rica vs. Mercado de Valores Español.....	127
Cuadro 9. Indicador: M1 vs. PIB nominal de Costa Rica y España.....	140
Cuadro 10. Indicador: M2 vs. PIB nominal de Costa Rica y España.....	142

Lista de Gráficos

Gráfico 1. Mercado Bursátil (Mercado Primario)	26
Gráfico 2. Mercado Bursátil (Mercado Secundario)	26
Gráfico 3. Indicador: M1 y M2 vs. PIB nominal de Costa Rica	89
Gráfico 4. Indicador: Riqueza Financiera vs. PIB nominal de Costa Rica.....	90
Gráfico 5. Indicadores: M1, M2 y Riqueza Financiera vs. PIB nominal de Costa Rica.....	91
Gráfico 6. Indicador: Mercado Primario, Secundario y acciones vs. PIB nominal de Costa Rica	92
Gráfico 7. Indicador: Mercado Primario, Secundario y acciones vs. Volumen total transado de Costa Rica.....	95
Gráfico 8. Indicador: Mercado Primario vs. Volumen total transado y PIB nominal de Costa Rica	96
Gráfico 9. Indicador: Mercado Secundario vs. Volumen total transado y PIB nominal de Costa Rica	97
Gráfico 10. Indicador: M1 y M2 vs. PIB nominal de España.....	123
Gráfico 11. Indicador: M1 vs. PIB nominal de Costa Rica y España	140
Gráfico 12. Indicador: M2 vs. PIB nominal de Costa Rica y España.....	141

Lista de Tablas

Tabla 1. Etapa de auto regulación (1976-1990)	74
Tabla 2. Etapa de regulación (1990-1998).....	75
Tabla 3. Etapa de regulación (1998-a la fecha).....	76
Tabla 4. Principales acciones del Mercado de Valores del periodo 2010-2013.....	86
Tabla 5. Evolución del Sistema Financiero Español (1983-2010).....	102

Lista de Esquemas

Esquema 1. Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero	63
Esquema 2. Mercado de Valores Español	105

Listado de siglas y acrónimos

BCE	Banco Central Europeo
BCR	Banco de Costa Rica
BCCR	Banco Central de Costa Rica
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BNV	Bolsa Nacional de Valores
CANFIC	Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito
CATS	Computer Assisted Trading System
CEE	Comunidad Económica Europea
CODESA	Corporación Costarricense de Desarrollo
COFISA	Corporación Financiera S.A
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
IF	Intermediación Financiera
LRMV	Ley Reguladora del Mercado de Valores
MA	Mercado Accionario
MB	Mercado Bursátil
MCCA	Mercado Común Centroamericano
MP	Mercado Primario
MS	Mercado Secundario
MV	Mercado de Valores
OEA	Organización de Estados Americanos
OISCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
OPVs	Oferta Pública de venta
PIB	Producto Interno Bruto
RAE	Real Academia Española
SB	Sistema Bancario

SCLV	Sociedad de Gestión de los sistemas de registros, compensación y liquidación de valores, S.A.
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SF	Sistema Financiero
SIBE	Sistema de interconexión Bursátil Español
SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
SUGESE	Superintendencia de Seguros
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores
SUPEN	Superintendencia de Pensiones
UEM	Unión Económica y Monetaria
VT	Volumen Transado
Vs.	Versus

Introducción

Dentro de la economía costarricense son diversos los aspectos que juegan un papel esencial para su desarrollo, uno de ellos es el Sistema Financiero, dentro del cual se encuentra el Mercado de Valores.

El Mercado de Valores es vital para el crecimiento, el desarrollo y las economías de mercado; ya que se desempeña como una institución que ofrece soporte a las iniciativas de las empresas; financiamiento a la implementación de nuevas ideas; facilidad a la gestión de riesgo financiero, entre otros elementos.

Además de las atribuciones anteriores, el Mercado de Valores es un pilar esencial para el ahorro y la generación de riqueza, debido a que permite que los inversionistas coloquen proporciones de su dinero a mejores rentabilidades y que por otro lado los que requieren recursos puedan financiar sus proyectos, es decir, transferir recursos desde las unidades superavitarias a las deficitarias.

Por lo tanto, en esta investigación se han de abarcar diversos aspectos relacionados con el análisis de la economía en general, el Sistema Financiero, y especialmente lo referente al Mercado de Valores.

La estructura del presente documento es la siguiente:

- En el primer capítulo, se presentan los antecedentes de la investigación, donde se incluye la sistematización teórica y la contextualización del objeto de estudio, donde se describen los rasgos generales de la economía costarricense, y de la evolución de su sistema financiero.

Además, se aborda propiamente el objeto de estudio, mediante el análisis de las características, las funciones y la evolución presentada por el Mercado de Valores de Costa Rica, enfatizándose especialmente en las medidas adoptadas en los últimos treinta años, ya que con ello se puede visualizar los cambios más relevantes implementados en dicho mercado y su desempeño durante el periodo de estudio.

Posteriormente, se realiza la justificación y el planteamiento u objeto de estudio, donde se expresa la esencia del tema en cuestión, ya que es lo que determina, orienta y justifica el desarrollo del proceso de investigación.

Y por último, se exponen los objetivos de la investigación, tanto a nivel general como a nivel específico, describiendo así los propósitos por los cuales se realiza esta investigación.

- En el segundo capítulo, se detalla el marco teórico de la investigación, el cual es el soporte conceptual de una teoría o de los conceptos teóricos que se utilizan para el planteamiento del problema de la tesis de investigación.
- En el tercer capítulo, se describe la estrategia metodológica, donde se identificará el tipo de investigación utilizado y su correspondiente enfoque, además del alcance de la investigación, así mismo se indicará las técnicas e instrumentos, la matriz metodológica como el debido cronograma de la investigación.
- En el cuarto capítulo, se realizará lo siguiente:
 1. Describir las principales características del Sistema Financiero y del Mercado de Valores en la economía costarricense durante el periodo de estudio.
 2. Identificar los principales rasgos del Sistema Financiero y del Mercado de Valores de España durante el periodo de estudio.
 3. Realizar una comparación del funcionamiento del Mercado de Valores de Costa Rica con el Mercado de Valores Español, analizando el desempeño de los principales factores que influyen en el desarrollo del Mercado de Valores de ambos países.
 4. Elaborar un conjunto de recomendaciones técnicas que estimulen el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica.

Cabe recalcar que en la comparación del Mercado de Valores de Costa Rica con el de España, se tomarán en cuenta aspectos estándares para que sea factible tal comparación; sirviendo lo anterior como criterio de evaluación de las fortalezas y deficiencias del Mercado de Valores Costarricense.

Finalmente, gracias al estudio realizado en secciones anteriores se formularán sugerencias y recomendaciones a nivel particular y general, todo ello con el fin de cumplir el objetivo de contribuir a un mayor desarrollo del Mercado de Valores en Costa Rica.

Capítulo I: Generalidades de la investigación

1.1 Antecedentes

Para la década de los años 40, la economía de Costa Rica se caracterizó por la existencia de un importante sector agropecuario, el cual representaba el motor del desarrollo económico y social. Además, para esos tiempos, este sector era el principal generador de ingresos fiscales.

El sector agrario absorbía la mayor parte de la mano de obra, la cual alcanzaba el 55% de la población económicamente activa. La producción de café y banano, aportaba más del 40% del PIB y conformaba casi el 90% de las exportaciones, lo cual reflejaban - los principales productos de la economía. Sin embargo, la dependencia de estos dos productos primarios hacía a la economía de nuestro país muy vulnerable a los cambios externos.

Por otro lado, el sector público cumplía pocas funciones con respecto a la actividad económica, donde sus principales acciones se centraban en la prestación de servicios tanto de banca como de seguros, y además en la creación de la infraestructura.

El Estado comenzó con mayor intensidad a realizar acciones de apoyo a las actividades productivas, y a su vez a diseñar mecanismos que se utilizarán de amortiguadores para enfrentar los problemas sociales (de naturaleza estructural y los concebidos por el propio proceso de crecimiento), lo que promovió a que se planteará un cambio sustancial en el esquema de desarrollo de nuestro país.

En el ámbito financiero para dicha década (años 40), se estableció el primer intento por formar una bolsa de comercio en nuestro país, específicamente el 15 de mayo de 1943, cuando mediante Ley número 7, se autorizó la creación de un mercado de valores, sin embargo, nunca entró en vigencia.

Luego de dos años, se aprobaron los Estatutos de la Bolsa Nacional de Valores S.A., aunque la misma no llegó a funcionar. Ya para 1949 mediante Ley 754 (11 de octubre), en el gobierno de Otilio Ulate Blanco se deroga la ley antes mencionada, estableciéndose la Bolsa de Valores de

San José, la misma fue conocida como Bolsín (con un capital accionario de ₡ 175.000). Dicha Bolsa era un centro de negocios y cambio de moneda extranjera, pero no llegó a funcionar públicamente, tuvo una duración momentánea de un año, por lo que se conoce mucho de operabilidad y de los objetivos de su creación.

Por otro lado, el primer intento normativo de regular las negociaciones bursátiles se dio en el Código de Comercio, (ley número 3284 del 14 de abril de 1964, publicado en la Gaceta número 119 del 27 de mayo de 1964), el cual fue tímido ya que en el Libro Primero, Título IV reguló y estableció lo concerniente a la actividad comercial bursátil, denominándola así bolsa de comercio. Por lo tanto, se le otorgó por primera vez fundamento legal al naciente mercado de valores, a pesar de que lo acontecido en la actividad bursátil de un país, era imposible regularlo en tan escasa normativa.

El nuevo cambio estructural que se produjo después de la Guerra Civil de 1948, representó un suceso que marcó una transformación económica en la vida de los costarricenses, y a su vez el Estado inició una intervención más decidida en la economía del país, lo anterior marcó un tipo de políticas agresivas, que urgían de una variación de las estructuras de nuestra nación para establecer un nuevo orden.

Posteriormente, para el año de 1965 la Corporación Financiera S.A (COFISA) estableció un mercado pequeño básicamente accionario, en el cual se negociaban órdenes de compra y venta de acciones, siendo lo anterior lo que podría ser en el futuro una bolsa de valores.

Para el año de 1970, “un grupo de empresarios agrupados en la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANFIC), fundó la Bolsa Nacional de Valores (BNV)” (Ibarra, Menjivar y Molina, (sf), p.22)

Cabe aclarar que con lo anterior fue uno de los diversos intentos por establecer mercados en Costa Rica. Además, se demarcó que sus inicios no fueron los deseados, y así mismo sufrió atrasos en su operación debido a que enfrentó grandes dificultades, ya que no contó con recursos o faltante de capital que le permitiera el diseño e implantación de toda su infraestructura, con el

fin de inaugurar la empresa de acuerdo con lo establecido. Tal situación influyó para que “...después de varios años de aprendizaje, análisis e investigación, la Bolsa celebró su primera sesión el 19 de agosto de 1976” (Alvarado, 2012, p.13)

El intento mencionado anteriormente, por poseer una bolsa con futuro se levantó sobre una débil estructura jurídica, atrayendo problemas que después aparecieron.

Debido a lo anterior, se afirma que el mercado de valores de nuestro país no surgió con la idea que los inversores que existían en aquel momento hubieran deseado (capital, legislación y formato).

Aunado a lo anterior, en la tercera administración del ex Presidente de la República José Figueres Ferrer (1970 a 1974), se creó la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA), siendo la misma:

“...una corporación de inversiones, de capital mixto (público-privado). La intención de Figueres con la creación de CODESA era la de que el Estado presentara su apoyo al capital privado bajo la estructura de una economía mixta sin ganancias para el Estado como tal, así dicha medida contó con el apoyo de la Cámara de Industrias, que vieron como el Estado seguía coincidiendo con sus intereses” (Hidalgo, 2000, p.190)

Por lo tanto, la creación de CODESA resultó de gran importancia en nuestro país en esa década, específicamente en el año 1972, ya que al contar con el asesoramiento de la Organización de Estados Americanos (OEA) se efectuaron los estudios de factibilidad iniciales respectivos, con el fin de determinar si era posible el funcionamiento de una bolsa de valores en Costa Rica con un orden establecido.

“Entre las normas generales para realizar los estudios factibles que requerían los encargados se fundamentaban en las siguientes variables:

- 1- La región: el lugar o territorio en donde funcionaría este mercado, tomando en cuenta los medios productivos a los que iba dirigido la iniciativa.

- 2- Objetivos, metas y estrategias del desarrollo regional: es la situación deseada por la empresa; fueron los alcances, metas o estrategias que se pretendían lograr; el objetivo es el deseado para ser alcanzado racionalmente.
- 3- Proyectos de estudio: implicó todo un engranaje para determinar la funcionalidad que se podía lograr. Se tomaron en cuenta diagnósticos como criterios que permitieron mostrar la factibilidad de los recursos que se invertirían e incluso los resultados que se pudieran obtener.
- 4- Impacto del proyecto: el grado de aceptación que pudo tener entre las diferentes partes involucradas en una institución como estas, tomando en cuenta la confianza que esta podría producir entre los participantes.”

En consecuencia, se procedió a analizar la problemática del estudio, para determinar su desarrollo posterior, se establecieron, diversas metodologías necesarias para un funcionamiento efectivo y firme con lo señalado. Sin embargo, se señaló que en nuestro país no existe documentación que muestre las tanto las recomendaciones como los criterios concretos a que llegó la OEA comisionado para realizar el estudio de factibilidad operativo de la BNV.

Lo único que se obtuvo fue que “este mercado responde para lo que fue creado inicialmente: para la generación de liquidez del sistema financiero, a través de títulos públicos y de corto plazo. No es un mercado de valores como tal”. (Delgado, 2000, p.32-A.) A partir de ello, fue en el momento que se inició nuestra bolsa.

Consecuentemente, la ley asignó a CODESA funciones con diversos alcances, entre ellas se pueden mencionar las siguientes:

- a) Dar asistencia técnica a empresas constituidas o en proceso de constitución.
- b) Contribuir en la financiación a empresas que lo requerían.
- c) Estimular el mercado de capitales.
- d) Promocionar tanto exportaciones como proyectos de desarrollo.
- e) Coparticipar en empresas tanto nacionales como extranjeras, con el fin de crear nuevas empresas.

Cabe mencionar, que la Corporación Costarricense de Desarrollo, fue constituida por un 67 % de capital público y 33 % de capital privado, y su primer Gerente fue el Lic. Adrián Hidalgo; y además llegó a tener una independencia absoluta, al regirse por la Ley 5122 (16 de noviembre de 1970, publicada en Diario Oficial La Gaceta número 220), y por lo tanto, no requería de supervisión de la Contraloría General de la República, permitiéndole además de una libertad gubernativa, una completa autonomía operacional.

Por lo que, la bolsa celebró su primera sesión el 19 de agosto de 1976; donde fue "inaugurada oficialmente el 29 de setiembre de ese mismo año, por el entonces Presidente de la República Lic. Daniel Oduber Quirós" (Ibarra, et al, (sf), p.22)

Donde, el artículo 7 de esta ley (CODESA) dispone casi todas las funciones que debe desarrollar una bolsa de valores.

Por otro lado, la compleja situación económica nacional de aquel entonces, demuestra que en esa administración (Figueres Ferrer) ocurrió la crisis económica internacional por los diversos motivos:

- a) La quiebra del sistema monetario internacional en 1971.
- b) El aumento del precio del petróleo en 1973.
- c) En Centro América se da la salida de Honduras del Mercado Común Centroamericano (MCCA), debido a la llamada "Guerra del Futbol", causando una crisis financiera en aquel panorama, complicando aquel desarrollo armonioso tanto dentro del país como en el resto de las naciones centroamericanas. Sin embargo, cabe mencionar que Costa Rica se incorporó al Mercado Común Centroamericano (MCCA), durante el mandato presidencial de Francisco José Orlich Bolmarcich en 1962.

El 21 de setiembre del año de 1977, CODESA vende el 60% de sus acciones a inversionistas privados, quedando distribuido el capital social de la empresa de la siguiente forma:

"CODESA el 40 %, Agentes de Bolsa el 6 %, el puesto de bolsa el 7 %, empleados el 1 % y un 46 % entre otras personas ya fueron estas físicas o jurídicas todas del sector privado." (Alvarado, 2012, p.15)

Posteriormente, en el proceso llamado de *democratización económica*, establecido durante el gobierno del Lic. Rafael Ángel Calderón Fournier (1990-1994), y concretamente el 27 y 28 de mayo de 1993, se vende a inversionistas privados el restante 40% de las acciones que poseía CODESA, situación por el cual, se declara que la BNV está totalmente en manos de entidades privadas.

Para el año de 1997, la ley de creación de la Corporación Costarricense de Desarrollo, se derogada por la Ley de Liquidación número 7656 del 10 de enero del mismo año, siendo presidente don José María Figueres Olsen.

Todas las situaciones anteriores junto con la Ley 7201 derogada, las normas concernientes con el Código de Comercio, culminaron con la creación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) N° 7732, la cual empezó a regir a partir del día 27 de marzo de 1998.

Aunado a lo anterior se menciona que la LRMV pasó a ser al inicio una novedad jurídica, a razón de que contaba con regulaciones que anteriormente no existían, y permitían a su vez que el mercado disfrutará novedades aptas para un debido desarrollo integral de un mercado de valores. Pretendiendo además que con la nueva ley se de transparencia a la negociación bursátil “pilar sobre el que puede desarrollarse un mercado de valores sólido y eficiente” (Rodríguez, 1997, p.78)

Adicional a lo anterior se indica que, con la nueva ley existe una regulación más afín con los estándares que la modernidad exige para la operación de un mercado confiable; se otorgan y a su vez se exigen más garantías en las negociaciones del mercado, y producto de ello se cuenta con los debidos filtros que permiten la reducción del riesgo y la tan importante seguridad.

“La LRMV en su artículo 84 tratando la finalidad de las inversiones, ha señalado los parámetros de toda colocación “para el provecho de los inversionistas” basándonos claro está, en un plano de estricta seguridad y paridad de los que intervienen dentro del mercado de valores.” (Alvarado, 2012, p.16)

Con la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores (Ley N° 7732, artículo 169) nacieron una serie de instituciones, sin embargo, una de las más destacadas es el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), pues es una de las figuras importantes dentro del engranaje de un mercado de valores, a razón de la garantía que de por sí da su finalidad e incluso su antecedente.

El CONASSIF:

- a) "... es un órgano colegiado de dirección superior, cuyo fin es el de dotar de uniformidad e integración a las actividades de regulación y supervisión del Sistema Financiero Costarricense" (Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), 2012, párr.1)
- b) "Máxima jerarquía en el sistema financiero costarricense, su misión es ejercer un mejor control de las distintas superintendencias que rigen a su vez..." (Ibarra, et al, (sf), p.22)
- c) "Es un órgano colegiado que regula los mercados, y a las personas físicas y jurídicas que intervengan de manera directa o indirecta en los actos o contratos negociados en bolsa." (Alvarado, 2012, p.19)

Cabe mencionar que esta nueva figura al ser fortalecida, llegó a sustituir las leyes que antes existían, como por ejemplo las de los Consejos Directivos de los Órganos Supervisores, la de la Comisión Nacional de Valores (vigente mientras duró la Ley Reguladora del Mercado de Valores número 7201, creada el 29 de octubre de 1990), la cual estableció un marco jurídico para la autorregulación que entonces existía y presentaba un crecimiento importante desde la década de los años 80.

A nivel general, Vargas Barrantes afirma que "el desarrollo alcanzado por la Bolsa Nacional de Valores en Costa Rica ha sido un factor positivo que ha coadyuvado en el proceso de profundización en el mercado financiero" (Vargas, (sf), p.210)

Debido a lo anterior es que se ha centrado por muchos años en el análisis de la participación del Gobierno Central como emisor de títulos, en el desarrollo de las diversas actividades bursátiles en nuestro país.

Es por ello que, según el autor Vargas Barrantes se concluye lo siguiente:

“El Gobierno Central ha tenido a partir del año 1982, con la introducción de los títulos de propiedad sobre bonos deuda interna, una activa participación en el mercado financiero. Tal participación ha sido posible en virtud de la disponibilidad de título de valores cuyas características pueden ser ajustadas por la Tesorería Nacional según las condiciones del mercado financiero.

Partiendo de una realidad deficitaria en el Gobierno Central y de la necesidad de recurrir al mercado financiero, en participación puede resultar de gran importancia para el desarrollo del mercado bursátil" (Vargas, (sf), p.221)

El esfuerzo por parte del Gobierno Central por brindar títulos valores atractivos a mediano y largo plazo puede representar un aporte esencial al ofrecer mayor dinamismo a la actividad bursátil, y no solamente ampliando la gama de alternativas para el inversionista. Ese accionar puede generar una reacción en los diferentes sectores, componentes o participantes que compitan con ideas innovadoras, propiciando a su vez un desarrollo de la actividad financiera.

Es por todo lo mencionado en el presente apartado, que se recalca la importancia de estudiar el Mercado de Valores de Costa Rica, no solamente en por su estructura, participantes o variables, sino que además como aspecto principal de esta investigación, se deriva el desarrollo de dicho mercado, debido a que éste es un aspecto clave en el sistema financiero y a su vez en la economía de Costa Rica, lo cual se ha venido proyectando durante muchos años.

1.2 Justificación y planteamiento del problema

1.2.1 Justificación de la investigación

El Sistema Financiero Costarricense está conformado por un conjunto de instituciones y participantes que generan, captan, administran y dirigen el ahorro, regido tanto por las legislaciones que regulan las transacciones de activos financieros como por los mecanismos e instrumentos que permiten la transferencia entre inversionistas y ahorrantes, tales como la Ley

Reguladora del Mercado de Valores e instituciones como la SUGEF, Bancos, Puestos de Bolsa, Asesores Independientes, entre otros.

El Mercado de Valores es un componente vital del sistema financiero nacional, desempeñando un papel importante en el desarrollo económico del país, al cumplir diversas funciones en la economía como la optimización en la asignación de recursos y la liquidez, pero especialmente al servir de instrumento para la canalización del ahorro hacia la inversión. Es decir, que el desarrollo del Mercado de Valores tiene una importancia primordial, ya que garantiza a las empresas nacionales opciones de financiamiento para efectuar sus inversiones, mejorando así su competitividad, con el fin de que a largo plazo no se comprometa su solidez financiera.

En Costa Rica con la creación de la Bolsa Nacional de Valores S.A. en 1976 inician de manera formal las negociaciones de valores accionarios, reconociéndose así la importancia que tiene este mercado como motor del desarrollo económico del país. Por lo tanto, es esencial contar con una estructura adecuada que le permita desempeñar eficientemente sus funciones, fomentando así en el largo plazo su desarrollo en los campos tanto nacional como internacional. Esto se podría facilitar cuando el diseño de la estructura se encuentre definida, entendida y aceptada por las entidades participantes (supervisores, bolsas, intermediarios, emisores e inversionistas), además que supone que éstos tomen conciencia de los cambios a corto plazo que deben realizarse para garantizar tanto el eficiente desempeño de sus obligaciones como las bases para su desarrollo.

Hoy en día bajo el proceso de la globalización enfrentamos una nueva realidad económica, al presentarse una serie de posibilidades de participación en el mercado, y donde los avances de la competencia crecen rápidamente, operando con estándares internacionales, y es por ello que el sector empresarial debe prepararse para sobrevivir y enfrentar nuevos retos. Por ejemplo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIAB), el Fondo Monetario Internacional (F.M.I.), entre otras han establecido recomendaciones y estándares dirigidos a conformar mercados de valores competitivos en los diversos ámbitos.

En el caso costarricense, se han implementado e iniciado diversas reformas que permitan operar bajo esos estándares internacionales, como, por ejemplo, garantizar una mayor protección al inversionista minoritario, ofrecer mejores sistemas de compensación, incrementar la gestión de los riesgos del mercado y estandarización de las emisiones. Asimismo, deben destacarse los esfuerzos en esa dirección por parte de la Bolsa Nacional de Valores S.A., los cuales se empezaron a visualizar al promulgarse la Ley 7201 del 28 de noviembre de 1992, dando origen a la Comisión Nacional de Valores. Lo mismo que la creación de la Superintendencia General de Valores con la Ley 7732–Ley Reguladora del Mercado de Valores-, publicada el 27 de enero de 1998, que proporcionó importantes aportes a los cambios en la estructura del mercado financiero de nuestro país.

Cabe mencionar que la Ley 7732, está orientada a fomentar el desarrollo del mercado de capitales; ha pretendido fortalecer el marco legal del mercado de valores, favoreciendo la formación de los precios por medio de la divulgación fiable entre los inversionistas, normas transparentes tanto para el mercado como para sus agentes, y la promoción de la liquidez del mercado.

No obstante, a pesar de las acciones mencionadas el Mercado de Valores de Costa Rica sigue presentando un débil desarrollo, más bien caracterizándose por ser un mercado de Renta Fija dominado por los títulos de Gobierno, mientras que el mercado primario no ha emitido bonos para financiarse a través de la Bolsa. Además, predominan en este mercado las operaciones de corto plazo, básicamente de títulos de deuda, siendo que el mercado accionario representa menos de un 1% del total de los valores negociados.

Por lo tanto, a nivel general la falta de desarrollo del Mercado de Valores de nuestro país se identifica mediante las siguientes razones:

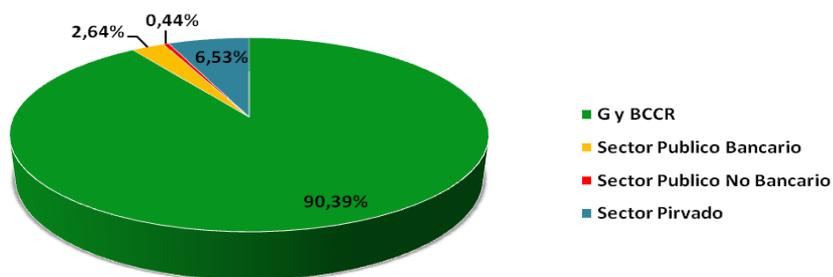
- El mercado accionario es poco atractivo para los inversionistas.
- Falta de desarrollo del mercado de derivados, cuyo mercado es importante para cubrir riesgos, por ejemplo de los productores, industriales, los cuales podrían vender y comprar sus productos o insumos antes de ser producidos o comprarlos antes de necesitarlos, dicho

mecanismo se utiliza en los mercados desarrollados y le garantiza precios justos de acuerdo a las condiciones de mercado.

Por lo tanto, en nuestro país al no poder realizarse lo anterior mencionado asumen riesgos adicionales, que en otros mercados con el desarrollo de instrumentos no se asumirían, y eso le da poca profundidad al mercado.

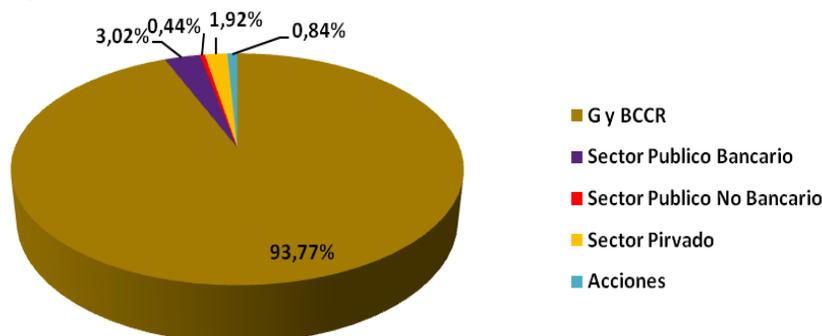
- Los mercados se encuentran concentrados en bonos del gobierno y dirigido a corto plazo; y con respecto a lo relacionado a largo plazo lo acaparan igualmente los bonos de gobierno, lo anterior se puede observar en los siguientes gráficos:

Gráfico 1.
Mercado Bursátil durante el año 2016
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia con base en la información del BCR.

Gráfico 2.
Mercado Bursátil durante el año 2016
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia con base en la información del BCR.

Los gráficos anteriores representan la negociación por sectores en el mercado bursátil durante el año 2016, en los mismos se puede apreciar que el mercado de valores costarricense está concentrado en negociación de valores de deuda pública, y no se identifica un mercado corporativo ni accionario activo.

- Existe una falta de integración del Mercado de Valores de Costa Rica con los mercados de la región de Centroamérica y el Caribe.
- Además de la falta de establecimiento de dicha integración, no existen las reglas por parte de los reguladores para alcanzar dicho objetivo.

Por ello, como respuesta a este débil desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica se han venido efectuando en los últimos años importantes esfuerzos con el fin de eliminar diversas debilidades de este mercado, como por ejemplo en aspectos de reglamentación, cultura, e intermediación financiera, entre otras cosas; con el propósito de convertirse de esta manera en un campo atractivo para los diversos inversionistas tanto nacionales como extranjeros de ámbito minorista y mayorista.

Por otra parte, actualmente se está considerando la posibilidad de la apertura del capital de las empresas públicas en la Bolsa, ya que en ésta podemos encontrar una serie de ventajas, como por ejemplo la democratización del capital al ofrecer participación a cualquier costarricense en la compra de acciones, entre otras cosas.

Sin embargo, se debe considerar que este mercado es un complejo sistema, donde interactúan una serie de factores bursátiles, económicos, financieros y legales que determinan su desarrollo. A la vez debe tomarse en cuenta que el sistema normativo debe ser coherente y adecuado, el cual proporcione seguridad tanto al emisor como al inversionista, y con ello se facilite la expansión de dicho mercado.

Muestra de ello fue que tan sólo años después de la creación de la Ley 7201 (primera ley que rige el mercado bursátil en el país), fue promulgada la Ley 7732, la cual ayuda a efectuar diversos cambios dentro de la estructura del mercado de valores, labor que han venido

cumpliendo tanto la Superintendencia General de Valores, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero como la Bolsa de Valores. Es decir que sí ha existido un parámetro estándar dirigido hacia como debe estructurarse tanto el Sistema Financiero como particularmente el Mercado de Valores, donde se presentan diversos principios y recomendaciones procedentes de los organismos internacionales, con el fin el servir de guía a los mercados que se encuentren en búsqueda de su desarrollo, permitiendo a su vez la adquisición de altos niveles de competitividad.

Debido a la importancia que representa el Mercado de Valores para cualquier economía y teniendo en cuenta lo señalado anteriormente sobre el débil desarrollo de este mercado en el caso costarricense, se considera relevante identificar los factores que explican este hecho y poder así ofrecer recomendaciones que permitan su fortalecimiento. Además, se espera que esta investigación brinde una amplia información a profesionales, estudiantes e inversionistas sobre el Mercado de Valores en nuestro país, en cuanto a su estructura, experiencias, cambios, operación, desempeño de sus participantes y de los riesgos que se toman en el transcurso de su funcionamiento.

1.2.2 Planteamiento del problema

El Sistema Financiero se conceptualiza como: “conjunto de flujos financieros existentes en un país determinado; comprende los activos, intermediarios y mercados financieros” (Greco, 1999, p.425)

También se define como sistema financiero a “un conjunto de instituciones, que de una u otra manera, dentro de determinado marco jurídico, administran y dirigen los diferentes activos financieros (permitiendo la transferencia de activos entre ahorrantes e inversionistas), y/o brindan servicios financieros de cualquier índole” (Espinosa, 1997, p.21)

Dentro de este sistema se encuentra el Mercado de Valores, siendo este último un componente esencial en el desarrollo de la economía costarricense. Entre sus principales funciones están: a) optimizar la asignación de los recursos, se obtiene cuando el mercado de valores ofrece diversas alternativas de inversión, canalizando los recursos hacia las opciones de mayor rentabilidad; b)

brindar liquidez, se obtiene cuando el ahorrante tiene la posibilidad de vender su título; c) canalizar el ahorro hacia la inversión, es decir facilita el flujo ahorro – inversión, se define como el proceso cuando los demandantes de fondos emiten títulos y éstos son colocados entre los ahorrantes, dando acceso a las empresas deficitarias de desarrollar sus proyectos de inversión.

Dada su importancia es necesario que este mercado cuente con una adecuada estructura y proyección para cumplir su papel eficientemente y fomentar su desarrollo (donde interactúan una serie de factores: bursátiles, económicos, financieros y legales), dentro de un contexto doméstico y globalizado. Sin embargo, en el caso costarricense, la realidad es otra, ya que a pesar de los esfuerzos realizados por diversas entidades nacionales conducentes a lograr tal objetivo, durante los últimos años se ha venido observando un débil desarrollo de dicho mercado. Es por esa razón, que considerando el rezago relativo que proyecta este mercado, en la presente investigación responderemos a la siguiente pregunta: ¿cómo explicar la falta de desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica durante el período comprendido entre 1985 – 2016: desde un enfoque del modelo español?.

Es importante mencionar que en esta investigación se realizará una comparación entre Mercado de Valores de Costa Rica, el cual es poco desarrollado y un mercado de valores que en el transcurso del tiempo ha venido presentado un desarrollo muy notorio como lo es el Español; dicha comparación se efectuará con el fin de indagar algo nuevo y diferente pero accesible a nuestras posibilidades de implementación, ya que los resultados y acciones de mejora serán dirigidas para el mejoramiento del sistema financiero de nuestro país; caso contrario sucedería si se comparan los mercados de valores de países con niveles de desarrollo similares, ya que no se detectaría algo diferente para implementar acciones de mejora para ningún país involucrado.

Aunado a lo anterior, es importante aclarar que el país español ha sido considerado para este estudio debido a las siguientes razones:

- Los primeros pasos que se realizaron en las reformas del Mercado de Valores de Costa Rica, se basaron en el modelo del Mercado de Valores Español. Caso de ello que la institución que juega el papel de ente rector del mercado de valores en ambos países se llaman de manera

similar: Comisión Nacional de Valores (Costa Rica) y Comisión Nacional del Mercado de Valores (España).

- Según múltiples estudios España posee un sistema financiero y un mercado de valores desarrollado, y además de que “es hoy un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, sistemas técnicos, operativos y de organización, que no pueden ya entenderse fuera de su contexto europeo y global, que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante, y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel en la valoración y canalización de financiación a distintos plazos a través de instrumentos y títulos desmaterializados, que mayoritariamente se negocian a través de mercados regulados.” (Alejandro, 2011, p.53)
- El principal mercado de valores de España está representado por la Bolsa de Madrid, la cual es uno de los principales centros financieros internacionales, considerando que ésta se encuentra como la cuarta de la Unión Europea y la séptima a nivel mundial.
- Se considera que el Mercado de Valores de Estados Unidos (USA) es el más desarrollado del mundo, y por lo tanto si se realiza la comparación entre dicho país y Costa Rica se denotaría un desfase muy pronunciado, debido a la gran magnitud que representa USA. Además, si se realizará dicha comparación, las medidas de implementación serían tan grandes que en nuestro país no se podrían realizar.
- Por todo lo anterior se decide realizar la comparación entre el Mercado de Valores de Costa Rica y el Mercado de Valores Español, ya que al existir una diferencia de desarrollo, esto hace que de dicha comparación se obtengan resultados accesibles para nuestro país, caso contrario sucedería si se efectúa contra USA.

Por último, se considera que al realizar esta investigación conoceremos a profundidad los factores que explican la falta de desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica, teniendo en cuenta tanto el funcionamiento del sistema financiero costarricense como lo sucedido en experiencias más exitosas como las del país Español.

A partir de ello se establece como pregunta de investigación ¿cómo explicar la falta de desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica durante el período comprendido entre 1985 – 2016: desde un enfoque del modelo español?

1.3 Objetivos de la investigación

1.3.1 Objetivo General

Analizar los principales factores que explican la falta de desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica durante el período comprendido entre 1985 – 2016: desde un enfoque del modelo Español.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Describir las principales características del Sistema Financiero y del Mercado de Valores en la economía costarricense durante el periodo de estudio.
- Identificar los principales rasgos del Sistema Financiero y del Mercado de Valores de España durante el periodo de estudio.
- Realizar una comparación del funcionamiento del Mercado de Valores de Costa Rica con el Mercado de Valores Español, analizando el desempeño de los principales factores que influyen en el desarrollo del Mercado de Valores de ambos países.
- Elaborar un conjunto de recomendaciones técnicas que estimulen el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica.

Capítulo II: Marco Teórico

En el presente apartado se abordarán temas que establecen la base teórica que sustentó la presente investigación. Se comprenderán aspectos tales como el Sistema Financiero, en cuanto a su definición, clasificación y criterios de desarrollo, así como el de los Sistemas Financieros basados en el sistema bancario y los basados en el mercado bursátil. Además, se enfatizará en la idea principal para esta investigación, el Mercado de Valores, donde se detalla su definición e importancia desde el punto de vista económico, haciendo mención a su subdivisión, funciones y los criterios considerados para denominar a un mercado de valores como desarrollado. Una vez analizado lo anterior, se consideran los objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores emitidos por organismos internacionales.

2.1 ¿Qué es un Sistema Financiero (SF)?

El Sistema Financiero (SF) es un componente fundamental de toda economía, es por ello que éste es objeto de estudio de las diversas escuelas y corrientes económicas, posiblemente en la Teoría Monetaria con su enfoque neo-clásico, es donde se ubican las mayores contribuciones teóricas y aplicadas sobre el mismo, entiéndase dicha Teoría como aquella que explica la influencia de la cantidad de dinero en el sistema económico, particularmente analiza a nivel macroeconómico los determinantes de la oferta y demanda monetaria, y los mecanismos que permiten alcanzar el equilibrio monetario.

Dentro de esta teoría se debe considerar un aspecto muy importante: la política monetaria, la cual se define de la siguiente manera: “es una política económica que usa la cantidad de dinero como variable de control para asegurar y mantener la estabilidad económica. Para ello, las autoridades monetarias usan mecanismos como la variación del tipo de interés, y participan en el mercado de dinero.” (Espinosa, 1997, p.4.)

Por lo tanto, la Teoría Monetaria que se considera en este análisis, es la que enfoca la Escuela Neoclásica, la cual modificó profundamente a la ciencia económica, e influyó de manera decisiva para la formación del pensamiento actual y el desarrollo de las políticas económicas de

los gobiernos. A los neoclásicos se les considera al grupo de economistas que en el siglo XIX, desarrollaron el análisis marginal, profundizando y generalizando la teoría económica establecida por el conjunto de los clásicos.

Además, los neoclásicos incluyen: la consideración de la oferta y demanda en la determinación de los precios; otorgan gran importancia al dinero en asuntos económicos; extienden el análisis económico de los clásicos y los marginalistas, examinando no sólo el monopolio, duopolio (mercado en el cual existen dos vendedores u oferentes) y competencia perfecta sino que además abarcan la competencia imperfecta.

Donde en la competencia perfecta "...1) Hay muchos demandantes y muchos oferentes de productos físicamente idénticos. 2) Los demandantes y los oferentes están perfectamente informados sobre los precios a los cuales están teniendo lugar las transacciones del periodo. 3) Ningún demandante ni oferente individual se cree capaz de influir en el precio variando sus compras o ventas." (Greco, 1999, p.118)

Y por otro lado, la competencia imperfecta "Se trata de una clase de competencia donde existen muchos vendedores diferenciados, con pocos o muchos productores, con muchas diferencias reales o imaginarias en el producto, generalmente rige en el comercio al por menor." (Greco, 1999, p.117)

Por ello, gracias al grupo de los neoclásicos, que desarrollaron de manera sistemática los aportes anteriores, y además se les otorgó una apropiada formalización matemática a los nuevos aportes teóricos, es que la economía alcanzó la consistencia verdadera de una ciencia.

Por esta razón, en el análisis de la teoría antes expuesta se considera la importancia del SF en el tema de estudio, éste se puede definir como la existencia de "un conjunto de instituciones, que de una u otra manera, dentro de determinado marco jurídico, administran y dirigen los diferentes activos financieros (permitiendo la transferencia de activos entre ahorrantes e inversionistas), y/o brindan servicios financieros de cualquier índole". (Espinosa, 1997, p.21)

Por su parte, el autor Ubaldo Nieto menciona que el sistema financiero es “un conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que permiten reunir las necesidades de ahorro con las de gasto, permitiendo así que los recursos pueden ser canalizados de las unidades superavitarias (aquellos sujetos físicos o jurídicos con capacidad de ahorro), a las unidades deficitarias (aquellos sujetos cuyo nivel de egresos excede el de ingresos), a cambio de un precio.” (Ubaldo, 1993, p.32)

Actualmente en “... referencia a Stiglitz, dicho sistema es concebido como el cerebro de la economía, el lugar donde se acumula información esencial para llevar a cabo el proceso productivo, donde se detectan las nuevas oportunidades y las actividades en decadencia, donde se acumula información relevante sobre los riesgos, sobre los deudores y de donde se envían las señales al resto del sistema. Por tanto, cuando el sistema financiero no es eficiente, gran parte de este capital social se sub-utiliza o se desperdicia y ello afecta principalmente a las pequeñas empresas y los nuevos emprendedores.” (Angulo, (sf), p.26)

2.2 Clasificación del Sistema Financiero

El sistema financiero se divide en dos mercados principales, los cuales no se encuentran totalmente separados, las transacciones que se realizan posiblemente tienen objetivos diferentes pero generalmente los agentes actúan entre ambos, a saber:

2.2.1 Mercado de Dinero o Monetario: donde se ejecutan interacciones entre los oferentes y los demandantes con operaciones de corto plazo (CP), transacciones que se llevan a cabo para financiar el capital de trabajo de las empresas, es decir es donde las empresas públicas y privadas satisfacen sus necesidades de recursos a CP, a lo cual se refiere a “la liquidez a un plazo menor de un año. Entendiéndose liquidez como la facilidad con la que una operación puede ser transformada en dinero en efectivo al menor costo posible.” (Matarrita y Ledezma, (sf), p.27)

Cabe mencionar que “los medios de pago en este mercado son los documentos comerciales a corto plazo, generalmente se realizan en un periodo menor a 360 días, como por ejemplo: cheques, pagaré, letras de cambio y aceptaciones bancarias que, en nuestro medio, son letras de cambio avaladas por los Bancos.” (Ferrer, López y Reyes, 1997, p.6)

2.2.2 Mercado de Capitales: es donde interactúan oferentes y demandantes con negociaciones de mediano plazo (MP) y largo plazo (LP) generadoras de recursos para capital fijo del sector empresarial, y es un medio muy importante para estimular el desarrollo económico, además fundamentalmente se abarcan las transacciones de valores de largo plazo como es el caso de las acciones y los bonos. El mercado de capitales se subdivide en:

2.2.2.1 Mercado Crediticio: es donde actúan los intermediarios financieros e inversionistas; y se da una relación bilateral entre el intermediario financiero, que en este caso es el oferente y el demandante de recursos, pero no existe una relación directa entre quien ha depositado los recursos en el intermediario financiero y el demandante final de tales recursos; en éste solamente se contratan obligaciones no operaciones de capital riesgo o acciones.

2.2.2.2 Mercado de Valores (MV): es “el mecanismos que permite la emisión, colocación y distribución de los títulos valores.” (Matarrita y Ledezma, (sf), p.32)

Dicho mercado representa una parte importante del mercado de capitales, ya que de él depende el ahorro de mediano y largo plazo, siendo éste el más requerido por las economías para su desarrollo; este mercado se encuentra conformado por las operaciones que se realizan sobre valores, los cuales deben poseer una importante característica: deben ser negociables, es decir, que se les puede poner precio y pueden ser traspasables, y al ser este último, van a representar para quien los crea, una alternativa de financiamiento, en tanto que quien los compra ve en ellos una alternativa de inversión.

“El mercado de valores será aquella zona de intersección, de coincidencia entre ambos conjuntos de alternativas financieras: las de financiamiento y las de inversión, formas de operaciones financieras que pueden ser documentadas, tasadas, traspasadas, en suma negociables”. (Matarrita y Ledezma, (sf), p.32)

Sin embargo, la relación deudor – acreedor que se presenta en este mercado, o de accionista empresa, ya sea que se trate de valores de deuda o de acciones, se da directamente entre las

entidades deficitarias y las superavitarias. El papel que juega el intermediario es de comisionista, sin asumir ninguna responsabilidad adicional que la del normal funcionamiento de las operaciones, y por ello a estas transacciones se les conoce como desintermediación. Este tipo de operaciones se realizan a través de un operador o intermediario bursátil, y éste al utilizar los mecanismos de negociación existentes en el mercado pone en contacto ambas posiciones.

Sus principales características son: se da una relación directa entre el oferente y el demandante final de los recursos, de tal manera que el intermediario bursátil no toma parte en estas operaciones; las operaciones se formalizan a través de títulos valores, que le generan una rentabilidad al otorgante de los recursos. Tales recursos serán tomados por el demandante para canalizarlos hacia inversiones productivas; y los demandantes de recursos pueden ser únicamente empresas y el Estado, a diferencia del crediticio en el cual también las personas físicas podían obtener recursos de ese mercado.

2.2.2.2.1 Subdivisión: se encuentra definida por el actuar de los agentes económicos:

a) Mercado Primario: "..., está constituido por los títulos de primera mano, es decir, la venta directa de títulos valores por parte de los emisores y la compra de los mismos que realizan los puestos de bolsa en representación de ellos mismos y de sus inversionistas. Estos títulos son colocados en el mercado, por sus emisores, con el fin de obtener recursos para el financiamiento de capital de trabajo o inversión en activos" (Matarrita y Ledezma, (sf), p.29)

Además, cabe mencionar que las transacciones se ejecutan a "puerta abierta", realizan la compra por medio de su corredor de bolsa, es decir "...cualquier persona o entidad puede enterarse de las transacciones que se realizan en la Bolsa de Valores, ya que las negociaciones se realizan bajo el sistema de alta voz, que permite una amplia publicidad a las transacciones y precios." (Ferrer, López, Reyes y Solano, 1997, p.9)

Los emisores o las empresas además de acudir a este mercado para obtener recursos necesarios para cubrir los faltantes temporales en el flujo de caja, lo hacen también para incrementar su capacidad instalada o bien diversificarse en otras actividades productivas; un demandante de recursos es el Estado, el cual tiene como objetivo cubrir el déficit fiscal.

b) Mercado Secundario: "... estará constituido por la compraventa de títulos que habían sido emitidos con anterioridad; es decir, no provienen del emisor y son vendidos en el mercado antes de su maduración con el fin de suministrar liquidez a sus poseedores. La participación en este mercado no implica que el vendedor del título pierda parte del principal invertido, ello dependerá de las tasas de interés tanto facial y de mercado". (Matarrita y Ledezma, (sf), p.29)

Es decir, se negocian valores que previamente lo habían sido en el mercado primario; cuyo objetivo es dar liquidez a dichos valores, y si no existiese sería difícil que los emisores pudieran colocar sus emisiones tanto a mediano como largo plazo en el mercado primario, pues sería difícil que los inversionistas estuviesen dispuestos a entregar sus recursos sin la posibilidad de recuperarlos cuando los requieran. Es ahí donde se da la importante diferencia, ya que en este mercado se le permite al inversionista hacer liquidas sus inversiones sin que el flujo de caja del demandante original se vea comprometido.

Por otra parte, los mercados secundarios pueden ser: a) Oficiales Bursátiles u organizados: se llevan a cabo en las bolsas de valores. Reúnen características que le dan mayor seguridad jurídica y económica, implicando el cumplimiento de requisitos derivados en costos y trabas operativas para los emisores. "La importancia del mercado secundario organizado, por su impacto en el potencial de liquidez conferido a un título financiero, lo cual incentiva la demanda de activos de éste tipo, contribuyendo a la profundización financiera" (Espinosa, 1997, p.33)

b) No oficiales o paralelos: sacrifican la seguridad tanto jurídica como económica de los mercados oficiales, con el objetivo de asegurar el acceso a emisores que no reúnen los requisitos para operar en el mercado oficial.

2.3 Funciones del Sistema Financiero y Mercado de Valores

A) Las principales funciones que cumple el sistema financiero (Valpy, 2007, p.8) son las siguientes:

2.3.1. Monetización de la economía: se conoce como el proveer de medios de pago; es cuando se generaliza el uso del dinero en toda la economía, es decir la existencia de un equivalente general aceptado por todos; la producción de autoconsumo, fomentando de esta manera el incremento del desarrollo del intercambio, la división social de trabajo y la especialización.

Además se puede asociar a la creación de dinero (mercancía usada como numerario), y cumpliría con funciones vitales para que la economía posea un excelente desempeño, las cuales son: servir como medio de pago de aceptación común, facilitador de transacciones, unidad de cuenta, acumulador de valor, medio de cambio, medio de atesoramiento y patrón de pagos de diferidos.

2.3.2 Intermediación financiera (IF): implica el traslado de recursos financieros de las unidades superavitarias a las unidades económicas deficitarias. Las primeras son aquellas que cuentan con excedentes financieros luego de haber efectuado sus proyectos de inversión o gastos en consumo; en tanto que las segundas son las que no poseen el financiamiento requerido para ejecutar proyectos o posibilidades de consumo atractivo. De tal conexión ahorro – inversión es la que se encarga el intermediario.

La Intermediación Financiera genera a los participantes del mercado un margen de intermediación financiera, el cual “es el costo entre los recursos captados (ahorro) y el precio de los recursos colocados (préstamos), el cual está constituido por diferentes componentes. Las entidades financieras pueden ejercer control sobre el costo operativo, el cual es el principal rubro del margen, así mismo incide la calidad de la cartera crediticia (incobrables)”. (Durán, Quirós y Rojas, 2009, p.18)

Las ventajas de la IF son: Reducción de los costos de transacción, Producción de información, Divisibilidad y flexibilidad, Diversificación del riesgo, Vencimiento, Pericia y conveniencia. (Matarrita y Ledezma, (sf), pp.13- 14)

2.3.3 Administración del riesgo: el intermediario al captar los recursos y manejar tales activos en nombre de su propietario, debe vigilar la calidad de los activos de los deudores, con el fin de recuperar en el tiempo establecido los fondos entregados y devolver los montos depositados a los clientes.

2.3.4 Administración de cartera: consiste en ofrecer al ahorrante diversos activos financieros con diferentes características: plazo, rendimiento y riesgo.

2.3.5 Apoyo al fisco: proporciona al sector público captar recursos que de otra manera no podría obtener; moderándose para no influir en las diversas variables financieras, y así convertirse en distorsionador dentro del mercado financiero.

B) Las principales funciones del Mercado de Valores son las siguientes:

2.3.6 Facilitar el flujo ahorro-inversión: funciona como el mecanismo que permite la canalización del flujo de ahorro hacia la inversión, es decir, del flujo de dinero de los oferentes hacia los demandantes, por medio de la emisión, colocación, y negociación de títulos valores sin caducidad o con vencimiento en LP; es decir, facilita la transferencia de recursos entre las unidades superavitarias y las deficitarias.

2.3.7 Optimización en la asignación de recursos: es “cuando los recursos son canalizados hacia los mejores proyectos de inversión, y así asegura una mayor tasa de desarrollo económico” (Matarrita y Ledezma, (sf), p.32)

Y además, dicha optimización permite a su vez liquidez, lo cual es la factibilidad que tiene el tenedor de un título valor de LP de recurrir al mercado de valores y obtener dinero mediante su negociación, es decir a través de su venta obtiene el dinero que necesita en determinado momento.

2.3.8 Liquidez: una de las funciones más importantes, ya que ofrece a los tenedores de títulos la posibilidad de transformarlos en dinero de una manera más rápida y a un precio justo; esto se logra en un mercado eficiente, donde concurren vendedores y compradores, y en el cual los precios correspondan a un justo equilibrio entre la oferta y la demanda.

2.3.9 Circulación: y la movilidad de la riqueza mobiliaria se han facilitado gracias a la bolsa. En países desarrollados, la riqueza en poder del público está representada por acciones u obligaciones a LP. Además, debido a la liquidez ofrecida por la bolsa, el inversionista coloca sus recursos a la vista, pero disfrutando de los diversos beneficios de la inversión a LP.

2.3.10 Valoración: la bolsa permite determinar de manera indirecta el valor de las empresas, por medio del valor bursátil de la misma (producto del valor de la acción por la cantidad de acciones

en circulación). Dicho valor es de capital importancia, al ser la base para comprar o vender una empresa, o para mostrar a los administradores de las empresas de cómo el mercado evalúa su gestión.

2.3.11 Seguridad Jurídica y Económica: al ser un mercado organizado, sus actividades se rigen por un cuerpo normativo respectivo. La admisión de los valores a cotización implica la seguridad tanto sobre la legítima adquisición y propiedad de los valores, como sobre la calidad y característica de las mismas, logrado ello por la existencia de suficiente información.

2.3.12 Protección del ahorro contra la inflación: se realiza mediante la inversión en acciones u obligaciones indexadas, dado que dichos títulos, representan partes alícuotas de activos reales, y al existir inflación el valor de los activos se incrementa y consiguientemente el valor de tales valores.

2.4 ¿Cómo es un Sistema Financiero y un Mercado de Valores Desarrollado?

En el siguiente apartado se detallan los diversos factores establecidos que caracterizan a un Sistema Financiero y a un Mercado de Valores como desarrollado. (Matarrita y Ledezma, (sf), pp. 14-15)

2.4.1 Un sistema financiero es desarrollado al presentar las siguientes características:

- Desarrollo Institucional: conforme el sistema evolucione habrá mayor especialización donde cada intermediario se dedique a áreas y funciones específicas.
- Continuo perfeccionamiento del sistema regulatorio y de supervisión: los SF al evolucionar conllevan al perfeccionamiento de las leyes, reglamentos y normas que rigen la actividad financiera, con el fin de estimular la confianza de los diversos participantes.
- Formación del recurso humano: la constante innovación y la utilización de las ventajas procedentes de las economías de escala y de ámbito se pueden llevar a cabo por medio de la capacitación.
- Flujo de información: la información veraz, barata y oportuna constituye uno de los elementos fundamentales de los SF eficientes, ya que éstos se basan en la confianza.

-Marco legal específico: para las operaciones financieras supone un estado de desarrollo importante para el sistema financiero, dada la especificidad de las operaciones y las implicaciones sobre la confianza de los participantes.

-Uso de la tecnología: es la fuente del aprovechamiento de las ventajas que traen tanto las economías de escala y de ámbito.

-Condiciones macroeconómicas adecuadas: el mercado financiero al ser el equilibrador de los desequilibrios de otros mercados, resulta ser sensible a modificaciones no anticipadas en los “macro precios” de la economía y a cambios no previstos en la producción real, ocasionando una alta volatilidad en las operaciones, minando la confianza de los participantes, y por ello un mercado financiero evolucionado determina como condición la estabilidad macroeconómica.

2.4.2 En cuanto al desarrollo del MV, el mismo se plasma en el surgimiento de las Bolsas de Valores, las cuales llevan consigo una diversidad de opciones de inversión, generándose un significativo aporte a la profundización financiera, al ofrecer asesoramiento a través de los corredores de bolsa, brindando diferentes opciones para canalizar los recursos excedentes de los ahorrantes y garantizar liquidez de los títulos, entre otras cosas.

Entiéndase como profundización financiera a “aquella situación donde los activos financieros en términos reales crecen a tasas mayores que los activos físicos o tangibles”. (Espinosa, 1997, pp.28-29)

Por lo tanto, a continuación se detallan las características de un mercado de valores desarrollado:

2.4.2.1 No Fragmentación de los Mercados: los entes económicos no se encuentran de manera aislada, por ello se enfrentan a igualdad de precios relativos para la tierra, mano de obra y los productos; además presentan el mismo acceso a la tecnología moderna. De esta manera el sistema financiero enfrenta a los agentes a similares tasas de interés para los mismos servicios. La no fragmentación genera: un uso adecuado de la tierra, el trabajo y el capital, y agentes económicos con recursos, con buenas alternativas de inversión y con la cantidad necesaria de medios para llevarlas a cabo. Cabe rescatar que existen dos tipos de fragmentación:

a) la fragmentación natural: depende del nivel de desarrollo del país. Se elimina por medio de la política de desarrollo económico. (Lizano, 1987, párr.4)

b) la fragmentación inducida: es producto de la política económica. Se elimina por medio del Ajuste Estructural. (Lizano, 1987, párr.6)

2.4.2.2 Mecanismo de seguridad en las transacciones: a) La seguridad del sistema financiero: refleja la confianza y la tranquilidad de los diversos entes económicos procedente de la idea de que no hay ningún peligro que temer.

b) El servicio de custodia: es una institución esencial del mercado de valores, representa el mecanismo menos costoso y más eficaz de proteger al inversionista contra el fraude; además, “se entiende por custodia el servicio que presta una entidad, para el cuidado y conservación de valores y el efectivo relacionado con estos, así como el registro de su titularidad; con la obligación de devolver al titular, valores del mismo emisor, de la misma especie y las mismas características de los que le fueron entregados para su custodia.” (Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), 2009, p.1)

En este sentido, "su operación busca reducir el riesgo que representa el manejo físico de los valores para sus tenedores, agilizar las operaciones en el mercado secundario y facilitar su liquidación. La Ley Reguladora del Mercado de Valores autoriza a los bancos y a los puestos de bolsa a fungir como custodios de valores." (BN Valores, 2020)

2.4.2.3 Simetría de Información: es la igualdad para los diferentes agentes que conforman la economía en cuanto a la información; los diversos agentes no poseen un elemento de control respecto de la información, a pesar de tener motivos para utilizarla en forma estratégica para inclinar las decisiones del regulador a su favor.

La simetría de la información brinda posibilidades de actuar estratégicamente frente a diversos entes económicos, y con ello se logra la eficiencia de la regulación, por ello “...un mercado financiero que presente un nivel elevado de asimetrías de información genera costos de transacción que, de una u otra forma, conllevan a que no se presente una correcta asignación de recursos.” (Delvasto, 2006, p.220)

La información dentro del proceso de intermediación de recursos genera un elemento particular denominado “Confianza”, la cual es la seguridad de que el ahorro del prestamista, manejado por el agente, será devuelto por el prestatario, más un margen de ganancia por la suma de dinero prestada y por un tiempo estipulado. (Delvasto, 2006, p.219)

Los problemas de información ocasionan que: a) los inversionistas potenciales tengan dificultades para evaluar la rentabilidad esperada de los títulos o la solvencia de los emisores de acciones y de otras obligaciones privadas; b) los banqueros tengan dificultades serias para evaluar la rentabilidad y solvencia de los deudores potenciales; c) los depositantes pueden enfrentar dificultades para evaluar la calidad de los activos, de esa cartera riesgosa que tienen los bancos, es decir existe miedo a depositar. En general, la falta de información ocasiona la falta de confianza, nerviosismo, siendo esto un determinante importante de la estabilidad financiera de un país. (Efectos nocivos o problemas en el mercado bancario producto de la asimetría de información ver detalle en: Delvasto, 2006, pp. 220-221)

2.4.2.4 Proteger a los inversores: es uno de los objetivos de la regulación de los MV, donde nos indica lo siguiente: “los inversores deberán estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el mal uso de información privilegiada, la utilización en beneficio del propio intermediario de las instituciones del cliente (“front running”) y los abusos en el uso de los activos de dicho cliente.” (Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), 1998, p.6)

Para garantizar esta protección uno de los medios más importantes es la difusión de información relevante y suficiente para la toma de decisiones. Con esta medida podrán evaluar los riesgos potenciales, los beneficios de sus inversiones y proteger sus propios intereses. La protección de los inversores se logra mediante la supervisión de los intermediarios del mercado por medio de la fijación de normas mínimas para los participantes de dicho mercado. Los inversores deben ser tratados justa y equitativamente por medio de la fijación de normas de conducta, existiendo a su vez un sistema completo y amplio de procedimientos tanto de cumplimiento, inspección como de supervisión.

2.4.2.5 Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes: a) la justicia se encuentra estrechamente relacionada con la protección de los inversores y con la prevención de prácticas de negociación indebidas. Los mercados no deben inclinarse para favorecer injustamente a ciertos usuarios frente a otros. Por lo tanto, la regulación deberá: asegurar que los inversores accedan justamente al mercado, a la información de éste o a la información sobre los precios; promover prácticas que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso fiable de fijación de precios; promover la eficiencia del mercado; garantizar los máximos niveles de transparencia; y detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales de negociación.

b) En un mercado eficiente, la difusión y la publicación de información relevante es puntual y generalizada, reflejándose en el proceso de formación de precios.

c) La transparencia es una de las condiciones fundamentales para el adecuado funcionamiento del MV, ello conlleva a que los diversos participantes accedan en forma oportuna, completa, y clara a la información relativa de los aspectos más relevantes de las sociedades emisoras y de los valores emitidos por ellas, de manera que puedan decidir adecuadamente lo referente a sus inversiones, por ello se dice que la transparencia es uno de los instrumentos que debe usar el supervisor para proteger al inversionista.

La transparencia se entiende como “el grado en que la información sobre la negociación (tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real.” (IOSCO, 1998, p.7)

2.4.2.6 Reducir el riesgo en el sistema: objetivo de la regulación, a pesar de que los reguladores no pueden impedir la quiebra financiera de los intermediarios del mercado. En caso de que se produjera, la regulación deberá aliviar el efecto y aislar el riesgo de la institución en quiebra. Por esta razón, los intermediarios deben cumplir con requisitos adecuados de recursos propios y otros requisitos prudenciales, ya que es necesario que el intermediario sea capaz de liquidar su negocio sin pérdidas para sus clientes y contrapartidas o sin daños para el sistema.

“Antes bien, los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales son suficientes para

controlarlo, para absorber las pérdidas que se puedan producir y para limitar la toma excesiva de riesgo. Es esencial un proceso eficiente y preciso de compensación y liquidación que éste debidamente supervisado y utilice herramientas efectivas de gestión de riesgo.” (IOSCO, 1998, p.8)

2.5 Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores

A pesar de la diferencia en las estructuras de todos los mercados de valores, todo sistema de regulación para ser eficaz debe cumplir con tres objetivos principales, los cuales son puestos en práctica por medio de 30 principios (IOSCO, 1998, pp. i -iv), que regulan los mercados de valores. Por lo tanto, los objetivos para la regulación de los mercados de valores (detallados en el apartado anterior) son los siguientes: **a.** Proteger a los inversores. **b.** Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes. **c.** Reducir el riesgo en el sistema.

La regulación sólida y efectiva, y la confianza que trae consigo, es de suma importancia para la integridad, el crecimiento y por lo tanto el desarrollo de los mercados de valores. Por esta razón, existe la Organización Internacional de la Comisión de Valores (OICV), la cual “es el organismo internacional líder de los reguladores de los mercados de valores. Sus miembros actuales son organismos reguladores de 91 países cuya responsabilidad es la regulación y la aplicación de sus leyes.” (IOSCO, 1998, p.1)

El preámbulo de los Estatutos de la OICV indica: las autoridades de valores deciden cooperar juntas con el fin de asegurar una mejor regulación de los mercados a nivel nacional e internacional, para mantener unos mercados justos y eficientes.

2.6 ¿Son mejores los Sistemas Financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil?

Economistas y encargados de la política económica por más de un siglo han debatido acerca del tema, implícito en este debate se encuentra la noción de un tradeoff. Analíticos del tema argumentan que la inversión es el punto clave para el crecimiento, notando que estas decisiones surgen más de finanzas corporativas de los bancos que de las ventas de acciones. Además, advierten que los mercados bursátiles pueden resultar desestabilizadores, afectando

negativamente el desarrollo (ejemplo: es la economía del desarrollo tradicional, la cual se basa en los bancos y considera a los mercados de activos poco atractivos y peligrosos).

Sin embargo, el tradeoff entre los bancos y mercados bursátiles puede no existir de acuerdo a los servicios financieros del nexo entre finanzas y crecimiento. Diversos autores, por ejemplo Levine (1997) enfatizan que los compromisos financieros (contratos, mercados e intermediarios) surgen para proporcionar servicios financieros claves.

“Conforme a este “enfoque de servicios financieros”, el punto no es mercados bursátiles o bancos, sino crear las condiciones en las cuales bancos y mercados bursátiles provean servicios financieros saludables.” (Levine, 2000, p.25). Lo anterior quiere decir, crear un mejor funcionamiento en bancos y mercados bursátiles, y relegar el debate.

La estructura financiera basada en lo legal extiende el enfoque de servicios financieros, rechazando el debate entre bancos y mercados bursátiles; además, un buen funcionamiento del sistema legal facilita la operación del mercado y de los intermediarios, ya que juega el rol central en determinar la provisión de servicios financieros que promuevan el crecimiento.

Sin embargo, el enfoque de los servicios financieros destaca que tanto los bancos como los mercados bursátiles pueden proveer diversos servicios financieros que ayuden al crecimiento económico. Los sistemas financieros más desarrollados influyen de manera positiva en el crecimiento económico, siendo para este último poco relevante si el desarrollo global de los sistemas financieros viene de la banca o del mercado bursátil.

Sobre este particular, Levine y Zervos (1998) indican lo siguiente: “...una mayor liquidez del mercado de acciones implica crecimiento económico más rápido sin importar el nivel de desarrollo bancario. De la misma forma, un mayor desarrollo bancario implica crecimiento más rápido, sin importar el nivel de liquidez del mercado de acciones.” (Levine, 2000, p.33)

2.6.1 Bancos: un sistema basado en éstos enfatiza la importancia de la intermediación financiera tanto en el mejoramiento de las asimetrías de información como en los costos de transacción intertemporal; considerándose el mejor para promover el crecimiento económico.

Diversas teorías describen las siguientes razones sobre cómo mejores intermediarios financieros influirán de manera positiva en el funcionamiento económico:

- a) IF reduce tanto los costos de adquisición como el procesamiento de información acerca de las firmas y los administradores, mejorando la asignación de recursos y el control corporativo.
- b) IF otorgan facilidad para compartir y agrupar el riesgo, al reducir los costos de transacción. Los bancos invierten en activos de CP, con el propósito de satisfacer necesidades de liquidez; además hacen un compromiso de LP con el capital de las firmas. El accionar de los intermediarios al facilitar inversiones de más LP y más rentables, mejora la asignación del capital, y así contribuye a incrementar la productividad.
- c) IF facilitan la movilización de los ahorros al economizar en los costos de transacción asociados a la movilización de ahorros de agentes heterogéneos, además al superar las asimetrías de información logran que los ahorristas se encuentren confiados y cómodos al desligarse del control de sus ahorros. Estos actores no sólo facilitan la acumulación de capital al movilizar efectivamente los ahorros ajenos, sino que además mejoran la asignación de recursos al permitir la explotación de economías de escala.

2.6.2 Mercado de acciones (MA) su buen funcionamiento: estimula tanto la adquisición como la difusión de la información; facilita la diversificación del riesgo y la capacidad para prevenir el riesgo de liquidez; y favorecer la movilización de recursos. Los datos son consistentes en que el buen funcionamiento de los mercados ayuda al crecimiento económico. Levine y Zervos (1998). Muestran que lo importante para el crecimiento de LP, es la liquidez del mercado y no su tamaño, representado por la capitalización del mismo.

2.6.3 Sistema Bancario (SB) vs. Mercado Bursátil (MB)

En síntesis, a continuación se muestran las principales bondades de cada uno de estos sistemas:

El **Sistema Bancario:** a) Los IF pueden mejorar la adquisición de información sobre las firmas, la intensidad con la que los acreedores ejercen control sobre las empresas, y la movilización del

capital; b) el caso para un SB viene de una crítica al rol de los MB; c) los partidarios del SB indican que los mercados bursátiles son poco efectivos para ejercer control corporativo; d) los bancos presentan un sesgo inherente hacia la prudencia, por lo tanto tienen la posibilidad de frenar la innovación empresarial y el crecimiento (por ejemplo: los bancos pueden no ser recolectores y procesadores de información efectivos en situaciones tanto nuevas como de incertidumbre que impliquen productos y procesos innovativos) e) los SF basados en la banca proporcionan servicios básicos de administración del riesgo a bajo costo para situaciones estándares.

El Mercado Bursátil: a) Los MB desarrollados revelan gran cantidad de información al inversionista, disuadiendo al mismo a gastar mucho tiempo y dinero. b) Los sistemas basados en el MB no son eficientes en la adquisición de información con respecto a las firmas y en la supervisión de los administradores, dañando así la asignación de recursos y el desempeño económico. Los bancos no presentan este defecto, por ello realizan una mejor labor en la investigación de las firmas y en la supervisión a los administradores. c) Pueden proporcionar los mejores productos al consumidor, sin embargo resultan ser imperfectos e incompletos. Por lo tanto, en ciertas circunstancias los sistemas basados en la banca pueden brindar mejores servicios que los basados en el mercado en cuanto al riesgo. d) El MB ofrece mayor flexibilidad a los productos hechos según el gusto del cliente.

Capítulo III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

En el siguiente capítulo se identificará el tipo de investigación utilizado y su correspondiente enfoque, además del alcance de la investigación, así mismo se indicará las técnicas e instrumentos, la matriz metodológica como el debido cronograma de la investigación, todo lo anterior con el fin de adquirir la información oportuna y confiable.

3.1 Tipo de investigación y enfoque

Antes de profundizar acerca del tema en el presente trabajo de investigación, es conveniente definir el término de “investigación”, la cual según la Real Academia Española (RAE), se define de la siguiente manera:

“...este verbo se refiere al acto de llevar a cabo estrategias para descubrir algo. También permite hacer mención al conjunto de actividades de índole intelectual y experimental de carácter sistemático, con la intención de incrementar los conocimientos sobre un determinado asunto. En ese sentido, puede decirse que una investigación está determinada por la averiguación de datos o la búsqueda de soluciones para ciertos inconvenientes.”

Además, Hernández, Fernández y Baptista (2014) indican lo siguiente: “La investigación es un conjunto de procesos sistemáticos, críticos y empíricos que se aplican al estudio de un fenómeno o problema.” (p.4)

- a) Una vez entendido el concepto de investigación, se indica que para el presente estudio el tipo de investigación es *descriptivo - explicativo*.

Sobre este particular, Hernández et al, (2014) indican lo siguiente:

“Con los estudios descriptivos se busca especificar las propiedades, las características y los perfiles de personas, grupos, comunidades, procesos, objetos o cualquier otro fenómeno que se someta a un análisis. Es decir, únicamente pretenden medir o recoger información de manera independiente o conjunta sobre los conceptos o las variables a las que se refieren...” (p.92)

“Los estudios explicativos van más allá de la descripción de conceptos o fenómenos o del establecimiento de relaciones entre conceptos; es decir, están dirigidos a responder por las causas de los eventos y fenómenos físicos o sociales. Como su nombre lo indica, su interés se centra en explicar por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se manifiesta o por qué se relacionan dos o más variables.” (p.95)

Por lo tanto, como se indicó anteriormente esta investigación es de tipo descriptivo – explicativo; por un lado, es descriptiva porque se ofrece una investigación cuidadosa, deliberada y exhaustiva, mediante el uso de la técnica de fuentes de información, así se procede a recopilar, analizar y revisar los diversos documentos referentes al Sistema Financiero y el Mercado de Valores tanto de nuestro país como el de España para el periodo establecido. Y es explicativa debido a que al profundizarse en el tema, se logrará a través de fuentes de información numéricas (nacionales e internacionales), una connotación explicativa que den confiabilidad, credibilidad y transferibilidad.

- b) Por otro lado, otro de los factores que se proyectan en la presente investigación, es con respecto a su enfoque metodológico, en el cual se combinan aspectos de índole cualitativos y cuantitativos, es decir es de tipo mixto.
- La investigación cualitativa es un método de investigación usado principalmente en las ciencias sociales, basado en aspectos metodológicos considerando los principios teóricos como la interacción social, empleando métodos de recolección de datos que son no cuantitativos, con el fin de explorar las relaciones sociales y describir la realidad tal como se experimenta. Además dicha investigación requiere entender profundamente el comportamiento humano y las razones que lo gobiernan.

Aunado a lo anterior, Hernández et al, (2014) indican lo siguiente acerca del enfoque cualitativo: “...pueden desarrollar preguntas e hipótesis antes, durante o después de la recolección y el análisis de los datos.” (p.7)

Además, Velásquez (2009) define la investigación cualitativa a continuación:

“...la búsqueda de información por medio de metodologías que tienen como objetivo el encontrar y entender los significados de las relaciones que se crean en la mente de las personas. El sujeto es el centro de la investigación de corte cualitativo”. (párr.1)

“... provee de información estratégica que puede traducir en innovaciones creadoras de valor para la sociedad, empresas, instituciones de gobierno, partidos políticos y organizaciones no gubernamentales.” (párr.4)

Por lo tanto, debido al carácter cualitativo de la presente investigación, la información que se generará, permitirá describir, interpretar y a su vez sistematizar la información tanto del Sistema Financiero como del Mercado de Valores de Costa Rica y de España.

Para alcanzar los objetivos de esta investigación, se requiere de una amplia recopilación bibliográfica y documental, tanto de fuentes nacionales como internacionales, tales como libros, periódicos, tesis, revistas, leyes, monografías, entre otras cosas.

- La investigación cuantitativa permite examinar los datos de manera científica, específicamente en manera numérica, por lo general con apoyo de herramientas del campo de la estadística.

Hernández et al, (2014) indican lo siguiente acerca del enfoque cuantitativo:

“... es secuencial y probatorio. Cada etapa precede a la siguiente y no podemos “brincar” o eludir pasos. El orden es riguroso, aunque desde luego, podemos redefinir alguna fase. Parte de una idea que va acotándose y, una vez delimitada, se derivan objetivos y preguntas de investigación, se revisa la literatura y se construye un marco o una perspectiva teórica. (p.4)

Por lo tanto, en esta investigación el enfoque cuantitativo que se presenta se encuentra representado al examinar detalladamente los datos numéricos del Mercado de Valores de Costa Rica y de España.

Dicha información cuantitativa se presenta de la recopilación de la base de datos en entidades tanto nacionales como internacionales. La recopilación de la información tanto teórica como

numérica es obtenida de organismos como el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), así como de diversos sitios en Internet.

- c) “Los métodos mixtos representan un conjunto de procesos sistemáticos, empíricos y críticos de investigación e implican la recolección y el análisis de datos cuantitativos y cualitativos, así como su integración y discusión conjunta, para realizar inferencias producto de toda la información recabada (metainferencias) y lograr un mayor entendimiento del fenómeno bajo estudio.” En resumen, los métodos mixtos utilizan evidencia de datos numéricos, verbales, textuales, visuales, simbólicos y de otras clases para entender problemas en las ciencias.” (Hernández et al, 2014, p.534).

Por lo tanto, se puede entender que el enfoque mixto ofrece los siguientes beneficios: logra una perspectiva más amplia, precisa, profunda y confiable del fenómeno a estudiar; formulación del planteamiento del problema con mayor claridad; produce datos e información más rica y variable, debido a que se considerarán diversas fuentes y tipos de datos, así como de contextos y análisis.

En general, con respecto a las definiciones anteriormente mencionadas, queda claro que en la presente investigación se proyectará una combinación entre los enfoques tanto cualitativo como cuantitativo, generando de esta forma un análisis objetivo y subjetivo de la información recolectada para ambos países.

A nivel general, la presente investigación se aborda dentro un objetivo general explicado a través de cuatro objetivos específicos, donde dos de éstos se asocian básicamente a estudios descriptivos e históricos. Los otros dos objetivos se fundamentan en la recopilación y el tratamiento de la información bibliográfica, la recolección de datos cualitativos y cuantitativos de las investigaciones previamente realizadas y de entrevistas con especialistas en el tema.

3.2 Alcance

Definir el alcance que tendrá esta investigación, se convierte en un punto esencial de la misma, puesto que de ella dependen diversos aspectos claves, entre los cuales se pueden destacar: la estructura, las características, los factores y el funcionamiento del Sistema Financiero, específicamente del Mercado de Valores de Costa Rica y de España.

Por lo tanto, el presente trabajo final de graduación tiene como alcance responder a la pregunta de investigación: ¿por qué no se ha desarrollado el Mercado de Valores de Costa Rica en el periodo de 1985 – 2016?, analizando exhaustivamente los principales factores que explican el desarrollo de este mercado, lo anterior se llevará a cabo considerando la amplia y exitosa experiencia del país Español.

En primera instancia, se había decidido realizar la comparación del Mercado de Valores de Costa Rica con el de los siguientes cuatro países: Brasil, Chile, México y Argentina. Sin embargo, debido a las razones del enorme trabajo que se debía ejecutar y a la falta de información de la mayor parte de ellos, se tomó la decisión de efectuar dicho análisis en relación solamente con un país, Chile, pero al investigar sobre el mismo, se denotó que para el periodo de estudio dicho país no presentaba una evolución tan notable con respecto al nuestro, por lo tanto, se descarta la posibilidad de realizar esta confrontación.

Posteriormente, se decide realizar la debida comparación contra España, debido a que según múltiples estudios es un país con un sistema financiero y un mercado de valores desarrollado.

Sin embargo, a pesar de los beneficios que incurre efectuar el estudio contra España, existen limitaciones en el desarrollo del mismo, debido a la falta de acceso a la información correspondiente al periodo entre 1998-2016, referente al Sistema Financiero Español, y por ende al Mercado de Valores, lo anterior es a razón de los cambios por los que dicho sistema a partir del año de 1998 ha sufrido. Por esta razón, la información del Mercado de Valores Español para los años mencionados se encuentra limitada, dado que no se cuenta con el acceso a las bases de datos especializadas de dicho sector.

Ante esta situación se contactó a funcionarios de diversas instituciones financieras españolas, tanto por correo electrónico como por la vía telefónica, con el fin de solicitar la información referente a los años de 1998 al 2016, lo cual es requisito para realizar el análisis financiero de España, y así efectuar la comparación con Costa Rica, sin embargo, no hubo resultados positivos, debido de que no poseen acceso a dicha información. En razón de lo acontecido anteriormente, se tomo la decisión de fortalecer el análisis del ámbito cualitativo del Mercado de Valores Español, considerando a su vez los acontecimientos más relevantes en el campo financiero para ese periodo.

3.3 Universo de la investigación

3.3.1 Sujetos y fuentes de información

Para una investigación es vital identificar los sujetos y las fuentes de información, así como comprender el concepto que cada uno de esos términos.

- a) Sujetos de información son las personas objetos de estudio, también se le conoce como población o universo. En la presente investigación los sujetos de información es todo lo concerniente al Sistema Financiero y el Mercado de Valores de Costa Rica y de España, incluyendo: su estructura, componentes, factores de desarrollo, funcionamiento, entre otras cosas.
- b) Las fuentes de información, son todos aquellos documentos que contienen datos útiles para satisfacer una demanda de información o conocimiento, es decir facilitan la información para un determinado estudio.

Así mismo, las fuentes de información se dividen en tres tipos: primarias, secundarias y terciarias; según las autoras Silvestrini y Vargas (2008), se definen de la siguiente forma:

- “Fuentes Primarias: Contienen información original, que ha sido publicada por primera vez y que no ha sido filtrada, interpretada o evaluada por nadie más. Son producto de una investigación o de una actividad eminentemente creativa.” (párr.2)

Además, se entiende que la misma son todas aquellas fuentes mediante las cuales se obtienen datos directos, es decir, la fuente original, la cual es facilitada por las personas, las instituciones u organizaciones, o por ambiente natural en el que está inmersa la investigación.

Por lo tanto, en la presente investigación se analizará todo lo concerniente a los Mercados de Valores de Costa Rica y España, y como fuente primaria o directa se considera la coordinación con los funcionarios de las instituciones financieras de ambos países, con el fin de que los mismos nos suministren la bibliografía o bases de datos referentes al tema, tales instituciones son las siguientes: Banco Central de Costa Rica, la Bolsa Nacional de Valores, SUGEVAL, CONASSIF, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística de España.

- “Fuentes Secundarias: Contienen información primaria, sintetizada y reorganizada. Están especialmente diseñadas para facilitar y maximizar el acceso a las fuentes primarias o a sus contenidos. Componen la colección de referencia de la biblioteca y facilitan el control y el acceso a las fuentes primarias.” (Silvestrini y Vargas, 2008, párr.4)

Las fuentes secundarias nos permiten recolectar la información publicada en las fuentes primarias, es decir, son las establecidas en información de previo ya elaborada o existente; muchas veces la información ya está disponible, y nos ofrecen información sobre el tema que se investiga, pero no son la fuente original de los hechos que se están originando, sino que son una referencia de los mismos.

En el caso de la presente investigación, utilizaré los siguientes documentos: leyes, reglamentos, y páginas web de las instituciones financieras de ambos países tales como, Banco Central de Costa Rica, la Bolsa Nacional de Valores, SUGEVAL, CONASSIF, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística de España, entre otras; lo anterior con el fin de adicionar información a las fuentes primarias, y así lograr el objetivo de este estudio.

- “Fuentes Terciarias: Son guías físicas o virtuales que contienen información sobre las fuentes secundarias. Forman parte de la colección de referencia de la biblioteca. Facilitan el

control y el acceso a toda gama de repertorios de referencia, como las guías de obras de referencia o a un solo tipo, como las bibliografías”. (Silvestrini y Vargas, 2008, párr.6)

La fuente descrita anteriormente, es información de tercera mano, presentada de una manera resumida y a su vez organizada. Por ejemplo, los libros de texto publicados son una fuente terciaria, ya que utilizan fuentes primarias y secundarias en el contenido del texto.

Concretamente para este estudio, entre las fuentes terciarias utilizaré los libros de texto relacionados al tema del Sistema Financiero, y específicamente al Mercado de Valores de Costa Rica y España; además de las enciclopedias, diccionarios, entre otros documentos.

3.4 Técnicas e instrumentos de investigación

a) Las técnicas de investigación son aquellas que constituyen el conjunto de mecanismos, medios o recursos dirigidos tanto a recolectar, conservar, analizar cómo a transmitir los datos de los fenómenos sobre los cuales se investiga o estudia.

También se pueden definir las técnicas como procedimientos o recursos fundamentales de recolección de información, con los cuales el investigador se acerca a los hechos y accede a su conocimiento.

Las técnicas de investigación se clasifican de la siguiente forma: observación, encuesta, entrevista y grupos focales. Todas las técnicas sirven para medir las variables deben reunir dos principales características: validez (calificación o resultado obtenido al aplicar el instrumento) y confiabilidad (es la estabilidad, consistencia y exactitud de los resultados obtenidos).

Por lo tanto, en el presente estudio se utilizará la observación, la cual es una técnica que consiste en observar atentamente el fenómeno, hecho o caso, recolectar información y a su vez registrarla para su posterior análisis.

Existen dos tipo de observación: la directa, la cual es cuando el investigador se pone en contacto de forma personal con el hecho o fenómeno que trata de investigar; y la indirecta, que es cuando el investigador entra en conocimiento del hecho o fenómeno observando, mediante las observaciones realizadas anteriormente por otra persona. Lo anterior sucede cuando nos

apoyamos en libros, revistas, informes, grabaciones, entre otras, relacionados con lo que investigamos; estos documentos han sido conseguidos o elaborados por otras personas que observaron con anterioridad lo mismo que nosotros.

Por lo tanto, el material que se incluye en este trabajo es obtenido a través de la observación indirecta, lo cual nos conlleva a un análisis documental tanto descriptivo como numérico, así como las consultas verbales y por escrito a los funcionarios de las diferentes instituciones ligadas al tema de investigación. Tales actividades son sumamente importantes en la búsqueda de información para este proyecto de investigación.

- a) Instrumentos de investigación, son las herramientas utilizadas para recolectar la información de la muestra seleccionada y la necesaria para solucionar el problema y lograr los objetivos de la investigación.

Cabe indicar que un instrumento de **medición** adecuado, es aquel que registra los datos observables, de forma que éstos representen verdaderamente a las **variables** que el investigador tiene por objeto.

Por lo tanto, se utilizará el método de observación tanto directa como indirecta. La observación directa del fenómeno en estudio posee los siguientes beneficios: es una de las técnicas de recolección de datos más utilizada en el contexto de la investigación; es bastante objetiva en cuanto a la recolección; con ella se puede obtener información incluso cuando no haya deseo de proporcionarse y a su vez es independiente de la capacidad y veracidad de las personas a estudiar; en esta observación al realizarse sin intermediarios, no existirá distorsión de los datos que se generen.

La observación indirecta la utilizaré debido a que la misma se apoya en documentos importantes, tales como libros e informes que han sido elaborados con anterioridad por especialistas en el tema en cuestión.

3.5 Matriz Metodológica

En el siguiente cuadro se presenta el objetivo general y los objetivos específicos. Además, se detallan las variables, el indicador, las fuentes de información, los instrumentos y la pregunta de investigación por cada uno de los objetivos específicos:

Cuadro 1.
Matriz Metodológica

Objetivo general	Analizar los principales factores que explican la falta de desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica durante el período comprendido entre 1985 – 2016: desde un enfoque del modelo Español.				
Objetivos específicos	Variables	Indicador	Fuentes de información	Instrumentos	Preguntas de investigación
1. Describir las principales características del Sistema Financiero y del Mercado de Valores en la economía costarricense durante el periodo de estudio.	Características del Sistema Financiero y Mercado de Valores de Costa Rica.	- M1, M2 y Riqueza financiera vs. PIB nominal de Costa Rica. - Mercado Primario Secundario y acciones vs. PIB nominal de Costa Rica. - Mercado Primario Secundario y acciones vs. Volumen total transado de Costa Rica.	<u>Primarias:</u> Banco Central de Costa Rica y Bolsa Nacional de Valores. <u>Secundarias:</u> normativa, leyes u otros documentos que identifiquen la estructura y las características del SF y MV de Costa Rica.	-Revisión bibliográfica versus realidad del Sistema Financiero y Mercado de Valores de Costa Rica. - Sistematización de la información teórica y numérica.	¿Cuáles son las características del Sistema Financiero y Mercado de Valores de Costa Rica en el periodo 1985-2016?
2. Identificar los principales rasgos del Sistema Financiero y del Mercado de Valores de España durante el periodo de estudio.	Características del Sistema Financiero y Mercado de Valores de España.	- M1, M2 vs. PIB nominal de España.	<u>Primarias:</u> Banco Central de Costa Rica, Fondo Monetario Internacional, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística de España. <u>Secundarias:</u> normativa, leyes u otros documentos que identifiquen la estructura y las características del SF y MV de España.	-Revisión bibliográfica versus realidad del Sistema Financiero y Mercado de Valores de España. - Sistematización de la información teórica y numérica.	¿Cuáles son las características del Sistema Financiero y Mercado de Valores de España en el periodo 1985-2016?
3. Realizar una comparación del funcionamiento del Mercado de Valores de Costa Rica con el Mercado de Valores Español, analizando el desempeño de los principales factores que influyen en el desarrollo del Mercado de Valores de ambos países.	Análisis comparativo y desempeño de los principales factores	-M1, M2 vs. PIB nominal de Costa Rica y España.	<u>Primarias:</u> Banco Central de Costa Rica, Bolsa Nacional de Valores, Fondo Monetario Internacional, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística de España. <u>Secundarias:</u> documentos de los principales factores que juegan un papel primordial dentro del desarrollo del MV.	-Revisión bibliográfica nacional e internacional, y análisis de los diferentes componentes y factores de ambos Mercados de Valores. - Recopilación de datos y sistematización de la información numérica. - Cuadro comparativo Mercado de Valores de Costa Rica vs. Mercado de Valores Español.	¿Cuáles son los principales factores que juegan un papel primordial dentro del desarrollo del MV de Costa Rica y España?
4. Elaborar un conjunto de recomendaciones técnicas que estimulen el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica.	Recomendaciones técnicas que estimulen el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica.	No Aplica	<u>Primarias:</u> todas las anteriores. <u>Secundarias:</u> todas las anteriores, además del análisis y conclusiones propias.	- Aplicación del estudio realizado tanto de la revisión bibliográfica, del análisis evolutivo como de la recopilación de datos numéricos. - Análisis de los nuevos aspectos que inciten el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica.	¿Cuáles son las recomendaciones que estimulen el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica?

Fuente: Elaboración Propia.

3.6 Cronograma

En el siguiente apartado se detallarán las diversas actividades y los plazos con los que se realizará la presente investigación:

Cuadro 2.

Cronograma de las actividades de la investigación

ACTIVIDAD	AÑO 2019 - 2020							
	NOV	DIC	ENE	FEB	MARZ	ABR	MAY	JUN
Presentación del anteproyecto corregido ante la Comisión de Trabajos Finales de Graduación.	X							
Recopilación de la información cualitativa y cuantitativa de lo concerniente al Sistema Financiero y Mercado de Valores de Costa Rica para el periodo establecido.		X	X					
Recopilación de la información cualitativa y cuantitativa de lo concerniente al Sistema Financiero y Mercado de Valores de España para el periodo establecido.		X	X					
Realizar un análisis comparativo del funcionamiento del Mercado de Valores de Costa Rica con el Mercado de Valores Español.				X				
Elaborar un conjunto de recomendaciones que estimulen el desarrollo del Mercado de Valores de Costa Rica.					X			
Revisión final por parte del Tutor de la Tesis.						X		
Revisión final por parte de los lectores de la Tesis.							X	
Entrega de la Tesis a la Comisión de Trabajos Finales de Graduación.								X

Fuente: Elaboración Propia.

CAPÍTULO IV: ANALISIS DE RESULTADOS

4.1 Sistema Financiero y Mercado de Valores de Costa Rica

En el siguiente apartado se abordarán temas que establecen la base histórica de la investigación, haciendo énfasis a los aspectos de mayor relevancia, tanto del Sistema Financiero costarricense: estructura y los principales cambios durante los años considerados; como del Mercado de Valores de Costa Rica: historia, comportamiento, la creación de la Bolsa Nacional de Valores e Indicadores Financieros en el periodo de estudio.

4.1.1 Sistema Financiero costarricense

Desde los años ochenta Costa Rica en el campo económico se ha caracterizado por contar con un sistema financiero desarrollado, ya que incorpora la utilización de instrumentos financieros según las necesidades en cuanto al financiamiento. Además, “Costa Rica presenta un sector financiero altamente concentrado en la banca y de poco desarrollo bursátil; los bancos estatales prevalecen como los entes financieros líderes en el mercado, manejando en la actualidad cerca del 60% de los activos financieros; no obstante, en los últimos 10 años se ha dado un fuerte crecimiento de la banca privada, pasando de un 21% a cerca poco más del 29% de los activos financieros totales del sector.” (Arce, 2006, pp.3-4)

Por otro lado, se debe reconocer que nuestro país fue el primero de la región en impulsar y aprobar reformas a su sistema financiero en los ochentas, las mismas fueron específicamente en materia de legislación de política monetaria y en el marco institucional, dado que la normativa vigente era pro banca estatal.

En el año de 1988 entró en vigencia la Ley de Modernización del Sistema Financiero de la República, con la cual se liberalizaron las tasas de interés activas y pasivas. Además, entre las reformas adoptadas para la modernización del sistema se encuentran: la reducción en el encaje, liberalización de las tasas de interés y el crédito, apertura de la cuenta de capital, mayor flexibilidad a los bancos privados para la captación de recursos y mejorar al marco regulatorio, entre otras cosas.

De hecho, Costa Rica habría liderado el índice de reformas financieras en la región, básicamente al haber eliminado el control de las tasas de interés, y al reducir el ratio entre reservas y depósitos. No obstante, actualizaciones de este índice muestran un ligero rezago en Costa Rica, y no solamente presentan los avances en la modernización de los sistemas financieros en la región.

En los noventa, Costa Rica fue líder en la modernización del sistema financiero en la región, sin embargo, más recientemente la aprobación de reformas ha padecido de cierto aletargamiento, estando pendientes en el Congreso la aprobación de varias reformas y leyes que buscan modernizar dicho sistema, como: reformas a la Ley del Banco Central de Costa Rica y a la Ley del Sistema Bancario Nacional.

La política económica para la modernización del SF tiene como objetivo procurar la asignación eficiente de los recursos monetarios de la sociedad, y así ampliar las posibilidades de crecimiento y bienestar socioeconómico por medio del mejoramiento de los diferentes sistemas para la administración de fondos como son los bancarios, bursátiles, pensiones y seguros, donde sus reformas generarán recursos de LP que proporcionarán el desarrollo de los sectores de valores y banca. Y las reformas en el MV generarán oportunidades de inversión para esos ahorros, y competencia en el sector bancario.

Otro de los objetivos importantes es eliminar la carencia de competencia en el sector bancario, pues actualmente la banca estatal y la privada no juegan niveladamente, por razones como la existencia de la garantía estatal y por restricciones a la banca extranjera. Por lo cual, se debe considerar que la existencia de un sector financiero ágil y competitivo ayuda a mejorar la productividad de la economía, ya que de este modo los agentes podrán disponer de mejores servicios, mayor rapidez para efectuar transacciones y costos de intermediación menores.

4.1.2 Estructura del Sistema Financiero de Costa Rica

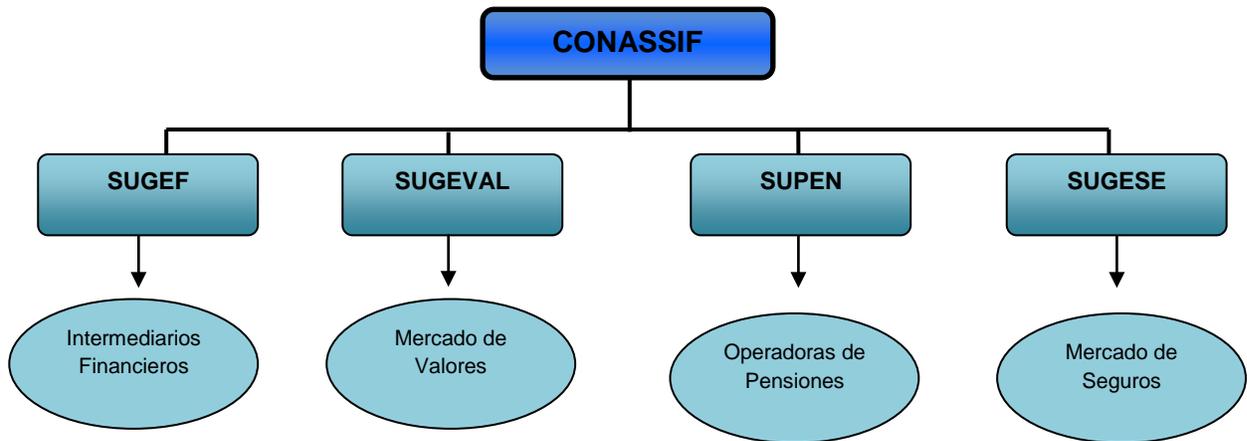
La máxima autoridad del SF costarricense la constituye el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF): a) “... es un órgano colegiado de dirección superior, cuyo fin es el de dotar de uniformidad e integración a las actividades de regulación y supervisión del Sistema Financiero Costarricense”; b) posee la misión de ejercer el mejor control sobre el mismo y sobre las distintas superintendencias; c) es el responsable de aprobar los reglamentos aplicados al sistema financiero costarricense y las políticas generales que rigen a las superintendencias.

La Junta Directiva del CONASSIF se encuentra conformada por: Cinco miembros (no funcionarios públicos), designados por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica por un periodo de 5 años -reelección por una sola vez; el Ministro de Hacienda o, en su ausencia, un Viceministro de esa cartera; el Presidente del Banco Central de Costa Rica o el Gerente; y los Superintendentes (SUGEF, SUPEN,

SUGEVAL y SUGESE) asisten a las sesiones del Consejo, con voz pero sin voto. (Detalle de las funciones básicas del CONASSIF en: www.conassif.fi.cr)

Bajo la dirección de esta entidad funcionan las siguientes superintendencias, cada una de éstas encargadas de la supervisión de su propio mercado o actividad financiera, tal como se muestra seguidamente:

Esquema 1.
Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia con información del CONASSIF.

4.1.2.1 Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF): es “la que regula y supervisa a las instituciones que realizan intermediación financiera (tanto público como privada), entre las que se encuentran todos los bancos comerciales (estatales y privados), los bancos creados por leyes especiales, financieras privadas, mutuales, asociaciones solidaristas y cooperativas de ahorro y crédito”. (Matarrita y Ledezma, (sf), p.17)

Además, “el objetivo de la SUGEF es velar por la estabilidad, la solidez y el funcionamiento eficiente del sistema financiero nacional, con estricto apego a las disposiciones legales y reglamentarias y de conformidad con las normas, directrices y resoluciones que dicte la propia institución, todo en salvaguarda del interés de la colectividad.” (CONASSIF, (sf))

4.1.2.2 Superintendencia General de Valores (SUGEVAL): supervisa y vigila tanto el funcionamiento como los participantes del mercado de valores, donde se encuentran los siguientes: puestos de bolsa, emisores, empresas clasificadoras de riesgo, bolsas de valores, empresas liquidadoras y de custodia y sociedades administrativas de fondos de pensión. “Supervisa a las entidades que realizan intermediación bursátil y otros participantes del mercado.” (SUGEVAL, 2012)

Según lo establecido en la Sección I del Capítulo II de la Ley 7732 (aprobada el 8 de diciembre de 1977 y publicada en el Diario Oficial La Gaceta el 27 de enero de 1998, entrando a regir el 27 de marzo), entre otras, las funciones de la SUGEVAL son las siguientes:

- a) Velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines.
- b) Autorizar, regular y supervisar la oferta pública de valores realizada en el país.
- c) Autorizar el funcionamiento de las bolsas, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las centrales de valores, las sociedades de compensación y liquidación y las sociedades clasificadoras de riesgo.
- d) Aprobar los estatutos y reglamentos de las bolsas, las sociedades de compensación y liquidación, las centrales de valores y las sociedades clasificadoras de riesgo, antes de su entrada en vigencia.
- e) Suspender o revocar la autorización otorgada a los sujetos fiscalizados en los MV o la autorización para realizar oferta pública, cuando el sujeto respectivo incumpla con los requisitos establecidos en la ley o en los reglamentos emitidos por la misma SUGEVAL.
- f) Establecer reglamentariamente las normas contables y de auditoría de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados, sin embargo en caso de conflicto prevalecerán las emitidas por la SUGEVAL sobre las del Colegio de Contadores Públicos.
- g) Exigir a todos los sujetos fiscalizados toda la información razonablemente necesaria, en las condiciones y periodicidad que establezca la SUGEVAL.
- h) Exigir a los sujetos fiscalizados información sobre las participaciones accionarias de sus socios, miembros de junta directiva y empleados, hasta la identificación de las personas físicas propietarias de dichas participaciones.
- i) Autorizar y regular la creación y el funcionamiento de otras figuras participantes en los mercados de valores, distintas de las previstas expresamente en la ley.
- j) Desarrollar cualquier otra actividad de regulación o supervisión no detallada en la ley, que le permitan cumplir con sus fines.

Por otro lado, según CONASSIF: “La Superintendencia General de Valores es una entidad desconcentrada del Banco Central de Costa Rica. Fue creada en el año 1997 por la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732. De acuerdo con dicha Ley le corresponde a la SUGEVAL” “Para llevar a cabo sus funciones, la Superintendencia emite la normativa que regula la actividad de los participantes del mercado, les concede autorización para ofrecer sus servicios y sus productos por medio de la oferta pública, y supervisa sus actividades. Además, la SUGEVAL tiene la potestad de

imponer sanciones y medidas precautorias cuando corresponda. En materia de protección al inversionista la SUGEVAL pone a disposición del público toda la información pública de los participantes y productos que se ofrecen en el mercado, con el fin de que pueda tomar decisiones de inversión basadas en información oportuna. Igualmente, lleva a cabo una serie de actividades gratuitas y abiertas al público en procura de la educación a los inversionistas.”

4.1.2.3 Superintendencia de Pensiones (SUPEN): es la encargada de la regulación, supervisión y fiscalización de las operadoras de planes de pensiones obligatorios y complementarios de Costa Rica.

4.1.2.4 Superintendencia de Seguros (SUGESE): “es un órgano de máxima desconcentración adscrito al Banco Central de Costa Rica que funciona bajo la dirección del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).” “Su objetivo es el de velar por la estabilidad y el eficiente funcionamiento del mercado de seguros, así como entregar la más amplia información a los asegurados” (CONASSIF, 2020)

4.1.3 Evolución del Mercado de Valores entre los años de 1984 – 2016

En los años ochentas en el campo financiero existía un débil marco regulatorio, y parte de los intermediarios eran supervisados por el Banco Central de Costa Rica, donde les establecía las tasas de interés y los topes de carteras de crédito, a su vez prohibía: la intermediación con moneda extranjera (tanto a entidades estatales como privadas); y la captación de depósitos a plazos menores a seis meses a los bancos privados. Con respecto a la política monetaria presentaba elevados niveles de represión y de encaje bancario (llegaban a 50%), pero la utilización de instrumentos indirectos tenían menos espacio (ejemplo: Operaciones de Mercado Abierto (OMA)).

La bolsa de valores y sus puestos se encontraban autorregulados por el código de comercio, a pesar de su escasa normativa; en esa época no existían empresas clasificadoras ni una central de valores; “los productos financieros eran mucho más escasos y la innovación financiera se limitaba a las operaciones de administración bursátil (OPAB) y a la negociación por bolsa de títulos de renta fija del mercado primario.” (Angulo, (sf), p.3)

Para el año de 1984 se inició la reforma del sistema financiero costarricense, la cual se diseñó bajo un mercado poco competitivo, mal regulado y predominantemente estatal. Dicha reforma presenta los siguientes objetivos: “a) otorgar mayor libertad y flexibilidad a los intermediarios para tomar sus decisiones; b) aumentar competencia a lo interno del sector financiero (disminución de márgenes de

intermediación y mejora en la capacidad para brindar servicios) y c) reforzar la supervisión prudencial.” (Angulo, (sf), p.4)

En nuestro país el proceso de reforma financiera se ha comportado de manera gradual, el mismo puede dividirse en etapas sumamente definidas, las cuales son las siguientes:

“1) Fase de preparación para la modernización (1984-1987) en donde se instaura el sistema de minidevaluaciones; se decide fortalecer a los bancos privados con recursos de la cooperación internacional a través del BCCR y se les permite captar a plazos cada vez menores; se inicia el proceso de liberalización de tasas de interés y topes de cartera; se permite a los bancos comerciales abrir sucursales sin previa autorización del BCCR; y se inicia la práctica de exigir la clasificación de la cartera crediticia y su respectivo aprovisionamiento. La conclusión de esta primera fase coincide con la crisis de las financieras privadas del año 1987, fenómeno que no se propagó de manera sistémica gracias a que dichas financieras, aunque importantes en número (alrededor de 66), eran muy pequeñas dentro del sistema financiero.

2) Fase de modernización del marco regulador (1988-1994), se inicia con la promulgación de la Ley de Modernización Financiera de 1988, en donde se crea la Auditoría General de Entidades Financieras; se establecen mejores controles y requisitos para la operación de las entidades financieras no bancarias y se incorpora a la supervisión el sector mutual y cooperativo; se incrementa el capital mínimo para la operación de bancos y financieras; se promulga la Ley de Oferta Pública de Valores, en donde se restringe la potestad de ofrecer valores al público, únicamente reservado para las entidades autorizadas y supervisadas; se crea en 1990 la Ley Reguladora del Mercado de Valores como cuerpo normativo para la regulación de un sector que anteriormente había estado autorregulado por la Bolsa Nacional de Valores (BNV), potestades que se transfieren a la Comisión Nacional de Valores (CNV). Como parte de la reforma, se crea la Central de Valores (CEVAL), se inicia el proceso de creación de empresas clasificadoras de riesgo y desaparecen en la BNV las funciones de custodia, control de empresas y el área legal encargada de arbitrar entre los operadores del sistema.

3) Fase de profundización de la reforma (1995-a la fecha), inicia con la Reforma a la Ley Orgánica del BCCR de 1995, en donde se limitan las funciones del Banco Central; se elimina la potestad del BCCR para establecer topes de cartera y fijar las tasas de interés de los intermediarios financieros; se permite a la banca privada operar cuentas corrientes y se le otorga acceso al redescuento y se reduce significativamente la tasa máxima del encaje mínimo legal, como un esfuerzo para que las acciones de

la política monetaria se materialicen predominantemente a través de instrumentos indirectos (OMA); en 1996 se establece el mecanismo de subasta conjunta (BCCR – Ministerio de Hacienda). En materia de regulación y supervisión se crea la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) con mayores facultades e independencia del BCCR; se cambia a un enfoque de supervisión prudencial y se pone mucho más atención a temas como la suficiencia patrimonial y el capital mínimo de operación de los intermediarios financieros y en años recientes al control de la banca off-shore y los grupos financieros relacionados.” (Angulo, (sf), p.4)

Además, en esta fase se promulgan reformas a la Ley Reguladora del Mercado de Valores de 1988, donde se funda el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF); se transformó la CNV en la SUGEVAL, con incrementos en cuanto a las potestades de supervisión, y se crea la legislación dirigida a regular los nuevos instrumentos (por ejemplo los fondos de inversión). En esta época se presentan los inicios de la estandarización de los títulos valores y del sistema de anotación en cuenta y en el año 2000 se promulga la Ley de Protección al Trabajador, con el fin de fortalecer el sistema nacional de pensiones.

Para los últimos años de esta fase, se visualiza una plataforma de operación mejorada, incorporando tecnología, como el desarrollo de nuevos mercados de negociación, la entrada vigente del sistema de valoración a mercado para las carteras mancomunadas y la implementación del sistema de pagos.

4.1.4 Antecedentes de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica

En nuestro país las iniciativas para la constitución de una bolsa de valores, data de 1945, bajo la promulgación del Decreto Ley del 15 de mayo de 1943, el cual autorizaba la creación de mercados de valores en Costa Rica.

El 19 de mayo de 1945 se fundó una bolsa de valores, aunque no llegó a funcionar públicamente, y por ello se le considera un intento fallido. No fue hasta cuatro años más tarde, cerca del 23 de diciembre de 1949 cuando empieza a operar la denominada "Bolsa de Valores de San José", la cual solamente realizó operaciones a lo largo de un año.

Posterior al Decreto - Ley de 1943, se promulga el Código de Comercio que empieza a regir a partir del 1 de junio de 1964, y que a pesar de que no se haya alcanzado consolidar una bolsa de valores, es donde se sientan las bases jurídicas para fundar bolsas de valores en el país, como una modalidad de bolsa de comercio. Posterior a la promulgación de esta Ley, la Compañía Financiera S.A. (COFISA), ejecutó una

significativa gestión para constituir una bolsa de valores. “Esta primera iniciativa consistió en una serie de cotizaciones publicadas en los diarios, para la compra y venta de títulos accionarios. Este mercado operó por aproximadamente dos años y mostró serias limitaciones.” (Johanning, 1997, p.4)

Para el año de 1970, posterior a la promulgación del Código de Comercio, un conjunto de comerciantes integrados en la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC), presentaron el Proyecto de Escritura de Constitución de la Bolsa Nacional de Valores S.A. (BNV) al Ministerio de Hacienda, el cual aprobó y publicó en la Gaceta en el mes de setiembre del mismo año.

Asimismo, el CANAFIC estableció los estatutos para la fundación de la Bolsa, y además elaboró el Reglamento para la Negociación de Acciones y Títulos Valores, el cual fue sometido al BCR (julio, 1971) para su aprobación, sin embargo, fue autorizado en setiembre de 1972, pero fue necesario posponer la aprobación por razón al conflicto de interés que podría promoverse debido a que el Banco preparaba una ley reguladora de las actividades de las entidades financieras, siendo algunas fundadoras de la bolsa.

Por motivo de atrasos en la base de la constitución de la Bolsa Nacional de Valores S.A., que hasta septiembre de 1973, es cuando queda debidamente legalizada, quedando el 40% de las acciones en poder de los fundadores y el 60% perteneciendo al Banco Central de Costa Rica, y así se cumple lo promulgado en el Código. Dicha BNV representa “...un mercado organizado y especializado, en el que a través de intermediarios (compradores y vendedores), se realizan transacciones con títulos valores admitidos a cotización, y cuyos precios se determinan por el libre juego de oferta y demanda. Esta entidad forma parte integral del Sistema Financiero Costarricense y es el organismo rector del Mercado de Capitales.” (Ferrer et al, 1997, p.111)

Además, en igual instante se establecía la Corporación Costarricense de Desarrollo S.A. (CODESA), con el fin de “promover el desarrollo económico del país, mediante el fortalecimiento de las compañías mixtas costarricenses y con la función específica de impulsar en forma sistemática y permanente el desarrollo del Mercado de Capitales.” (Johanning, 1997, p.5)

En respuesta a la necesidad de hacer funcionar la BNV y la constitución de CODESA, conllevó al Poder Ejecutivo a designar la función de hacer que la Bolsa opere a dicha Corporación.

Seguidamente, para el año de 1974 (enero), el BCR ofertó públicamente el 60% de las acciones de la BNV, las cuales pasaron a ser capital de CODESA, al mismo tiempo se hizo acreedor del 40% restante.

En el mes de marzo de ese mismo año CODESA presenta ante la Asamblea de Accionistas el proyecto de operación de la Bolsa Nacional de Valores. Ya para agosto del año de 1975 se establece el primer Consejo Directivo de la Bolsa, participando los representantes de los diferentes sectores productivos de nuestro país, y el 19 de agosto se efectúa la primera sesión de la Bolsa.

Sin embargo, en 1977 CODESA vende el 60% a inversionistas privados; e igualmente en 1993 como parte del proceso de democratización económica, CODESA vendió el 40% de sus acciones a inversionistas privados, con lo que finalizó el traspaso de una entidad de dominio estatal a una sociedad abierta y privada, lo cual se remarca que la BNV pasa a ser capital totalmente privado, y el mercado de valores proyectará una estructura monopólica. En ese mismo momento se intentó la creación de una nueva bolsa, donde dichos intentos fallaron.

Los accionistas de la Bolsa estaban compuestos por los puestos de bolsa que operaban en ella, por inversionistas privados, los cuales poseían como propósito obtener ingresos por medio de dividendos o ganancias de capital, por ello la estructura de la Bolsa era además de abierta y privada era desmutualizada.

Para las siguientes décadas, en nuestro país la Bolsa Nacional de Valores presenta los siguientes antecedentes:

A) Década de los años ochentas

A inicios de los ochenta el país experimentaba una situación de inestabilidad en el nivel de precios internos, en otras palabras presentaba una elevada inflación alrededor de los años 1981 y 1982. Pero a partir del período 1983-1984 se presentaba una moderada recuperación de la economía tras haber pasado por un decrecimiento.

Sin embargo, se denotaba un desequilibrio en el sector externo, en presencia del ausente convenio con el Fondo Monetario Internacional y la lenta aprobación de la Ley de la Moneda, el país afrontaba una precaria situación de las divisas, originándose una acumulación de solicitudes de divisas en el Banco Central.

No obstante, la Bolsa logró que muchas de las necesidades del sector público se vieran solventadas mediante el mercado bursátil, no sólo el Gobierno logró atraer recursos, sino que además se alcanzó dar liquidez a los títulos de la acumulación de divisas.

Durante 1983 y 1984 el Banco Central adoptó diversas restricciones crediticias, provocando que algunas empresas privadas vieran una oportunidad para acudir al mercado de valores, y de esta forma captar los recursos para el financiamiento de sus inversiones. Fue así como las empresas CAFESA, CONDUCEN, Francisco Llobet e Hijos S.A., Corporación Abonos Superior S.A., Industria Nacional de Cemento y Atlas Eléctrica se registraron durante este período en la Bolsa con certificados de inversión (CI) impulsando a esos títulos valores.

En esta etapa, los títulos valores que mayor crecimiento y desarrollo tuvieron fueron las aceptaciones bancarias (título creado en 1982 por la BNV), con el propósito de permitir a los sectores comerciales e industriales cubrir sus necesidades financieras de corto plazo. Tales títulos eran letras de cambio emitidas por las compañías y avaladas tanto por un banco público como privado, siendo ésta la garantía que les permitía ser negociadas en el mercado.

Además de los CI se fortalecieron otro tipo de títulos, los cuales fueron los llamados Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), los cuales son emitidos por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), con el objetivo de captar recursos del público y así contraer la liquidez, pero además permitieron pagar las exportaciones a países como El Salvador y Honduras.

En el año de 1988, la Junta Directiva de la BNV decide trabajar en la creación de la Bolsa de Productos Agropecuarios para diversificarse, partiendo de que la comercialización era el componente pasivo del sector agrícola. En ese mismo año el país enfrentó una crisis en el sector financiero, a razón del mal manejo de recursos del público ejecutado por algunos intermediarios financieros no regulados. Ante la quiebra de diversos de esos intermediarios se produjo una aversión de los inversionistas a adquirir pasivos de los emisores privados, generándose un clima de incertidumbre momentáneo, sin afectar significativamente a la BNV.

Durante esta etapa la BNV creó las llamadas recompras, las cuales son “operaciones que consisten en hacer una operación ordinaria y simultáneamente se realiza otra a plazo convirtiéndose el vendedor original en comprador final. Este valor se crea con la idea de dar mayor movilidad a los títulos de largo plazo y a la vez generar mayores rentabilidades” (Bolsa Nacional de Valores (BNV), 2012)

Al finalizar la década de los ochenta, la BNV se centró en ejecutar una reforma informática empezando con la automatización del mercado primario; enlazándose a los Puestos de Bolsa al equipo de la Bolsa

buscando que las operaciones comenzaran a efectuarse “a distancia” con la transmisión de datos electrónica.

B) Década de los años noventas

A principios de la década de los noventa el país presentaba una situación de falta de liquidez. La política económica por un lado se centraba en el reordenamiento de la Hacienda Pública, la reducción del déficit fiscal y comercial.

Sin embargo, la firma de un convenio con el Fondo Monetario Internacional (FMI) requirió diseñar una estrategia de política económica que atenuara el déficit fiscal a través del incremento de los ingresos, elevando del 10% al 13% la tasa del impuesto sobre las ventas; además pospone gastos corrientes y de capital en el sector público, así como realizar un programa de privatizaciones, regular las pensiones y exoneraciones, y realizar un programa de movilidad laboral. Todo lo anterior forma parte del programa de ajuste estructural. Para contrarrestar el desfavorable entorno macroeconómico, la BNV decidió, entre otras medidas, disminuir los costos de intermediación bursátil y generar nuevos productos.

En esta década se han dado grandes cambios con la promulgación de las siguientes leyes reguladoras del mercado de valores: la Ley N°7201, Ley Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio (1990), con ella se modificaron sustancialmente las reglas del juego, ya que se creó la Comisión Nacional de Valores como ente rector del MV, encargado de dictar normas de carácter general, así como de supervisar el mercado y sus participantes; por lo tanto, la BNV deja de desempeñar las funciones reguladoras que venía realizando al cumplir el papel de juez y parte en este mercado.

Para la Comisión Nacional de Valores “... su acción sancionadora se ejerce en casos extremos, pues los órganos a los que se acude en primera instancia son las bolsas de valores, las cuales investigan e imponen las sanciones del caso.” (Achío, Álvarez, Bermúdez, León, Salas y Supoy, 1997, p.62)

Como parte de la visión de apertura hacia nuevos mercados, la BNV impulsó desde 1990-1991 la creación de la Asociación Centroamericana de Bolsas de Valores (BOLCEN), y por tanto con ello se realiza un avance importante en la integración de las bolsas regionales. Además, iniciando el año de 1991 y finalizando 1990, empresarios presentan el Proyecto de Escritura y Reglamentos de lo que sería la Bolsa Electrónica de Valores de C.R. S.A. a la CNV, dicho reglamento fue aprobado en 1992 e inicia a operar en 1993, todo ello ocasionó que el MV se extendiera y se rompiera la estructura monopolística que existía en dicho mercado.

En la Bolsa Electrónica “dentro de sus objetivos figuran: a) fomentar el desarrollo del mercado de deuda de largo plazo, b) fomentar el desarrollo de un mercado secundario, c) fomentar el desarrollo del mercado accionario, procurando alentar las negociaciones con títulos accionarios y facilitando a los emisores la colocación de esos valores por medio de sus sistemas transaccionales.” (Achio et al, 1997, p.28)

En este sentido “los objetivos de esta nueva bolsa estaban orientados básicamente a la corrección de algunas distorsiones que a criterio del grupo propulsor del proyecto, presentaba el mercado de valores costarricense. Las distorsiones que mencionaban eran: la estructura cortoplacista del mercado, los altos costos de intermediación bursátil, la concentración geográfica de las operaciones en el área metropolitana y el escaso mercado accionario, entre otras.” (Johanning, 1997, p.6)

A mediados de esta época, la BNV culmina su total automatización eliminando en 1994 el corro a “viva voz” y automatizando en forma total el mercado secundario. Además se termina de consolidar el sistema electrónico de subastas, un mecanismo a través del cual captaban los dos grandes emisores de títulos valores: el BCCR y el Ministerio de Hacienda.

Para setiembre de 1995, la Junta Directiva de la Bolsa decide mutualizarla, lo cual se entiende cuando sus accionistas son únicamente los puestos de bolsa los que operan en ella. La Bolsa, la cual determinó desde un inicio esa estructura, queda implantada de forma legal en el mes de marzo de 1998 con la vigencia de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, ésta nos presenta en parte lo siguiente:

“...Se organizarán, como sociedades anónimas y deberán ser propiedad de los puestos de bolsa que participen en ellas. Su capital estará representado por acciones comunes y nominativas, suscritas y pagadas entre los puestos admitidos a la respectiva bolsa.” (Ley Reguladora del Mercado de Valores 7201, artículo 27)

Además, la Ley determina que la participación individual de un puesto de bolsa no podrá ser superior al 20% del capital total de la bolsa, dicha determinación se dio para evitar el posible conflicto de intereses. Debido a esa estructura, la Bolsa Nacional de Valores se encuentra constituida por 18 puestos de bolsa que son elementos de grupos financieros en los que existe un banco y 7 puestos de bolsa conocidos como independientes, los cuales son componentes de grupos financieros y existe la ausencia de algún banco.

Para la segunda mitad de los noventa además de la creación del Índice Accionario de la Bolsa, se establece por medio de la Ley la estandarización de las emisiones y se sustituyen las carteras de OPAB y CAV por el Mercado de Liquidez.

Durante la última década del siglo XX, el MB se caracterizó por un mayor uso de los sistemas electrónicos; siendo así como se dan los primeros pasos para la negociación de divisas (MONED), la colocación de títulos valores en el mercado primario mediante subastas y la introducción de los CDP\$ liquidados en colones, las cédulas prendaías y el macrotítulo, etc.

C) Años 2000

Al iniciar el nuevo milenio la BNV se enfrentó a diversos retos en atraer a los grandes inversionistas institucionales, los fondos de inversión y los de pensiones (vigentes a partir del año 2000 con la Ley de Protección al Trabajador).

Para el año 2000 se puso en vigencia el sistema de intercambio electrónico de acciones, constituyéndose un gran avance en la negociación de esos títulos valores en términos especialmente de seguridad. Un año más tarde, se implementó el vector de precios, como un mecanismo de formación de precios, para ofrecer una indicación transparente del valor relativo que los inversionistas e intermediarios fijan a cada uno de los títulos; convirtiéndose hoy en día en el parámetro de referencia para que las Administradoras de Fondos de Inversión y Pensiones puedan valorar sus carteras administradas a precios de mercado.

Asimismo, durante esta etapa más reciente se ha consolidado la normativa de la Bolsa Nacional de Valores, ya que como ente regulador ha fortalecido su posición con el fin de que el inversionista tenga mayor seguridad, garantizando la transparencia en las operaciones de tipo bursátiles.

4.1.4.1 Regulación del mercado

La estructuración de la regulación del MV costarricense se ha presentado de diversas maneras. En un principio la regulación de éste partió de un modelo de organización autorregulado, producto de la regulación contenida en el Código de Comercio.

Posteriormente, a partir de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, basaba en un modelo mixto de autorregulación con supervisión estatal, el cual fue modificado mediante la Ley 7732 (aprobada el 8 de diciembre de 1997) a una situación donde no se eliminaba la autorregulación, más bien fortalecía las facultades reguladoras y competencias atribuidas a la Superintendencia General de Valores, fortaleciendo con ello tanto la seguridad como la confianza del público inversionista en el mercado bursátil, y así se incentivaría el crecimiento y consolidación del mercado.

Por lo tanto, en la mencionada Ley se fortalecen las potestades reguladoras, de fiscalización y disciplina de la SUGEVL; además se recalca que las funciones que la Ley le otorga a la Superintendencia son amplias en comparación a las que le eran concebidas en la anterior Ley (Ley 7201); ya que con el nuevo marco regulatorio se proyecta alcanzar la protección del interés público por medio de una extensa intervención del ente regulador.

A razón de lo anterior, la autorregulación se debilitaba al ser otorgada una serie de facultades a la Superintendencia por parte de dicha Ley, resultando que las bolsas de valores mantengan su capacidad de autorregulación de orden residual, pues ella depende del ejercicio de las facultades de regulación, supervisión, fiscalización y disciplina dirigidas de la Superintendencia.

Por lo tanto, en resumen en cuanto a la legislación y del marco regulatorio, Costa Rica ha registrado dos cambios importantes, los cuales han incidido en el comportamiento del MV y marcando tres etapas claramente definidas:

1. Etapa de auto regulación (1976-1990): periodo hasta la emisión de la primera Ley Reguladora del Mercado de Valores y comprende entre 1976, cuando se organizó la Bolsa Nacional de Valores y el año 1990, cuando se promulgó la Ley.

Tabla 1.
Etapa de auto regulación (1976-1990)

Tipo de Regulación	Autorregulación
Entidad responsable del mercado	Bolsa Nacional de valores
Número de emisores	76
Número de emisores accionarios	21
Números de puestos de bolsa	22
Número de SAFI	N/A
Volumen transacciones Total	266.875 millones de colones (US\$ 2.577 millones)
Volumen /PIP	0,37 veces
Porcentaje de Mercado Primario	85,1 por ciento
Porcentaje de Mercado Secundario	14,9 por ciento
Porcentaje del Sector Público	85,5 por ciento
Porcentaje del Sector Privado	14,5 por ciento
Concentración por plazo	Hasta 180 días el 93,6 por ciento
Tipo de instrumentos que se transaban al cierre la etapa	Acciones 0,2 por ciento, Aceptaciones Bancarias 3,1 por ciento, Bonos 34,3 por ciento, CAT 3,1 por ciento, CDPs 45,1 por ciento, Certificados Presa 0 por ciento(*), Certificados Inversión 8,2 por ciento y Otros 6 por ciento. (* El rubro de Certificados Presa Divisas representó 6,3 por ciento en 1983.

Tipo de figuras que caracterizaban la Bolsa durante este período	<ul style="list-style-type: none"> • Transacciones divisas en bolsa. • Certificados de Inversión sector privado. • Aceptaciones bancarias (letras avaladas por SBN). • Pagars. • Contratos de Participación Hipotecaria. • Certificados Abono Tributario. • Letras de cambio. • 1981-82: Se dejan transar divisas. • 1983: Ingreso a bolsa Gobierno títulos de propiedad de la deuda pública. • 1983: Se introduce Operaciones de Administración Bursátil (OPAB). • 1986: mayo inicia operaciones la mesa de negociaciones (amparo art. 406 Código de Comercio). • 1986: Se inicia la Cuenta de Administración de Valores (CAV). • 1987: enero, deja de funcionar la mesa de negociaciones.
--	--

Fuente: Brenes y Martínez (2014).

En dicha etapa se denotó una expansión espontánea: aumento sostenible del volumen negociado, del número de participantes, tanto emisores como puestos de bolsa, y el número de inversionistas. Sin embargo, atrajo ciertos problemas asociados con la fragilidad de la estructura de negociación, a saber: pocos controles externos sobre la calidad de los emisores, un altos costos de transacción y de colocación, y una inexistente medición de los riesgos, manifestada en la estructura de negociación: un casi inexistente mercado accionario, altas concentraciones de operaciones del mercado primario, del sector público y de corto plazo.

2. Primera etapa de regulación (1990-1998): parte de la emisión de la primera Ley reguladora (1990), hasta su primera reforma en 1998 (LRLMV-2). Esta etapa se puede concebir como un proceso de sustitución del ambiente de autorregulación del MV. Además, se muestran cambios hacia un ambiente regulatorio aún con apoyo en la autorregulación, pero lo sustantivo siguió caracterizado por su concentración en el corto plazo y alto estrujamiento del sector privado.

Tabla 2.

Primera etapa de regulación (1990-1998)

Tipo de Regulación	Primera Ley Reguladora del Mercado de Valores
Entidad responsable del mercado	Comisión Nacional de Valores
Número de emisores	82
Número de emisores accionarios	22
Número de puestos de bolsa	29
Número de SAFIs	10
Volumen Transacciones Total	5.924.370 millones de colones (US\$ 21.827 millones)
Volumen/PIP	1,78 veces
Porcentaje de Mercado Primario	43,2 por ciento
Porcentaje de Mercado Secundario	56,8 por ciento
Porcentaje del Sector Público	92,5 por ciento
Porcentaje del Sector Privado	7,5 por ciento
Concentración por plazo	Hasta 180 días 93,5 por ciento
Tipo de instrumentos que se transaban al cierre la etapa	Títulos de propiedad, Tasa Básica, Sistema de Inversiones de Corto Plazo del BCCR, BEM, CAT, CDP (colones, dólares y liquidados), Recompras Subyacente Sector Público y Privado, CI (colones y dólares), Aceptaciones Bancarias, Letras de Cambio, Contratos Participación Hipotecarias, Acciones, Títulos de Participación Fondos de Inversión. Se negocian títulos de deuda soberana de otros países (Argentina, Brasil, México).

Tipo de figuras que caracterizaban la Bolsa durante este período	<ul style="list-style-type: none"> • 1992: MONED Negociación Divisas. • 1993 Se crea la Unidad de Cuenta Unidad de Desarrollo o UD. • 1993: se introduce TUDES (títulos en Unidades de Desarrollo). • 1994: se introduce el DOLEC (título denominado en dólares liquidado en colones). • Se adopta metodología TIR. • 1995: se inscriben primeros Fondos de Inversión, que coexisten con OPAB y CAV. • 1996: Mercado Liquidez (Mercado Interbancario de Dinero o MIB), en 1997 se amplía a puestos de bolsa. • 1996: se acuerda subasta conjunta BCCR y M. Hacienda dos veces a la semana.
--	--

Fuente: Brenes y Martínez (2014).

3. Segunda etapa de regulación (1998 - a la fecha): este período es el vigente y parte de la reforma a la LRMV en 1998 hasta la actualidad. Se puede ver como una etapa de consolidación del marco regulatorio del MV. Además, se caracterizó por la reducción del número de puestos de bolsa, emisores y sociedades administradoras de fondos de inversión y operadoras de pensiones; contrariamente, los retiros de participantes se dan ordenadamente, muchos definidos por los procesos de fusiones, adquisiciones y liquidaciones de los bancos relacionados con los grupos financieros a los que también pertenecían algunos de los participantes que se han retirado del mercado.

Tabla 3.
Segunda etapa de regulación (1998 - a la fecha)

Tipo de Regulación	Segunda Ley Reguladora del Mercado de Valores.
Entidad responsable del mercado	Superintendencia General de Valores (SUGEVAL)
Número de emisores	36
Número de emisores accionarios	12
Número de puestos de bolsa	18
Número de SAFIs	14 SAFI y 8 OPC
Volumen Transacciones Total	25.753.617 millones de colones (US\$ 48.515 millones)
Volumen/PIB	0,82 veces
Porcentaje de Mercado Primario	12,3 por ciento
Porcentaje de Mercado Secundario	87,7 por ciento
Porcentaje del Sector Público	77,7 por ciento
Porcentaje del Sector Privado	22,3 por ciento
Concentración por plazo	Hasta 180 días 52,5 por ciento
Tipo de instrumentos que se transaban al cierre la etapa	Se adopta la estandarización de títulos valores. Ministerio de Hacienda introduce Cero Cupón. Desmaterialización de Títulos Valores en general.
Tipo de figuras que caracterizaban la Bolsa durante este período	<ul style="list-style-type: none"> • 2000: inician su participación los Fondos de las Operadoras de Pensión. • 2000: Se introducen las emisiones de Fideicomisos del Sector Público (Obra Pública Proyectos Hidroeléctricos). • 2002: entra en vigencia valoración a precios de mercado. • 2003: se cierra operación de OPAB y CAV. • 2005: se introducen operaciones en bloque para inversionistas institucionales (mayoristas). • 2005: se introducen creadores de mercado para deuda soberana. • Se inicia negociación de contratos de diferencias de tipo de cambio (cobertura cambiaria). • 2010: relanzamiento Mercado Alternativo para Acciones (MAPA).

Fuente: Brenes y Martínez (2014).

“En términos generales, se puede afirmar que el mercado de valores costarricense en esta última etapa, es más ordenado, pero en lo primordial, mantiene algunas características de las etapas anteriores, tales como el alto estrujamiento e ínfimo desarrollo del mercado accionario. No obstante, se observa un avance importante hacia la profundización (mayor participación del mercado secundario) y la

ampliación del vencimiento de los valores transados. Asimismo, aparece un leve cambio en cuanto a la sensibilidad a eventos externos, evidencia de esto han sido las crisis de los años 2004 y 2008, ya que la valoración a mercado mostró los efectos indirectos de ajustes en los precios por riesgo de los valores extranjeros, incluida la deuda soberana, presente en los portafolios colectivos. En cuanto al marco normativo, se abandona la autorregulación y esta se profundiza hacia una mayor especialización enfocada en riesgos, gobierno corporativo, adopción de estándares contables internacionales, entre otros.” (Brenes y Martínez, 2014, pp.12-13)

4.1.4.2 La Bolsa Nacional de Valores en el desarrollo de la economía costarricense

Durante diferentes coyunturas económicas de nuestro país, la Bolsa Nacional de Valores ha manifestado ser un barómetro de la economía nacional, ha permitido resolver necesidades de liquidez, ha apoyado las disposiciones de carácter fiscal y monetario establecidas por las autoridades gubernamentales durante aproximadamente los últimos treinta años. La BNV ha sido un medio eficaz que ha permitido al sector público la captación de recursos, sin dejar de ser una esencial fuente de recursos para el sector privado en diversas etapas del vivir cotidiano.

En 1976 con su creación, la Bolsa fue un proyecto ambicioso, en el cual muchos costarricenses no confiaban, a través de su historia la BNV ha alcanzado posicionarse consolidándose cada vez más en el mercado de valores costarricense.

La BNV continúa abriendo espacios a diversos temas para su mejoramiento, uno de ellos es el desarrollo del mercado accionario. Existen diversos retos que se enfrentan a futuro, entre ellos se encuentra la atracción de más emisores al mercado accionario, para que así las empresas puedan acceder a capital de largo plazo.

Recientemente la Bolsa puso en marcha el proyecto “Creadores de Mercado” para incentivar lo anterior, éste consiste en apoyar a las empresas emisoras brindándoles herramientas para posicionarse en una mejor escala en el mercado financiero, y así superarse obteniendo tanto desarrollo como más ganancias.

4.1.4.3 Comisión Nacional de Valores (CNV)

Al crearse la Bolsa Nacional de Valores S.A. empieza a apreciarse en Costa Rica un MV organizado y complejo, surgiendo así la necesidad de una regulación eficiente. Además, debido a la crisis financiera

de 1988 con la quiebra de captadores de recursos se incrementa aún más la necesidad de fortalecer la legislación en el campo bursátil.

Por esta razón, en 1990 entra en vigencia la Ley Reguladora del Mercado de Valores, la cual establece los lineamientos para lograr el desarrollo de un mercado más competitivo. Además, se crea la CNV, la cual es un órgano administrativamente autónomo y de máxima desconcentración con respecto al Banco Central de Costa Rica, Institución de la cual sólo depende presupuestariamente.

La función primordial de la CNV "... es procurar el desarrollo del mercado de valores, con el fin de fortalecer el mercado de capitales y contribuir así al desarrollo económico y social del País. Es su obligación adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de los inversionistas de títulos valores sujetos a la ley y asegurar el acceso público a la información acerca de los valores negociados y de las compañías emisoras, dentro de un marco de protección al inversionista." (Achío et al, 1997, p. 62)

La CNV representa el órgano rector de dicha actividad, por otro lado, debe cumplir objetivos como: la consolidación de la confianza de los inversionistas, con el fin de atraer más ahorrantes y por ello atraer recursos al mercado; información necesaria en el mercado para que los inversionistas tomen las mejores decisiones; incremento en la participación de los sectores de la economía, y por esta razón deben manejar directrices y procedimientos adecuadas, y adoptar medidas para la protección de los inversionistas.

A continuación se indican diversas funciones de la CNV:

- “La función de la Comisión Nacional de Valores no sólo abarca el ámbito de lo que es regulación y fiscalización, sino que además debe propiciar una mayor participación de todas las partes involucradas y debe fortalecer el mercado de capitales.
- Autorizar el funcionamiento de todos los intermediarios que operen en el mercado bursátil, así como autorizar la oferta pública de títulos.
- Velar porque las operaciones de las entidades que realicen oferta pública se ajusten a la ley y a las prácticas sanas del mercado financiero, así como asegurarse que las mismas suministren al público y a la comisión informes sobre la situación financiera y toda aquella información necesaria para la toma de decisiones.
- Ordenar la suspensión de toda información publicitaria que no se ajuste a la reglamentación que dicte la comisión o cuando considere que esta es engañosa o suministre datos falsos, así como aplicar las sanciones correspondientes.
- Aprobar la creación de bolsas de valores y vigilar que estas se ajusten a las disposiciones y requisitos exigidos.

- Establecer todas las normas contables y de auditoría a las que deben ajustarse las empresas que realicen oferta pública.” (Ferrer et al, 1997, p.121)

4.1.5 ¿Cómo se comporta el Mercado de Valores de Costa Rica?

A continuación se presenta el comportamiento del MV costarricense durante el periodo establecido en la investigación, además se mencionan diversos cambios que se han denotado en este mercado, producto del crecimiento económico mundial.

a) En nuestro país los depositantes tienen dudas y poca confianza en que a LP sus transacciones financieras vayan a obtener un rendimiento positivo. Esta falta de confianza explica la poca profundización financiera, y el compromiso de escasos fondos al crecimiento del sistema financiero local. Por ello, prevalece el cortoplacismo, al no comprometer los fondos por mucho tiempo, para ver qué pasa en el futuro. Esto tiene consecuencias importantes para la estabilidad, como la disposición a salir corriendo a la menor señal de alarma, amenazando la estabilidad del sistema.

Esta poca confianza de los depositantes se manifiesta también en otros países de América Latina, en una alta propensión a mantener depósitos en moneda extranjera. La dolarización de los depósitos es más fuerte y la confianza de los depositantes es menor. Esta conexión entre depósitos, y títulos en moneda local y extranjera le agrega una dimensión inmediata a la disposición a correr, de un tipo de moneda al otro tipo de moneda, una dimensión cambiaria que hace aún más difícil el manejo financiero.

El manejo financiero es complicado, porque el tamaño pequeño de países como el nuestro hace difícil diversificar las carteras de riqueza; siendo esta diversificación necesaria para proteger la riqueza tanto individual como nacional, lo que contribuye al pequeño tamaño de los sistemas financieros nacionales, pero la misma es complicada con sólo activos nacionales, porque se da una elevada covarianza de la actividad económica.

Una gran parte de la inestabilidad potencial resulta del pequeño tamaño y poca diversificación de la economía nacional, aún si los bancos estuviesen bien diversificados dentro de los sistemas financieros locales, estarían expuestos a shocks, por cambios en el comercio internacional o por catástrofes naturales. Lo anterior hace que cueste más observar y predecir el comportamiento de los inversionistas, ya que los mismos buscan formas de diversificar que no pueden ser observadas con facilidad.

b) Desde mediados de los años ochenta, hemos hecho progresos importantes en: la calidad y en los instrumentos del manejo macroeconómico, en el proceso de liberalización financiera, y en el mejoramiento de la regulación y supervisión prudencial.

Sin embargo, Costa Rica no cuenta con un desarrollo financiero congruente con su nivel de desarrollo económico, siempre ha estado muy por encima de lo correspondido según el tamaño de su economía y su PIB, en particular para los indicadores sociales, de esperanza de vida y de desarrollo político. Pero muy por debajo de lo que le correspondería, según su nivel del PIB per cápita, a este nivel de desarrollo económico, en sus indicadores de progreso financiero, en sus indicadores en relación con el tamaño del sistema bancario o financiero.

Denotándose que no poseemos lo requerido para que nuestro sistema financiero contribuya en una mayor medida a acelerar el crecimiento económico; lo cual se denomina como una de las principales debilitantes de las herencias históricas que frenan el desarrollo de nuestra economía.

Se deben superar los viejos prejuicios, es por ello que la reforma financiera a pesar de su éxito, se encuentra incompleta, denotando por ejemplo lo siguiente:

1. “el problema más serio para el desarrollo del sistema financiero costarricense es el lastre de la deuda pública, una deuda pública que es resultado del financiamiento bancario del déficit fiscal y cuasifiscal del pasado. La historia no sólo nos dejó este legado, sino que el problema sigue siendo importante, en la medida en que se use financiamiento bancario para sufragar déficits fiscales presentes, si no los del Gobierno Central, sí algunos de los déficits cuasifiscales, que son importantes.” (González, 2001, p.24)
En esta situación lo más sobresaliente es el impacto que la tenencia por parte de los bancos de esa deuda pública tiene en el estrujamiento del crédito al sector privado.

2. “existe una participación significativa de títulos de la deuda pública en el mercado de valores, esta elevada participación del gobierno en el mercado de valores eleva el costo de los fondos, acentúa el estrujamiento también en este mercado, en un mercado bursátil dominado por las obligaciones del estado o de entes estatales o paraestatales, obligaciones principalmente a corto plazo que, desde la perspectiva de la conversión de esta mañana, son un sustituto cercano de los depósitos.” (González, 2001, p.25)

Las obligaciones estatales en el mercado bursátil muestran una combinación de riesgo y rendimiento que es atractiva y muy competitiva con los depósitos. Por ello, la existencia de este instrumento

financiero alternativo aumenta la inestabilidad de los depósitos, porque una manera de correr es pasarse de uno a otro, venir de depósitos a bonos, ir de bonos a depósitos, afectando a su vez la estabilidad de los bancos.

El manejo de la deuda pública y su fuerte presencia en el mercado financiero, la actividad financiera del Banco Central y del Ministerio de Hacienda, contribuyen a una mayor volatilidad de las tasas de interés, lo cual acentúa la incertidumbre, lesiona la confianza de los inversionistas, y convierte al inversionista en un ser más fácil de asustar o más dispuesto a estar cambiando, moviendo sus fondos de un lado a otro.

4.1.5.1 Actualidad del Mercado de Valores de Costa Rica

Durante los últimos años en nuestro país ha existido un consenso generalizado entre autoridades del Gobierno, de la regulación y supervisión y de la industria financiera acerca de la necesidad urgente de crear las condiciones adecuadas para que Costa Rica cuente con un mercado de valores que contribuya al crecimiento tanto de la economía, la competitividad, la creación de empleo, como para el bienestar general de los costarricenses.

Para el 2011 las autoridades del Gobierno, del Banco Central (BCCR) y diversos actores privados de la industria iniciaron algunos esfuerzos con el fin de dinamizar el mercado. En primera instancia se formó en ese año un comité de trabajo para estudiar la realidad de la industria y así proponer acciones de mejora. En el segundo semestre del mismo año, se organizó un seminario donde participaron tanto el sector privado como el público y un experto del Banco Mundial compartió varias experiencias internacionales de mejores prácticas.

Posteriormente, las autoridades del BCCR lograron concretar en el 2012 una asistencia técnica por parte del Banco Mundial, con el objetivo de elaborar una propuesta de plan de ruta estratégica para el mercado de valores costarricense, orientada por los siguientes objetivos (Brenes y Martínez, 2014, p.39): establecer la agenda de las reformas y cambios necesarios a implementar en los próximos cinco años para desarrollar el mercado de valores; identificar las principales reformas legales requeridas para implementar este plan; y ayudar a conseguir la aprobación de la Administración Chinchilla (2010-2014) y el compromiso de los actores claves para llevar a cabo el programa de dichas reformas.

Para junio del 2012 las autoridades del Gobierno emitieron un decreto ejecutivo declarando de interés público y nacional el desarrollo del mercado de valores costarricense. Además, se creó el Consejo

Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con el fin de asesorar a la Segunda Vicepresidencia de la República tanto en el diseño, aprobación, implementación, monitoreo como en la evaluación de un plan de ruta estratégica para el desarrollo del mismo.

Para julio se previó contar con el plan de ruta estratégica del sector, para someterlo a consulta y comenzar su implementación.

4.1.5.2 Plan de ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores

El plan de ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores aprobado por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, fue basado en la propuesta elaborada por la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial en el marco de la asistencia técnica que brinda a Costa Rica.

El objetivo primordial de dicho plan es lograr el impulso efectivo del mercado de valores para que coadyuve al crecimiento, la creación de empleo, la competitividad y el bienestar general de los ciudadanos. Dentro de los beneficios directos esperados se identifican los siguientes:

- Incremento de las opciones de financiamiento y ahorro para las personas, emprendedores y sector empresarial.
- Mayor seguridad en cuanto al acceso del inversionista común y calificado, producto de la profesionalización y educación de los participantes y una mejor gestión de riesgos.
- Más protección a los ahorros de los trabajadores, al aprobar una diversificación mayor de las inversiones de los fondos de pensiones.
- Financiación de grandes inversiones, indispensables para el crecimiento y competitividad de la economía como por ejemplo: infraestructura, energía y vivienda.
- Generar más oportunidades de empleo.
- Alternativas de financiamiento que ayudarán a disminuir las tasas de interés para vivienda, financiar capital de trabajo de las empresas.

Las acciones de la ruta estratégica se categorizan en las siguientes cuatro grandes pilares de acción (detalles en Brenes y Martínez, 2014, pp.40-43):

- a) Mayor acceso y apertura del mercado local e internacional

Brindar acceso y democratización de los mercados, y el uso de las redes bancarias para la promoción de los servicios ofrecidos tanto por los puestos de bolsa como por las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

La apertura y a su vez la integración del mercado de valores de nuestro país con otros de la región es de suma importancia, asumiendo con urgencia el proyecto de conformación de la Asociación de Mercados Centroamericanos (Costa Rica, Panamá y El Salvador) AMERCA y llegar a ser parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), por medio de la creación de un equipo a nivel gerencial de la SUGEVAL y la Bolsa que formule y gestione los requerimientos legales, con el fin de permitir el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros.

La apertura de los mercados de deuda para que los inversionistas institucionales y entidades reguladas tengan acceso directo por medio de la creación de mercados abiertos regulados. “Lo anterior supone la posibilidad de crear el denominado mercado de mostrador administrado por la Bolsa o cualquier otra empresa” (Morales, 2013, párr.46)

b) Fortalecimiento y mejora de regulación y supervisión

“El CONASSIF y las Superintendencias deben crear una relación más orgánica y eficaz, mediante la adopción conjunta de un plan estratégico y de actividades. Se deben establecer procesos para la expedición de regulación efectivo y socializado con los agentes fiscalizados, en el que la conveniencia y la relación costo / beneficio sea un elemento estructural del mismo, y aclarando los alcances de la competencia regulatoria del CONASSIF.” (Brenes y Martínez, 2014, p.41)

El CONASSIF, debe fortalecer la estructura para desarrollar sus funciones tanto de regulador, administrador como de juez de segunda instancia, en forma más eficiente y eficaz.

Referente a la Bolsa, la propuesta se orienta a su desmutualización, por medio de un cambio en el régimen de propiedad, promoviendo la participación de los inversionistas como accionistas, y poder tener inversiones en entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras.

Institucionalizar en la SUGEVAL la labor educativa dirigida al público, con el apoyo adicional de la industria. Además, que la supervisión de conductas sea responsabilidad de la misma.

Acreditar profesionales que laboren en distintas actividades relacionadas con el sector.

c) Mejora y diversificación de productos

Con respecto a la deuda pública, se debe mejorar la coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda como emisores soberanos, hasta que se defina la opción de un único emisor soberano o los mecanismos para realizar las emisiones.

Referente a los bonos, los vehículos de inversión colectiva y las acciones, se propone entre otras cosas la coordinación de los esfuerzos entre el Estado y el sector privado, con el fin de promover el emprendimiento y empresas en proceso.

d) Control y adecuada gestión de los riesgos operativos

Para el año 2013 el Banco Central contrató a un experto internacional, con el fin de profundizar y avanzar en el tema de compensación y liquidación.

“Dar acceso efectivo a los custodios al proceso de liquidación para que puedan entregar y recibir los valores de sus clientes. Reinstalación de los bancos como liquidadores. Crear una sociedad de compensación y liquidación única.” (Morales, 2013, párr.49)

4.1.5.3 Agenda de corto plazo (Propuesta SUGEVAL)

El Plan de Ruta, el cual es avalado por el Poder Ejecutivo persigue definir una visión estratégica para el mediano y largo plazo, por ello para facilitar su implementación se identificó una agenda de corto plazo, con acciones relacionadas a modificaciones normativas que no requieren cambios legales, y donde la responsable de esta agenda es la SUGEVAL (detalles de la Agenda en Brenes y Martínez, 2014, p. 44).

4.1.5.4 Borrador Proyecto: Ley Reguladora del Mercado de Valores

La Ley Reguladora del Mercado de Valores (vigente desde 1998), vino a cumplir con tareas de suma importancia en el desarrollo de nuestro mercado de valores, en lo institucional creó la Superintendencia General de Valores como el órgano rector del mercado, junto con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema financiero, este último es el encargado de la reglamentación del sistema financiero.

Sin embargo, dicha Ley hoy en día se presenta insuficiente frente a las transformaciones que ha experimentado Costa Rica en la actualidad. El mercado de valores de nuestro país prácticamente se encuentra cerrado a los mercados internacionales, se mantiene bursatilizado y concentrado en deuda pública. Esto llevo a que el Banco Central de Costa Rica para el 2012 solicitará al Banco Mundial, la colaboración de sus expertos para realizar una evaluación del marco institucional, legal y propiamente del mercado de valores costarricense; es decir a la elaboración de una hoja de ruta con las acciones que se necesita implementar para lograr un mercado más desarrollado, entre las tareas recomendadas están las reformas a la Ley reguladora del mercado de valores.

Por ello, los expertos del Banco Mundial estuvieron analizando la situación del mercado de valores, logrando así la hoja de ruta mencionada, además de la creación del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, como un órgano de apoyo de la implementación de las recomendaciones y acciones contenidas en dicha hoja, cabe mencionar que está integrado por personas cercanas al sector financiero y tienen como objetivo tomar las decisiones sobre los cambios que se impulsarán.

En ese momento, el proceso estuvo bajo la tutela del entonces segundo vicepresidente de la República, Luis Liberman (2010-2014), quien firmó el decreto de la creación de dicho Consejo. Sin embargo, la coordinación y sus reuniones las llevó a cabo el presidente del BCCR, el señor Rodrigo Bolaños, el cual indica que el Consejo debió tener el proyecto de ley listo, discutido y consultado con los diferentes sectores para los primeros meses del 2014; y una vez concluido este proceso se enviaría a la Asamblea Legislativa.

“El presente proyecto de ley constituye la concreción de varias e importantes reformas de ley recomendadas por el Banco Mundial, así como otros aspectos identificados por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores que se consideraron necesarios para contar con un marco legal e institucional efectivo para el desarrollo del mercado de valores en el corto, mediano y largo plazo.” (SUGEVAL, (sf), p.2)

El proyecto de ley es resultado de un arduo trabajo del Consejo, el cual está basado tanto en la ruta estratégica desarrollada por los expertos como en las consultas con los diversos participantes y actores públicos y privados del mercado y de la sociedad en general.

Con respecto a las consultas, en este sentido se realizaron numerosas sesiones de discusión con representantes de emisores privados y públicos, intermediarios de instrumentos de valores y financieros, inversionistas institucionales, reguladores y supervisores financieros, proveedores de infraestructura y plataformas de negociación, empresas calificadoras, empresas proveedoras de precios, representantes de corredores de bolsa, representantes de entidades de intermediación bancaria, entre otros más. (SUGEVAL, (sf), p.2)

La siguiente tabla resume las principales acciones con respecto al Mercado de Valores del periodo 2010-2013:

Tabla 4.**Principales acciones del Mercado de Valores del periodo 2010-2013**

AÑO	ACTIVIDAD
2010. Noviembre	El vicepresidente Luis Liberman conformó una comisión para determinar las necesidades en el mercado de valores
2011. Setiembre	El grupo de trabajo, por medio del Banco Central, pide realizar un diagnóstico del mercado de valores. Este fue realizado por especialistas del Banco Mundial y se vislumbraba, como una labor inevitable, una reforma legal.
2012. Febrero	El presidente del Banco Central da los primeros resultados de la asesoría del Banco Mundial en donde se enlista un cambio legal y además ajustes por la vía de los reglamentos y Superintendencia.
2012. Mayo y junio	El Gobierno emitió un decreto ejecutivo declarando de interés público y nacional el desarrollo del mercado de valores costarricense. Además, se creó el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con el fin de asesorar a la Segunda Vicepresidencia de la República tanto en el diseño, aprobación, implementación, monitoreo como en la evaluación de un plan de ruta estratégica para el desarrollo del mismo.
2012. Noviembre	Es presentado y aceptado por Liberman el documento “Ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores”.
2013	El Banco Central contrató a un experto internacional, con el fin de profundizar y avanzar en el tema de compensación y liquidación.
2013. Noviembre	El Consejo pretende tener listo a final de este mes el borrador completo del proyecto de la ley del mercado de valores.
2014	El Consejo debió tener el proyecto de ley listo, discutido y consultado con los diferentes sectores para los primeros meses del 2014; y una vez concluido este proceso se enviaría a la Asamblea Legislativa.

Fuente: Morales (2013).

4.1.5.4.1 Objeto

Según el borrador proyecto la Ley Reguladora del Mercado de Valores tiene como objeto:

“... regular los mercados de valores e instrumentos financieros, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados, los valores e instrumentos financieros negociados en ellos, las actividades y servicios que se realicen en estos mercados y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción.” (Comisión Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y Segunda Vicepresidencia de la República, 2013, p.11)

4.1.5.4.2 Objetivos

Para el desarrollo reglamentario de la presente ley, deberá considerarse la eficiente organización de los mercados para la negociación de valores e instrumentos financieros y la adecuada protección al inversionista. Para estos fines se deben desarrollar los siguientes objetivos de mercado:

“a) Promover la difusión de la información; b) Promocionar la efectiva revelación y gestión de los riesgos; c) Permitir un mayor y mejor acceso al mercado de valores de las personas físicas y empresas públicas y privadas; d) Promover la mayor liquidez, profundidad, transparencia y formación de precios de mercado; e) Crear los canales necesarios para la adecuada integración con los mercados de valores internacionales; f) Impulsar una mayor profesionalización de los diferentes participantes del mercado de valores; g) Facilitar mayores alternativas de inversión y promover la innovación; h) Incrementar las posibilidades de financiación del sector privado y público, tanto en el corto como el largo plazo; i) Promover alternativas de diversificación y adecuados canales para que el ahorro institucional se invierta en proyectos estratégicos para el crecimiento y competitividad del país.” (Comisión Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y Segunda Vicepresidencia de la República, 2013, pp.11-12)

4.1.6 Indicadores Financieros

En el presente apartado se mostrará el comportamiento que han venido desarrollando los indicadores financieros ligados estrechamente al Mercado de Valores costarricense en el periodo de 1985-2016. Dichos indicadores se encuentran conformados por variables como M1, M2, Riqueza Financiera (RF), Mercado Primario, Mercado Secundario y accionario, respecto al PIB nominal; los mismos han sido elegidos por la injerencia que presentan en este ámbito.

Los datos referentes a dichas variables fueron obtenidos por medio de funcionarios del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y la Bolsa Nacional de Valores (BNV).

Donde:

M0: Es el dinero que circula en la economía y se define como la cantidad de billetes y monedas en manos de los ciudadanos, además del dinero que los bancos tiene en sus cajas, y depositado con el banco central.

M1: Medio de pago; u oferta monetaria básica o circulante, constituida por la sumatoria de los billetes y monedas en circulación y los depósitos a la vista o en cuenta corriente del sistema bancario.

M2: Medio de pago ampliado. Sumatoria de “M1 y el cuasi dinero en moneda nacional” (BCCR)

PIB: “Valor monetario de conjunto de los bienes y servicios producidos en un país durante el término de un año.” (Greco, 1999, p.384).

Cuasi dinero: es parte de la masa monetaria total constituida por la sumatoria de los depósitos de ahorro y a plazo fijo. Además, se les considera casi, pero no exactamente, como dinero circulante,

debido a que éstos no tienen tanta liquidez como la posee el dinero efectivo o los depósitos en cuenta corriente.

A continuación se detalla el análisis de dichos indicadores:

a) El gráfico N° 3 presenta por un lado la relación de M1 con el PIB nominal para el periodo comprendido en la investigación; éste muestra que porcentaje representa el dinero en circulación (incluyendo el M0) junto con los depósitos corrientes (cantidades que tienen los ciudadanos accesibles para gastar) del ciudadano con respecto al PIB nominal o a precios corrientes, es decir con respecto al valor monetario de todos los bienes y servicios de consumo final producidos por una economía durante un periodo determinado de tiempo (trimestre, semestre o un año).

Considerando que, entre la oferta y la demanda monetaria, se establece una relación que determina el precio de la mercancía transada. En caso de que la oferta supera a la demanda, la mercancía dinero baja de precio, ello se refleja en una tendencia hacia la baja de los intereses, lo anterior sucede de manera inversa cuando la oferta es superada por la demanda. Por la vía de esta relación, los bancos centrales pueden ejercer una influencia sumamente importante sobre la tasa de interés, debido a que de acuerdo al nivel de la masa monetaria existente se establecen los diversos niveles para los mismos.

Por lo tanto, como se puede observar en el siguiente gráfico, en los dos primeros años (1985-1986) el indicador de M1/PIB se mantiene constante entre 13,6% y 14%, pero conforme transcurre el tiempo decae lentamente llegando hasta un 6,4% para el año 1996. Sin embargo, a partir del año 1997 hasta el 2007 dicho indicador asciende levemente, alcanzando un valor de 9,2% (año 2007); para los años siguientes 2008-2016 el mismo se mantiene constante. Como se puede denotar este indicador no retorna en valores muy altos, ya que el mayor valor se encuentra representado por un 14% (1986) y el menor con un 6,4% (1996). Se retoma que dicho indicador está conformado según el BCCR por el “numerario en poder del público junto con los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional (M1)” y el PIB nominal.

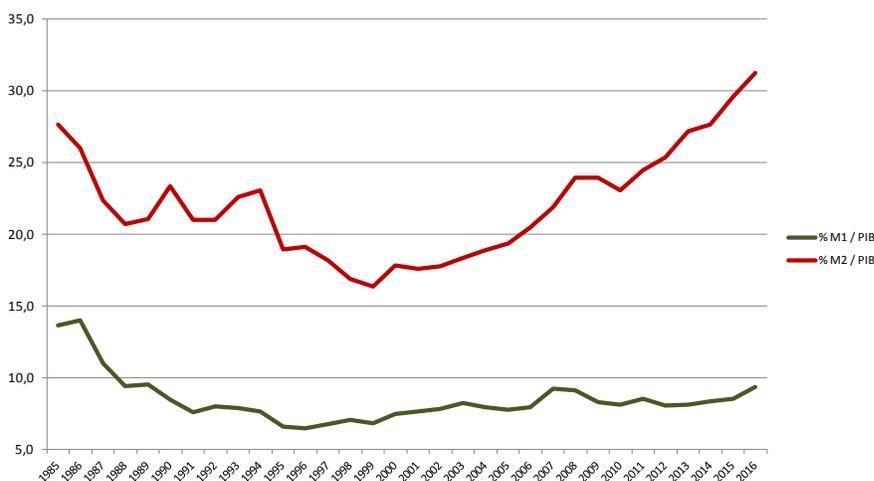
Por otro lado, en el mismo gráfico también se presenta la relación de M2 con respecto al PIB nominal para el periodo comprendido desde 1985 al 2016; donde M2, es M1 adicionándole los depósitos en cuentas de ahorro y los de plazo fijo, obteniendo así una cantidad mayor, denominada liquidez monetaria.

Por lo tanto, se observa como el indicador de M2/PIB nominal, al igual que el indicador anterior proyecta un valor constante en los primeros dos años, logrando un 27,6% en 1985 y en 1986 un 26%.

Sin embargo, posteriormente se puede denotar el comportamiento fluctuante de este indicador, primeramente se presenta un leve descenso, y luego variaciones positivas en ciertos años, donde se incrementa el valor de dicho indicador en el transcurso del tiempo, aunque no tan significativamente, por ejemplo en 1989 – 1990, y 1992 – 1993, el valor pasa de 21% a 23,3%, de 21% a 22,6% respectivamente, y para el periodo del 2007 – 2008 el indicador proyecta un valor de 21,9% a 23,9%. Para los años siguientes el indicador presenta un ascenso muy marcado llegando a 31,2% en el año 2016.

Como se puede denotar el indicador M2/PIB nominal retoma valores más altos en comparación con el indicador anterior (M1/PIB nominal), ya que el mayor valor del indicador en cuestión se encuentra representado por un 31,2% (2016) y el menor un 16,4% (1999).

Gráfico 3.
Indicador: M1 y M2 vs. PIB nominal de Costa Rica
(Valores porcentuales)



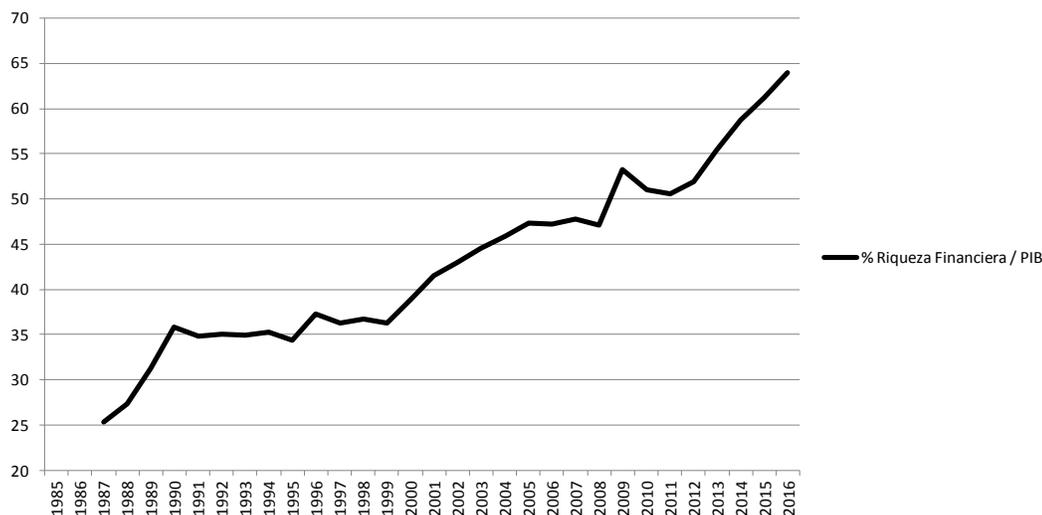
Fuente: Elaboración Propia, según información del BCCR.

El gráfico N° 4 presenta los valores proyectados por el indicador de la Riqueza Financiera/ PIB nominal para el periodo de 1985 – 2016; donde se entiende por Riqueza Financiera “...al conjunto de sus activos financieros netos, es decir, al valor de la totalidad de sus activos financieros menos la totalidad de sus pasivos financieros.”

“De este modo, la riqueza financiera de las familias se compone de la suma de activos financieros en su poder (dinero en efectivo, depósitos bancarios, acciones y participaciones en fondos de inversión, reservas de seguros de vida y de pensiones) menos las deudas de la misma naturaleza.” (Subdirección General de Estudios del Sector Exterior, 2002, p.3)

Gráfico 4.

Indicador: Riqueza Financiera vs. PIB nominal de Costa Rica
(Valores porcentuales)



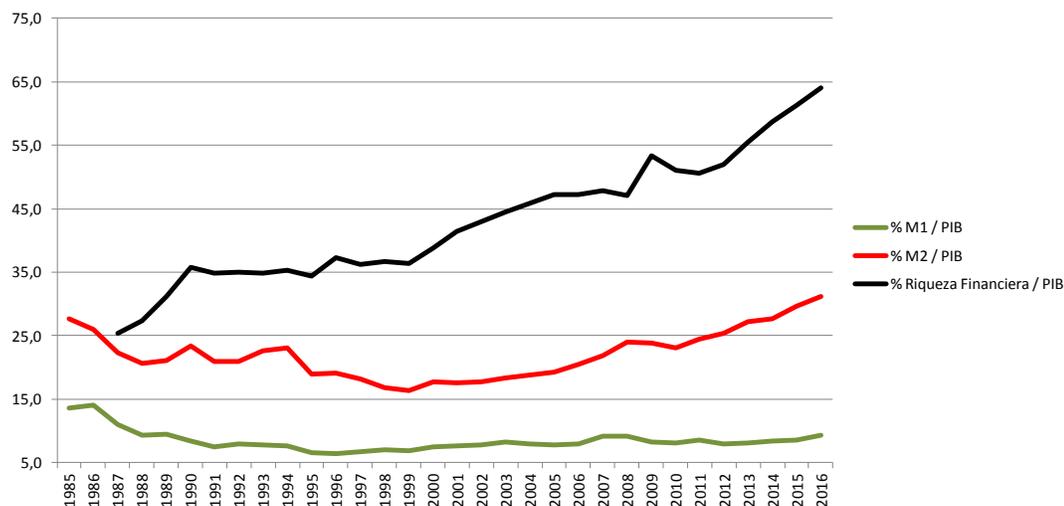
Fuente: Elaboración Propia, según información del BCCR.

Por lo tanto, en el gráfico se puede observar la tendencia creciente de dicho indicador en el transcurrir de los años expuestos, es decir los ciudadanos poseen más activos netos con respecto al PIB; se inicia con un valor de 25,3% en 1987 y culmina en el 2016 con un valor de 64%; a pesar de que en diversos años el valor decae, por lo general la curva es ascendente, a diferencia de los dos indicadores anteriores, los cuales presentaron una tendencia descendente.

Por lo tanto, los valores de este indicador son mayores que los representados en los gráficos anteriores; observando como un valor de 64% en el año 2016 representa el valor máximo en el análisis, y en 1987 un valor de 25,3% representa el valor mínimo del mismo.

Por consiguiente, el gráfico N° 5 y el cuadro N° 3 nos muestran una recopilación del comportamiento de los tres indicadores antes expuestos, los cuales en el sector financiero presentan una relación estrecha junto con otros aspectos esenciales de la economía. Como se puede observar los indicadores conformados por M1 y M2 vs. el PIB nominal presentan a nivel general un comportamiento similar en el transcurso de los años, a diferencia del indicador de la Riqueza Financiera (RF) vs. PIB nominal, el cual incrementa su valor y su representación en el mercado de nuestro país.

Gráfico 5.
Indicadores M1, M2 y RF vs. PIB nominal de Costa Rica
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia, según información del BCCR.

Cuadro 3.
Indicador: M1, M2 y Riqueza Financiera versus PIB nominal de Costa Rica
(Valores absolutos y porcentuales)

AÑO	INDICADORES					
	M1 / PIB	%	M2 / PIB	%	Riqueza Financiera / PIB	%
1985	0,136	13,6	0,276	27,6		
1986	0,140	14,0	0,260	26,0		
1987	0,110	11,0	0,224	22,4	0,253	25,3
1988	0,094	9,4	0,207	20,7	0,274	27,4
1989	0,095	9,5	0,210	21,0	0,312	31,2
1990	0,085	8,5	0,233	23,3	0,358	35,8
1991	0,076	7,6	0,210	21,0	0,349	34,9
1992	0,080	8,0	0,210	21,0	0,351	35,1
1993	0,078	7,8	0,226	22,6	0,349	34,9
1994	0,076	7,6	0,230	23,0	0,353	35,3
1995	0,066	6,6	0,189	18,9	0,344	34,4
1996	0,064	6,4	0,191	19,1	0,373	37,3
1997	0,067	6,7	0,182	18,2	0,363	36,3
1998	0,071	7,1	0,169	16,9	0,367	36,7
1999	0,068	6,8	0,164	16,4	0,363	36,3
2000	0,075	7,5	0,178	17,8	0,388	38,8
2001	0,077	7,7	0,176	17,6	0,415	41,5
2002	0,078	7,8	0,177	17,7	0,429	42,9
2003	0,082	8,2	0,183	18,3	0,445	44,5
2004	0,079	7,9	0,189	18,9	0,459	45,9
2005	0,078	7,8	0,193	19,3	0,473	47,3
2006	0,079	7,9	0,204	20,4	0,473	47,3
2007	0,092	9,2	0,219	21,9	0,478	47,8
2008	0,091	9,1	0,239	23,9	0,471	47,1
2009	0,083	8,3	0,239	23,9	0,533	53,3
2010	0,081	8,1	0,231	23,1	0,511	51,1
2011	0,085	8,5	0,245	24,5	0,506	50,6
2012	0,080	8,0	0,254	25,4	0,519	51,9
2013	0,081	8,1	0,272	27,2	0,555	55,5
2014	0,083	8,3	0,276	27,6	0,587	58,7
2015	0,085	8,5	0,296	29,6	0,612	61,2
2016	0,094	9,4	0,312	31,2	0,640	64,0

Fuente: Elaboración Propia, según información del BCCR.

b) A continuación se analizará el comportamiento de otras variables vinculadas al Mercado de Valores de Costa Rica, las cuales son: Mercado Primario (MP), Mercado Secundario (MS) y accionario (MA), con respecto al PIB nominal y al volumen total transado (VT).

Cabe mencionar, que los datos de los indicadores: MP/PIB n y MS/PIB n, se presentan a partir de 1987, al no tener acceso a los datos de los años 1985-1986, en la Bolsa Nacional de Valores. Sin embargo, es importante aclarar que para los indicadores: MP/VT y MS/VT, si se obtienen los datos de dichos años debido a que la Bolsa posee el cálculo del monto en conjunto.

El gráfico N° 6 y el cuadro N° 4 presenta la variación de los mercados: primario, secundario y accionario con respecto al PIB nominal de Costa Rica durante los años de 1987-2016. Se puede observar que el indicador del mercado primario con respecto al PIB nominal predomina en el periodo 1987-1998, es decir la relación de la venta directa por parte de los emisores de los títulos valores respecto al PIB nominal es significativa frente a los indicadores: mercado secundario/PIB nominal, y mercado accionario/PIB nominal en dichos años.

Por lo tanto, cabe mencionar como este indicador desarrolla un comportamiento tanto ascendente como descendente de manera muy característica durante el periodo de estudio, es decir la relación de la venta directa de los títulos valores frente al valor monetario del conjunto de bienes y servicios producidos en nuestro país se comporta de manera fluctuante, sin embargo no de manera significativa, siendo un 5,1% (1987) el valor mínimo para este indicador, y un 134,1% (1996) el valor máximo del mismo.

Gráfico 6.
Indicador: Mercado Primario, Secundario y acciones vs. PIB nominal de Costa Rica
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia, según información de la Bolsa Nacional de Valores y del BCCR.

Cuadro 4.**Indicador: Mercado Primario, Secundario y acciones vs. PIB nominal de Costa Rica
(Valores absolutos y porcentuales)**

AÑO	INDICADORES					
	MERC PRIMARIO / PIB	%	MERC SECUNDARIO / PIB	%	ACCIONES / PIB	%
1987	0,051	5,1	0,026	2,6		
1988	0,265	26,5	0,079	7,9		
1989	0,310	31,0	0,083	8,3		
1990	0,335	33,5	0,059	5,9		
1991	0,440	44,0	0,092	9,2		
1992	0,466	46,6	0,115	11,5		
1993	0,570	57,0	0,115	11,5	0,000034	0,0034
1994	0,474	47,4	0,205	20,5	0,000963	0,0963
1995	0,530	53,0	0,239	23,9	0,000044	0,0044
1996	1,341	134,1	0,322	32,2	0,000045	0,0045
1997	1,014	101,4	0,515	51,5	0,000179	0,0179
1998	0,825	82,5	0,576	57,6	0,000082	0,0082
1999	0,564	56,4	0,972	97,2	0,000000	0,0000
2000	0,405	40,5	1,276	127,6	0,004079	0,4079
2001	0,327	32,7	1,441	144,1	0,007648	0,7648
2002	0,321	32,1	1,519	151,9	0,004871	0,4871
2003	0,244	24,4	1,676	167,6	0,001984	0,1984
2004	0,221	22,1	1,616	161,6	0,002415	0,2415
2005	0,261	26,1	1,461	146,1	0,001397	0,1397
2006	0,224	22,4	1,520	152,0	0,002789	0,2789
2007	0,142	14,2	1,607	160,7	0,002626	0,2626
2008	0,108	10,8	1,569	156,9	0,001927	0,1927
2009	0,169	16,9	1,394	139,4	0,001052	0,1052
2010	0,166	16,6	1,181	118,1	0,001111	0,1111
2011	0,164	16,4	1,317	131,7	0,000904	0,0904
2012	0,181	18,1	1,146	114,6	0,000750	0,0750
2013	0,152	15,2	1,031	103,1	0,001113	0,1113
2014	0,157	15,7	0,856	85,6	0,002103	0,2103
2015	0,157	15,7	0,869	86,9	0,001058	0,1058
2016	0,158	15,8	0,729	72,9	0,000721	0,0721

Fuente: Elaboración Propia, según información de la Bolsa Nacional de Valores y del BCCR.

Sin embargo, en los últimos dieciocho años prevalece la relación entre el mercado secundario y el PIB nominal en comparación con los otros indicadores; es decir es relevante la compraventa de los títulos emitidos con anterioridad frente al PIB nominal. Además, se observa que el comportamiento es más pronunciado, a pesar de la leve fluctuación presentada. Cabe señalar, que en el gráfico los niveles más evidentes se encuentran representados por el indicador MS/PIB n, en los siguientes años: 2003 con un valor de 167,6% (nivel máximo) y 1987 con valor de 2,6% (nivel mínimo); demostrando así el comportamiento ascendente que proyecta dicho indicador.

Además, se puede identificar un caso extremo en el estudio, el cual evidentemente es la escasa representación del mercado accionario con respecto al PIB nominal, donde el menor valor se encuentra representado por un 0,0034% para 1993, y el nivel más elevado lo representa un 0,7648% en el 2001.

Por esta razón, según lo descrito anteriormente, se deduce que este último indicador no es comparable con los dos mercados estudiados anteriormente, debido a que es mínima la participación de éste en relación con el resto.

Además, se debe aclarar que los datos de dicho mercado se encuentran a partir del año de 1993, debido a que los datos del periodo 1987 - 1992, además del dato de 1999 no se encuentran disponibles en la Bolsa Nacional de Valores de nuestro país.

Por otro lado, en el gráfico siguiente y en el cuadro N° 5 se pueden apreciar los indicadores de Mercado Primario/ Volumen total transado, Mercado Secundario/ Volumen total transado para un periodo de 1985-2016; además se considera el indicador del Mercado accionario/ Volumen total transado, en un periodo de 1993-2016, con excepción del año de 1999 ya que no se tuvo acceso a dicho dato.

No obstante, se observa la semejanza con respecto a los indicadores anteriores, ya que en los primeros catorce años prevalece el indicador MP/ VT con respecto a los otros dos indicadores presentados, sin contar con la leve fluctuación presentada en dichos años.

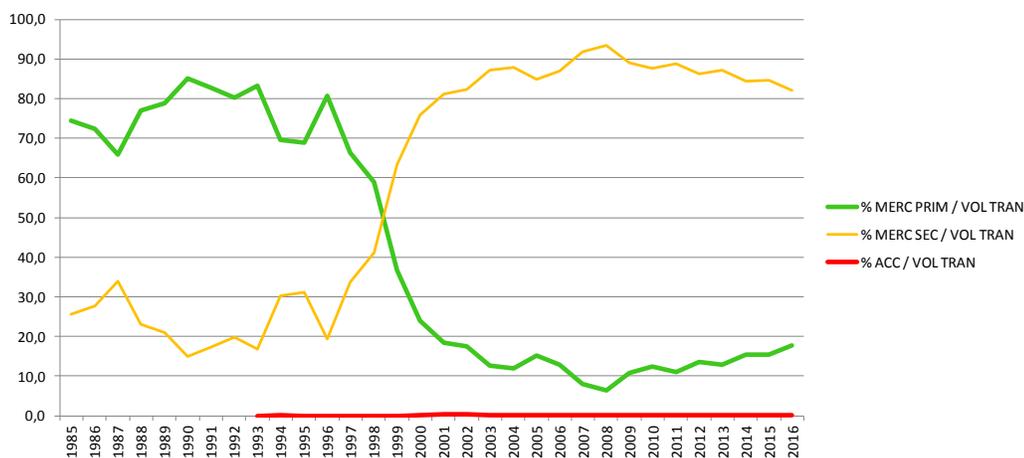
El indicador MS/VT se hace notar a partir del año de 1999 en adelante, donde sobrepasa al indicador MP/VT y al MA/VT. Sin embargo, la relación de MP y MS vs. VT presenta un comportamiento similar, sin considerar el periodo en el que prevalece cada uno de ellos.

Cabe destacar, para la relación de MP/VT el valor máximo es de 85% para el año de 1990, y el nivel inferior es de 6,4% para el 2008. Caso contrario sucede en la relación de MS/VT el nivel inferior es de 15% para 1990 y el nivel máximo es de 93,4% en el 2008. Denotándose de esta manera que prevalecen los años 1990 y 2008 para ambos indicadores, pero en diferente modalidad: valor mínimo y valor máximo.

Por otro lado, al igual que en el gráfico anterior, el mercado accionario vs. volumen total transado presenta su escasa representación con respecto a los demás indicadores, razón por la cual no se logra observar su participación en el siguiente gráfico.

Gráfico 7.

Indicador: Mercado Primario, Secundario y Accionario vs. Volumen total transado de Costa Rica (Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia, según información de la Bolsa Nacional de Valores y del BCCR.

Cuadro N° 5.

Indicador: Mercado Primario, Secundario y accionario vs. Volumen total transado de Costa Rica (Valores absolutos y porcentuales)

AÑO	INDICADORES					
	MERC PRIM / VOL TRAN	%	MERC SEC / VOL TRAN	%	ACCIONES / VOL TRAN	%
1985	0,745	74,5	0,255	25,5		
1986	0,723	72,3	0,277	27,7		
1987	0,659	65,9	0,341	34,1		
1988	0,771	77,1	0,229	22,9		
1989	0,789	78,9	0,211	21,1		
1990	0,850	85,0	0,150	15,0		
1991	0,827	82,7	0,173	17,3		
1992	0,802	80,2	0,198	19,8		
1993	0,832	83,2	0,167	16,7	0,00005002	0,005
1994	0,697	69,7	0,302	30,2	0,00141575	0,142
1995	0,689	68,9	0,311	31,1	0,00005715	0,006
1996	0,806	80,6	0,194	19,4	0,00002689	0,003
1997	0,663	66,3	0,337	33,7	0,00011729	0,012
1998	0,589	58,9	0,411	41,1	0,00005871	0,006
1999	0,367	36,7	0,633	63,3	0,00000000	0,000
2000	0,240	24,0	0,757	75,7	0,00242194	0,242
2001	0,184	18,4	0,812	81,2	0,00430627	0,431
2002	0,174	17,4	0,823	82,3	0,00264077	0,264
2003	0,127	12,7	0,872	87,2	0,00103244	0,103
2004	0,120	12,0	0,879	87,9	0,00131309	0,131
2005	0,152	15,2	0,848	84,8	0,00081054	0,081
2006	0,128	12,8	0,870	87,0	0,00159655	0,160
2007	0,081	8,1	0,917	91,7	0,00149885	0,150
2008	0,064	6,4	0,934	93,4	0,00114776	0,115
2009	0,108	10,8	0,891	89,1	0,00067263	0,067
2010	0,123	12,3	0,876	87,6	0,00082431	0,082
2011	0,111	11,1	0,889	88,9	0,00061004	0,061
2012	0,136	13,6	0,863	86,3	0,00056500	0,056
2013	0,128	12,8	0,871	87,1	0,00094026	0,094
2014	0,155	15,5	0,843	84,3	0,00206950	0,207
2015	0,153	15,3	0,846	84,6	0,00102982	0,103
2016	0,178	17,8	0,821	82,1	0,00081232	0,081

Fuente: Elaboración Propia, según información de la Bolsa Nacional de Valores y del BCCR.

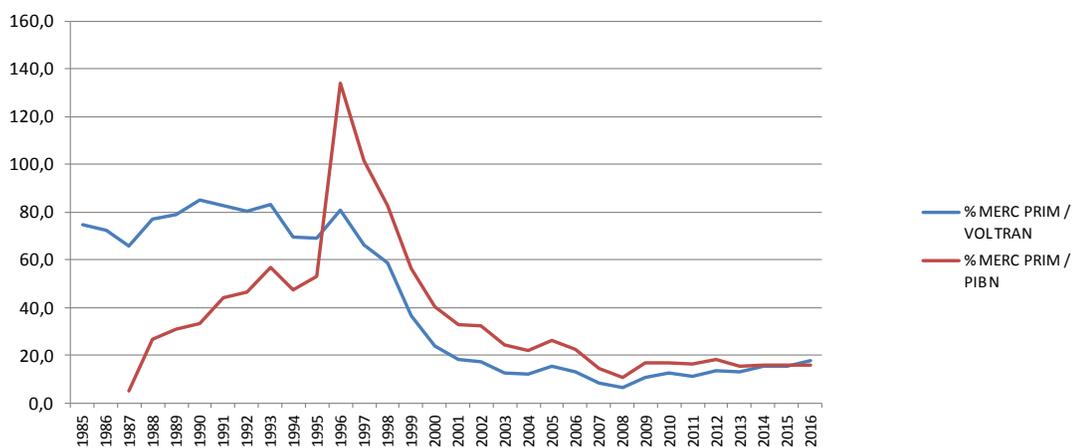
c) Por consiguiente, el gráfico N° 8 representa la relación del mercado primario vs. el volumen total transado y el PIB nominal. Como se puede observar los primeros once años predomina el indicador del MP/VT frente al MP/PIB n. Sin embargo, para los siguientes dieciocho años la situación se revierte, pasando a ser más notable el indicador de MP/PIB n. En los últimos tres años dichos indicadores se mantienen muy similares.

Es imprescindible indicar como el comportamiento de ambos indicadores (individualmente) se mantienen constantes durante la primera mitad del periodo de estudio, ya que en la segunda etapa ambos descienden radicalmente.

Además, se puede visualizar el valor inferior y superior para el indicador MP/PIB n, el cual es 5,1% (1987) y 134,1% (1996) respectivamente; y para el indicador MP/VT el valor menor está representado por 6,4% (2008) y el valor mayor por 85% (1990). Por lo tanto se denota que los niveles más representativos tanto superior como inferior se reflejan el indicador del MP/PIB.

Gráfico 8.

Indicador: Mercado Primario vs. Volumen total transado y PIB nominal de Costa Rica (Valores porcentuales)



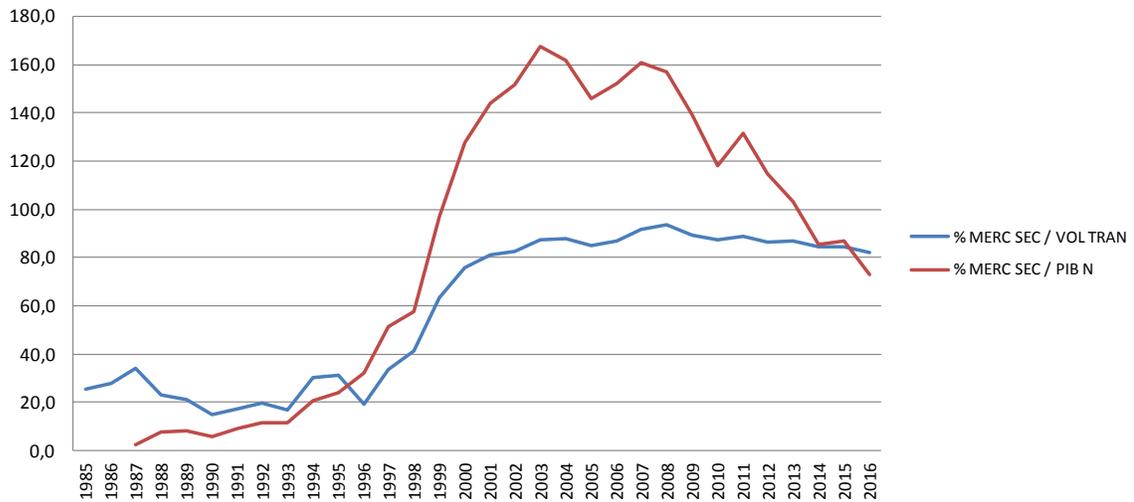
Fuente: Elaboración Propia, según información de la Bolsa Nacional de Valores y del BCCR.

A continuación, el gráfico N° 9 muestra la relación entre el mercado secundario frente al volumen total transado y el PIB nominal. Al igual que en el gráfico anterior en los primeros años (hasta 1995) el indicador más predominante es el del MS/VT, en los siguientes dieciocho años el que prevalece es el de MS/PIB n, y los últimos tres años el comportamiento de ambos indicadores es muy similar. El nivel más bajo para el indicador MS/PIB n es 2,6% (1987) y el nivel más elevado es 167,6% (2003); además, el nivel inferior y el nivel superior para el indicador MS/VT es 15% (1990) y 93,4% (2008).

Sin embargo, se visualiza que individualmente los indicadores se comportan de manera muy similar, debido a que en el transcurso del periodo ambos presentan fluctuaciones ligeramente marcadas; y específicamente para la segunda mitad del periodo ambos indicadores elevan su puntaje de manera significativa, donde MS/PIB n es el que presenta mayor incremento.

Gráfico 9.

Indicador: Mercado Secundario vs. Volumen total transado y PIB nominal de Costa Rica (Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia, según información de la Bolsa Nacional de Valores y del BCCR.

En conclusión, a pesar de que en los gráficos anteriores se logra visualizar como un indicador se proyecta de manera más positiva frente al otro, o los tan significativos valores que proyectan tales indicadores, no podemos dejar de reconocer uno de los mayores problemas que presenta nuestro país en el ámbito financiero, el cual es el escaso desarrollo del mercado de valores costarricense, trayendo consigo una serie de consecuencias para todos los participantes dentro del mismo, y haciendo que nuestro país requiera cada vez más de otros en mejor situación que la nuestra, con el fin de poder salir adelante. Por esta razón, logramos persuadir como nuestro mercado de valores se encuentra lleno de inversionistas desconfiados del sistema, con escasa información financiera y ausencia en la transparencia de la misma, con poca protección, sin herramientas para la práctica, y ante todo con una cultura financiera ausente, donde éstos y muchos otros factores son los que incurren en el desarrollo del mercado de valores costarricense, ocasionando a su vez la falta de interés por ser participantes del sistema financiero de nuestro país.

4.2 Sistema Financiero y Mercado de Valores Español

En el apartado siguiente se abordara el tema relacionado con el Sistema Financiero y el Mercado de Valores Español en el periodo establecido. Se comprenderán aspectos de ambos actores, tales como: historia, comportamiento, estructura y organización, sistemas aplicados en el periodo de estudio, perspectivas e indicadores financieros.

4.2.1 Sistema Financieros Español

El Sistema Financiero está constituido por grupos de instituciones que actúan en mercados distintos, uno de ellos es el mercado de valores, el cual es parte fundamental de dicho sistema, “es hoy un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, sistemas técnicos, operativos y de organización, que no pueden ya entenderse fuera de su contexto europeo y global, que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante, y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel en la valoración y canalización de financiación a distintos plazos a través de instrumentos y títulos desmaterializados, que mayoritariamente se negocian a través de mercados regulados.” (Alejandro, 2011, p.53)

Para los años setentas inicia el cambio que experimenta el SF español y por lo tanto también el MV, dicho cambio se enmarca en el proceso de homologación con los sistemas de los países más avanzados y por una gradual desregulación (manifestada plenamente en los ochentas). Ante ello, se van creando las condiciones básicas para que en los diversos mercados españoles se intensifique la competencia, y además se busque una mayor eficiencia de los participantes del mismo.

Algunos son los ejemplos relevantes del cambio mencionado anteriormente, saber: la profundización financiera de la economía y su apertura al exterior, el avance de la intermediación, la expansión de la institucionalización de la inversión y la transformación del sistema bancaria, entre otros.

Sin embargo, los primeros años de los ochentas fueron extremadamente importantes, ya que la crisis económica internacional de los setentas se conjugó con la inestabilidad política, originando un deterioro económico, el cual se detuvo parcialmente por medio de los Pactos de la Moncloa.

Estos pactos fueron firmados el 25 de octubre de 1977, entre el Gobierno de España, presidido por el Sr. Adolfo Suárez y los principales partidos políticos con representación parlamentaria en el Congreso de los Diputados. Los pactos podían dividirse en dos aspectos: el político (Programa de Actuación

Jurídica y Política) y el sector económico (Programa de Saneamiento y Reforma de la Economía). En cuanto al económico, éste podía dividirse en las medidas urgentes: contra la inflación y el desequilibrio exterior, y las reformas necesarias a medio plazo para repartir los costes de la crisis.

Por lo que, la nueva crisis del petróleo de los setentas (finales) y de los ochentas (inicios), golpeo de nuevo fuertemente a la economía española, la cual se remonto hasta 1983, donde surgió una etapa de cambios estructurales, los que finalizaron en el año de 1986, donde se destacaron hechos relevantes como la adhesión a la Comunidad Económica Europea (CEE) o la decisión de permanecer en la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN).

Es así, que “con bases políticas, económicas y sociales cada vez más sólidas y las fuerzas internacionales ejerciendo cada vez más presión sobre los responsables políticos, el terreno estaba preparado para la gran transformación del mercado de capitales español, que se produce a ritmo vertiginoso a partir de la última parte de los años 80. En un periodo relativamente corto (1987-1992) se configura una estructura completamente nueva”. (Zoido, (sf), p.74)

Los cambios fueron los siguientes: a) 1987: entra en funcionamiento el mercado de deuda pública anotada, gestionado por el Banco de España. b) 1988: se produce la reforma de la legislación básica de los MV, que entra en vigor en el año de 1989. c) 1989: comienza a funcionar el mercado electrónico, además comienza a fraguarse el primer mercado organizado de instrumentos derivados, futuros y opciones, el cual entrará a funcionar en 1992. d) 1991: se reconoce como mercado de valores el Mercado de Renta Fija privada (AIAF).

Sin embargo, el hecho de que los mercados financieros, monetarios, crediticios y de valores e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se hayan visto sometidos a tensiones de liquidez y de valoración, ha puesto de manifiesto el importante papel que en las economías avanzadas, cumplen los MV regulados al proporcionar información sobre los precios de los activos y proveer liquidez en condiciones normales y extremas.

La década de los noventas se caracterizó por el crecimiento de la actividad en los MV, y finaliza con otro hito en la historia económica española, el cual es la incorporación a la Unión Monetaria Europea (UME), y además la implantación efectiva de la moneda única (el euro), adoptado como moneda de negociación en los mercados de valores.

A nivel mundial los diversos MV inician sus procesos de adaptación que conjuntamente sugieren una transformación hacia un nuevo mapa global; en dicha transición existen fenómenos con mucha relevancia como la desmutualización de las Bolsas y su propia cotización. “La tendencia de las Bolsas a desmutualizarse y a adoptar las formas de gestión y estrategias empresariales propias de cualquier otro sector económico en el que existe una fuerte competencia es irreversible. Una Bolsa desmutualizada conserva su misión tradicional pero cuenta con la exigencia adicional de crear valor para sus accionistas.” (Alejandro, 2011, p.55) (Hernani, 2016, p.296)

La desmutualización “...es el proceso de privatización de las bolsas, de conversión en sociedades cotizadas. Las bolsas han evolucionado de ser corporaciones de agentes de cambio y bolsa, hasta convertirse en empresas que cotizan en el mercado que gestionan.” “Este proceso de desmutualización puede afectar a la bolsa como infraestructura esencial de la economía. La continuidad del servicio que prestan las bolsas no se puede dejar a la mera decisión privada. Por esta razón, atendiendo a exigencias de Derecho comunitario, se ha hecho necesario modificar la Ley del mercado de valores para someter a control del Gobierno la idoneidad de quienes pretendan adquirir una participación de control en Bolsas y Mercados Españoles. Con esta medida no se trata de proteger el monopolio local de la bolsa española sino de asegurar en todo caso la continuidad en la prestación de un servicio esencial. Se introduce de este modo un control de seguridad en el proceso de consolidación internacional de los mercados de valores que acabará por alcanzar a las bolsas españolas.” (Zunzunegui, 2006, pp.1-2)

Sin embargo, los objetivos citados son complementarios y no excluyentes, evidenciado ello, donde las Bolsas desmutualizadas y cotizadas en el mercado vienen operando más que satisfactoriamente.

El mercado de valores es uno de los ámbitos más importantes en los cuales la transformación cultural, social y económica ha protagonizado en los últimos 25 años de manera más visible e intensa. Dicho mercado se ha convertido en un pilar esencial del desarrollo económico de España, debido a su capacidad de canalizar importantes volúmenes de financiación por medio de mecanismos que han mejorado en términos de transparencia, liquidez y eficacia.

Por lo que, cabe mencionar que en España uno de los ámbitos más importantes es el ámbito corporativo, donde las Bolsas y Mercados Españoles (BME) son la compañía que desde el 2002 gestiona los principales mercados de valores regulados, además de otros sistemas multilaterales de negociación. En una sola compañía las BME integra las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF), el Mercado de Renta Fija (AIAF) e

Iberclear, el sistema de registro, compensación y liquidación de valores. Además es “propietaria de BME Market Data e Infobolsa, compañías de difusión de información...” (Hernani, 2016, pp.294-295)

En el mercado español aparte de los mercados regulados y específicos para determinar el tipo de valores, en la nueva regulación operan competitivamente los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN, en su mayoría europeos), negocian acciones españolas admitidas en mercados regulados y valores de Deuda Pública Anotada.

“Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. Actualmente se consideran mercados secundarios oficiales de valores las Bolsas de valores, el mercado de deuda pública en anotaciones, el mercado de futuros y opciones (MEFF) y el mercado de renta fija (AIAF)”. Alejandro, 2011, p. 54.

Entre los 80 y 2016 se evidencia que la evolución del sistema financiero español se enmarca en parámetros de creciente complejidad e importancia, además de un paulatino proceso de desintermediación financiera, refiriéndose a la progresiva sustitución de la intermediación tradicional de las entidades de crédito por la financiación directa a través de los mencionados mercados de valores.

Todo ello refleja la transición de un modelo de SF donde en la financiación el papel predominante (casi único) lo desempeñaban los intermediarios crediticios bancarios, hacia otro donde los mercados de valores adquieren una importancia creciente, convirtiéndose en una de las principales palancas del sistema financiero, por sus funciones tanto de suministro de flujos de financiación a la economía como la de valoración de activos (market-oriented).

Por otro lado, aunque la crisis financiera inició en Estados Unidos, la misma tuvo causas y consecuencias globales, pero fue gracias a la acción coordinada y contundente de las autoridades económicas de los países desarrollados entre los años 2008 y 2009, como se evitó una nueva depresión. En España hubo un descenso en la actividad económica, y “el Estado tuvo que tomar las riendas de la acción estabilizadora del sector público. La caída del PIB, la orientación fuertemente expansiva de la política fiscal discrecional y la financiación de medidas para atenuar la restricción en las condiciones de financiación, elevaron fuertemente, y de forma acelerada, la necesidad de endeudamiento del Estado.” (Nuñez, 2010, p.71)

Para el primer semestre del 2010 el mercado percibió que la carga asumida por los gobiernos de los países europeos en apoyo de la demanda privada asumía una senda de insostenibilidad, y que lo que inició como una crisis económica pasaba a ser una crisis de deuda soberana. Los problemas en cuanto a liquidez y solvencia de un miembro de la Zona Euro acapararon la atención, por lo que muchos inversores y creadores de opinión relacionaron esos problemas a la zona euro en general. Es por ello que los gobiernos de la zona euro, entre los que se encuentra España, decidieron reducir fuertemente el déficit público, para estabilizar el endeudamiento e incrementar la confianza de los inversores.

Para dicho año, los sistemas financieros de diversos países, y particularmente de la eurozona, eran aún vulnerables a las tormentas financieras que amenazaban la recuperación económica y debilitaban los presupuestos de los gobiernos. Los bancos de Europa eran muy susceptibles debido a su excesiva confianza en la financiación a gran escala.

Además, en ciertos países tanto fuera como dentro de Europa, las instituciones financieras más débiles todavía necesitan ser reestructuradas o en ciertos casos adaptadas para asegurar la viabilidad del sector financiero resultante.

Las medidas también deberán centrarse en continuar el desarrollo de los mercados financieros locales, y además en reforzar los marcos normativos y de supervisión.

A medio plazo, se necesita un sistema financiero resistente, el cual apoye un crecimiento fuerte y sostenido. “Debería satisfacer las necesidades de los usuarios del sistema financiero, tales como las economías domésticas y las empresas. Este sistema debería estar compuesto de instituciones y mercados competitivos, mejor gobernados y más transparentes. Y deberían existir más amortiguadores del capital y de la liquidez, que fueran de mejor calidad y globalmente consistentes.” (Viñals, 2010, pp.23-24.)

Sin embargo, en los últimos años específicamente el mercado de valores español ha vivido un firme proceso de consolidación, donde los sistemas técnicos, operativos y de organización en los que se apoya han concedido el importante crecimiento de su actividad y relevancia. Además, se han canalizado importantes volúmenes de inversión y dotado a los mercados de una mayor transparencia, liquidez y eficacia.

A continuación se detalla la evolución del Sistema Financiero Español de 1983 al 2010:

Tabla 5.

El Sistema Financiero Español: Evolución. Línea de tiempo (1983-2010)

1981-1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<ul style="list-style-type: none"> -Ley de Regulación del Mercado Hipotecario (1981). - Las entidades debieron fijar un t/i de referencia en sus créditos o préstamos a t/i variable (1981). - Reforma del coeficiente legal de caja (1981) - Creación de los FGD (1982). 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación del segundo mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación de las letras del Tesoro. - Liberalización definitiva de los t/i .. - Creación del sistema nacional de compensación electrónica y del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reforma del mercado de valores. 	<ul style="list-style-type: none"> - Incorporación de la peseta al SME (hasta 1999). - Supresión paulatina del coeficiente de inversión (hasta 1992). - Creación del mercado continuo.
1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	<ul style="list-style-type: none"> - Regulación del mercado de deuda corporativa AIAF - Regulación de los mercados oficiales de opciones y de futuros. 		<ul style="list-style-type: none"> - Privatización del holding banca pública. - Leyes sobre prevención y control del blanqueo de capitales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley sobre subrogación y modificación de los préstamos hipotecarios. - Regulación de los mercados oficiales de opciones y de futuros. - Ley de Regulación del Mercado Hipotecario. 	<ul style="list-style-type: none"> - Privatización del holding banca pública - Estrategia directa (hasta 1998) . - Adaptación de los FGD a la Directiva UE de 1994. - Ley de Crédito al Consumo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Real Decreto sobre establecimientos financieros de crédito. - Adaptación de los FGD a la Directiva UE de 1994.
1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	<ul style="list-style-type: none"> - Privatización del holding banca pública. - Modificaciones de la reforma del mercado de valores de 1988. - Ley de introducción del euro (hasta 2000) - Creación de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y de los fondos de titulización hipotecaria. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reforma del coeficiente legal de caja. - Política monetaria única. - Normativa sobre inversiones extranjeras en España y españolas en el exterior. - Creación de Latibex. - Ley sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación del Nuevo Mercado (hasta 2007). 	<ul style="list-style-type: none"> - Nuevo acuerdo de capital de Basilea. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación de la Sociedad Holding Bolsas y Mercados Españoles 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y transacciones económicas con el exterior. - Leyes sobre prevención y control del blanqueo de capitales. - Ley sobre seguros privados - Creación de IBERCLEAR. - Ley de Regulación del Mercado Hipotecario.
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<ul style="list-style-type: none"> - R.D sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros. - TR.: Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados. - CBE: normas de información financiera pública y reservada, modelos de estados financieros y Central de Información de Riesgos. - CCNMV sobre normas contables. - Reglamento de los Comisionados para la 	<ul style="list-style-type: none"> - Modificaciones del Real Decreto sobre establecimientos financieros de crédito de 1996. - Ley sobre Entidades de Capital Riesgo. - Real Decreto que contiene el reglamento de las Leyes sobre prevención y control del blanqueo de capitales. - Ley de supervisión de los conglomerados 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley de Mediación de seguros y reaseguros privados. - Creación del Nuevo Mercado Bursátil. 	<ul style="list-style-type: none"> - Modificaciones de la reforma del mercado de valores de 1988. - Ley de Reaseguro. - R.D sobre reforma del coeficiente de garantía. - Ley sobre OPAs y transparencia de los emisores. - Regulación de planes y fondos de pensiones. - Nueva regulación de las 	<ul style="list-style-type: none"> - Régimen fiscal del seguro. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. - Ley de servicios de pago. - Ley sobre regulación de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. - Modificación de la Ley del mercado de 	<ul style="list-style-type: none"> - Ley de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. - Modificaciones de la Ley de Auditoría de Cuentas (1988), la Ley del Mercado de Valores (1988) y del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (1989) para su adaptación a la norma

defensa del cliente de servicios financieros. – Regulación de planes y fondos de pensiones.	financieros. – Ley sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito. – Nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva.		instituciones de inversión colectiva. – Ley de Regulación del Mercado Hipotecario. – Creación de TARGET 2.		valores (1988) y de la Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (1988).	comunitaria.
--	---	--	--	--	--	--------------

Fuente: Carbó (2010).

4.2.2 Organización del Mercado de Capitales Español

4.2.2.1 Instituciones

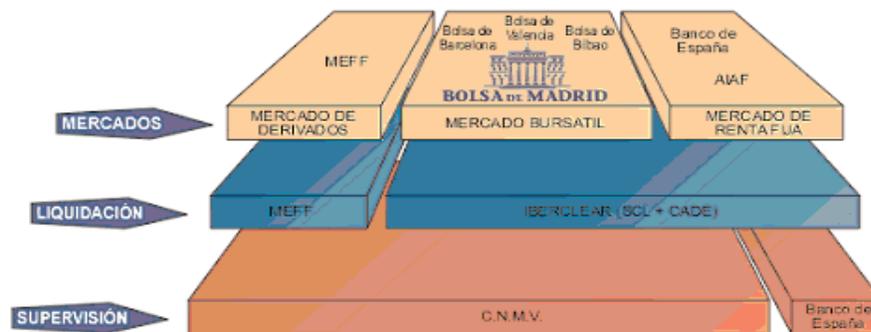
En el ámbito del MV existe un organismo básico que se encarga de la supervisión e inspección de los mercados, el cual es conocido como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la cual es una institución dependiente del Ministerio de Economía. La función básica de la CNMV es supervisar el funcionamiento de los mercados de valores en España, ello es traducido en lograr: un correcto proceso de formación de los precios de los activos financieros, la transparencia de los mercados y la protección de los inversores.

“La LMV encomienda a la CNMV la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellos de la potestad sancionadora y otras funciones.” (El Mercado de Valores en España, 2000, p.42)

La CNMV es una entidad de derecho público con plena competencia y capacidad para ejercer esa función de supervisión, pero además asesora al Gobierno en materia del MV. De dicha institución dependen aquellos intermediarios financieros que operan tradicionalmente en el MV, lo que significa que de la CNMV van a depender las Empresas de Servicios de Inversión (Sociedades y Agencias de Valores) y las Instituciones de Inversión Colectiva; también dependen de ésta los propios mercados de valores: las Bolsas de Valores, el mercado de la AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros), el Mercado de Deuda Pública Anotada (MDPA), éste de forma compartida con el Banco de España, y los mercados derivados que en España aglutina el holding MEFF (mercado oficial español de futuros y opciones, “...su principal actividad es la negociación, liquidación y compensación de futuros y opciones sobre bonos del Estado y los índices bursátiles del IBEX-35, S&P Europe 350 y los futuros y opciones sobre acciones.” (Roldan, 2008, p.211)

A continuación se presenta es la estructura del Mercado de Valores de España:

Esquema 2. Mercado de Valores Español



Fuente: Roldan (2008).

4.2.2.2 Intermediarios: que operan en el MV, por cuenta ajena o por cuenta propia, prestan distintos servicios de inversión, éstos son realizados por las Empresas de Servicios de Inversión. Estas instituciones necesitan la autorización del Ministerio de Economía para su constitución; tal autorización se concederá, a propuesta de la CNMV, y por ello éstas van a depender administrativamente de dicha comisión, la cual llevará un registro de las mismas y se encargará de su supervisión e inspección.

4.2.2.3 El mercado primario de capitales: agentes participantes

Las entidades que participan en este mercado son agentes institucionales: CNMV, las Agencias de Valores, las Sociedades de Valores, entre otros. Los agentes últimos que participan en el mercado primario o de emisión de valores son los siguientes: por el lado de la oferta de dinero o fondos son el sector Familias y el sector de las Instituciones Financieras y, por el lado de la demanda de dinero son el sector Empresas, las Administraciones Públicas y las Instituciones Financieras.

4.2.2.4 El mercado secundario de capitales: según la Ley del Mercado de Valores (LMV): "Son mercados secundarios oficiales de valores aquellos que funcionen regularmente, conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo, y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad". En este mercado se encuentran:

4.2.2.4.1 Las bolsas de valores en España en el último cuarto de siglo

En España existen las siguientes cuatro bolsas: la Bolsa de Madrid, la Bolsa de Barcelona, la Bolsa de Valencia y la Bolsa de Bilbao. Además, existe el mercado continuo, el cual es un sistema electrónico. La organización y el funcionamiento de cada Bolsa dependen de su Sociedad Rectora, pero la entidad responsable de la gestión técnica es el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

Las bolsas son los mercados secundarios oficiales, destinados a la negociación en exclusiva tanto de las acciones como de los valores convertibles o que otorguen derecho de adquisición o suscripción. Los emisores de renta variable acuden a la Bolsa también como mercado primario, en el cual formalizan sus ofertas de venta de acciones o ampliaciones de capital. Al cotizar en Bolsa se identifica en el mercado como una garantía de prestigio, solvencia, y transparencia.

No se puede hablar de una bolsa de valores ni de los cuatro mercados tradicionales o del mercado continuo, ya que las mismas están integradas en una institución denominada BME, sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.

Por lo tanto, dentro del conjunto de mercados de valores, el mercado de renta variable, la Bolsa, es uno de los instrumentos que mejor ha reflejado el impulso de avance y modernización de la economía española.

Debemos denotar el destacable papel del mercado bursátil entre 1996-2000. El acelerado proceso de convergencia de España con el objetivo de formar parte del Euro, impulsa significativamente la actividad de la Bolsa española, convirtiéndose en un fenómeno social como consecuencia del extraordinario comportamiento de las cotizaciones y de la magnitud de las OPVs (oferta pública de venta) de acciones, en especial las procedentes de empresas públicas en proceso de privatización, las cuales son adquiridas de manera masiva tanto por inversores particulares como por inversores institucionales: fondos de inversión y de pensiones.

En este periodo son relevantes las privatizaciones, las cuales han modificado significativamente el marco del sistema financiero español, en especial el de los mercados de valores. “Entre sus consecuencias pueden citarse: la reducción del desequilibrio financiero del Estado y un mayor peso del sector privado como motor del crecimiento económico; el aumento de la liquidez del mercado como consecuencia de la diseminación de bloques de acciones antes concentrados en poder de un accionista de control, en este caso las Administraciones Públicas, que mantenía su cartera estable e inactiva; la adquisición masiva de pequeños paquetes de acciones por parte de inversores individuales o familias, que para muchos supone la incorporación de un nuevo instrumento, la Renta Variable o acciones, a su cartera de activos financieros; y un aumento de la liquidez, profundidad y eficiencia de los mercados de valores que influyen positivamente en los precios reduciendo el coste de la financiación para el conjunto de las empresas.” (Alejandro, 2011, p.58) (Zoido, 2010, p.103)

a) Bolsa de Madrid

A pesar de las reticencias iniciales, la evolución de la economía española, su política y su estructura social requerían de la aparición de un mercado oficial, donde se negociasen organizada y centralizadamente los títulos valores emitidos por el Estado y en menor medida por entidades privadas. España como el resto de Europa, había entrado en una nueva era de la historia, la cual era caracterizada por la aparición y generalización de los Estados liberales, del capitalismo mobiliario y por la expansión de la burguesía.

Por esta razón, en 1831 se fundó la Bolsa de Madrid, la cual es el principal mercado de valores de España y uno de los principales centros financieros internacionales. Sin embargo, su papel fue puesto en duda, ya que el propio sistema financiero del que formaba parte era solamente un esbozo del como debiera ser el de un país desarrollado. El sector bancario inició su modernización hasta las últimas décadas del siglo XIX, y el papel de proveedor de capitales para la industria fue poco brillante, debido a su estrechez, sus continuas crisis, el peso de la deuda pública, y el intervencionismo estatal. Por todo lo anterior, muchos no se alegraban del nacimiento de dicha bolsa.

No solamente de la institución se dudó, sino también de su ubicación; Madrid no era considerada la ciudad más adecuada para la fundación del mercado financiero, debido a que su desarrollo industrial y comercial era inferior al de algunas zonas de la periferia española. Sin embargo, Madrid era la capital del Reino, y por ello debía ser la sede de sus principales instituciones. “Adecuada o no en un principio la elección, en poco tiempo la Bolsa de Madrid se convirtió en el núcleo de la negociación de efectos públicos, sobre todo tras el fracaso de las emisiones de acciones realizadas por las grandes compañías comerciales creadas poco antes. Madrid se convirtió así en el centro no sólo geográfico sino también financiero del país, con la única bolsa oficial de valores autorizada, y con un elevado grado de especialización en la prestación de servicios bancarios.” (Bolsa de Madrid, (sf), pp.18-19.)

Por el contrario, otros si valoraban de manera positiva su aparición, al reconocer su papel de canalizador del ahorro y financiador de la inversión en una institución oficial regulada legalmente, que permitiría negociar los títulos mobiliarios que hasta ese momento habían sido objeto de numerosas operaciones en las Bolsas de Londres y en especial Paris.

En este sentido, “el objetivo fundamental que perseguía el ministro de Hacienda, Luis López Ballesteros con la creación de la Bolsa oficial era mejorar el control sobre la contratación de fondos públicos y, de paso, poner freno a la negociación informal de estos títulos. Los valores privados, los

más importantes en la mayoría de los mercados actuales, en los primeros años de la Bolsa de Madrid tuvieron una nula o escasa presencia.” (Bolsa de Madrid, (sf), p.19)

Por otro lado, actualmente se denota como en la bolsa se produce la contratación de toda clase de valores: acciones, obligaciones, fondos públicos, entre otros. Además, admite, supervisa y administra el mercado secundario oficial de renta variable, de renta fija privada, deuda pública, certificados Y warrants (es un valor negociable emitido por una entidad a un plazo determinado que otorga el derecho mediante el pago de un precio a comprar o vender una cantidad específica de un activo a un precio prefijado a lo largo de toda la vida del mismo o en su vencimiento según su estilo. (Bolsas y Mercados Españoles (BME), 2012)

Las características del mercado español junto con los importantes volúmenes de contratación registrados en los últimos años, han situado a la bolsa como la cuarta de la Unión Europea y la séptima a nivel mundial. El prestigio de la misma está avalado tanto por la calidad como por el número los participantes en este mercado. Unas empresas de primera línea que disfrutan de liquidez y contratación equivalentes a los de los principales valores europeos en sus mercados; intermediarios con una profesionalidad y experiencia excelente; una comunidad inversora amplia y cualificada (nacional e internacional), con más volumen de inversión cada año, deposita su confianza en la bolsa. A todos ellos se dirige el esfuerzo de la Bolsa de Madrid, materializado en una amplia gama de servicios e instrumentos.

El carácter internacional que la Bolsa disfruta está orientando los últimos desarrollos y proyectos, los cuales se han apoyado en la moderna plataforma técnica del mercado español, donde destaca el Sistema Electrónico de Contratación SIBE.

Dentro de los proyectos se destaca Latibex, el Mercado de Valores Latinoamericanos en euros, el cual permite a los inversores europeos la negociación de las acciones de las principales empresas de América Latina en un único mercado, en un sistema de contratación y liquidación y en su propia divisa, el euro. Otro proyecto de la bolsa es Visual Trader, este es uno de los sistemas tecnológicamente más avanzados en cuanto al acceso global hacia los mercados internacionales.

La InfoBolsa es “el máximo exponente de los servicios de información bursátil, y seguimiento de los mercados en tiempo real” (El Mercado de Valores en España, 2000, p.42)

Esta bolsa y otros servicios de información es desarrollada y comercializada por la Sociedad de Difusión de Información de la Bolsa de Madrid.

De acuerdo al informe de la Bolsa de Madrid de los 175 años haciendo mercado, diversas fechas de gran importancia para la misma son las siguientes:

- En **1988** se publica la Ley del Mercado de Valores que transforma definitivamente la Bolsa española. Los Agentes de Cambio y Bolsa son sustituidos por Sociedades de Valores y Agencias de Valores. Además, se crea la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid y nace la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

- En **1989** comienza a funcionar el mercado continuo para acciones (CATS). La contratación electrónica comienza a ganar terreno frente a la de viva voz.

- En **1991** se creó el Protector del Inversor, el cual examina y orienta las reclamaciones de los inversores sobre operaciones realizadas en la bolsa. En cuanto a los servicios orientados a las empresas, se denota el "Proyecto Empresa". Donde la Bolsa de Madrid desea dar a conocer a todas las compañías susceptibles de acceder a Bolsa, las oportunidades que ofrece un mercado de valores moderno y maduro. Las ventajas que brinda el mercado se acompañan de un efecto potenciador de su prestigio social y comercial, eficiencia interna y confianza pública. Por ello, el encuentro entre empresa y bolsa genera un alto valor añadido para ambos, que en las actuales circunstancias parece obligado plantear.

El proyecto se refuerza con un asesoramiento realizado a cada empresa, incluyendo las tareas que realizan los intermediarios, la elaboración y tramitación de los expedientes de admisión, y el apoyo informático necesario en las salidas a bolsa. Asimismo, la bolsa ofrece servicios técnicos e informáticos a emisores, miembros del mercado, entidades financieras, entre otros, con el fin de coordinar y procesar la información que se debe manejar cuando se realizan operaciones financieras.

- En **1992** se pone en marcha la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A (SCLV), nuevo servicio de liquidación y compensación, que da paso a procesos de liquidación más seguros, rápidos y eficientes.

Esta sociedad cuyo nombre comercial es IBERCLEAR: “Es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas (SCLV), en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (CADE), en AIAF Mercado de Renta Fija (SCLV-AIAF), así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros. IBERCLEAR gestiona dos plataformas de liquidación, CADE y SCLV. En la primera se liquidan los valores de renta fija (pública y privada) y, en la segunda, los valores negociados en la Bolsa.” (Banco de España, (sf), párr.5)

- En **1993** todas las emisiones de Renta Fija pasan a contratarse por el sistema electrónico.
- En **1995** se sustituye el CATS (Computer Assisted Trading Sistem.) por el SIBE (Sistema de interconexión Bursátil Español). Los volúmenes de contratación y capitalización suben de forma espectacular, apoyados tanto en las mejoras técnicas del mercado, en la fuerte rebaja de los tipos de interés, el auge de la inversión colectiva, la innovación financiera como en el intenso proceso de privatización de las grandes empresas públicas españolas.
- En **1998** la bolsa se convierte en un fenómeno social, donde cerca de 8 millones de españoles invierten en bolsa.
- En **1999** se pone en marcha Latibex. Desde el 1 de enero de este año la negociación de valores se realiza exclusivamente en euros. Las Directivas emanadas del proceso de integración de los mercados financieros europeos, derivan en transformaciones profundas de adaptación y modernización del marco regulatorio español para los MV.
- El **siglo XXI** se inicia con las empresas de nuevas tecnologías, dando paso a un proceso de fuertes caídas en todas las bolsas al destaparse numerosos casos de escándalos financieros, especialmente en Estados Unidos.
- En **2002** la Bolsa de Madrid se integra en el holding Bolsas y Mercados Españoles. BME es la compañía propietaria al 100% tanto de los mercados de valores regulados, de renta variable (Bolsas de Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia), del mercado de Renta Fija privada (AIAF), de la Plataforma de Contratación de Deuda Pública (SENAF), del mercado bursátil de renta fija, del mercado de derivados (MEFF) como del depositario central y cámara de compensación y liquidación de valores (Iberclear).
- El 14 de julio del **2006**, Bolsas y Mercados Españoles debutó en Bolsa. Con este inicio bursátil se abre a un nuevo ciclo de futuro, que significa una transformación hacia un nuevo tipo de entidad más transparente, líquida, dinámica, y además dotada de mejor gobierno corporativo en la que, además puede participar el público inversor.

Al día de hoy el mercado de valores español se encuentra en máximos de actividad y capitalización; tanto el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) como el selectivo IBEX 35, marcan máximos históricos de cotización.

b) El soporte tecnológico y las reglas del mercado

En el ámbito de la operativa tecnológica del mercado español de renta variable, el salto hacia adelante se produce en el año de 1989, representado con la puesta en marcha del denominado Mercado Continuo, la plataforma electrónica de contratación que comunica directamente a las cuatro bolsas españolas a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), y que asegura un único punto de liquidez por valor en tiempo real. Con ello se iniciaba la sustitución de la contratación en “corros de

viva voz en los parquets de las cuatro Bolsas españolas”, la cual se había conservado durante más de 150 años. (Alejandro, 2011, p.58)

El sistema de contratación de acciones en España es un mercado dirigido por órdenes, informados en tiempo real en sus pantallas y difusión automática de la información de la contratación principalmente de acciones, además de otros instrumentos negociables que se han ido incorporando como warrants, certificados o fondos cotizados (ETF). Este sistema permite a los cuatro mercados administrar sus órdenes por medio de terminales informáticos al mismo ordenador central; cabe mencionar que se ordenan según criterios de precio y momento de introducción.

Tanto el modelo como las reglas del mercado bursátil han ido evolucionando permanentemente, pero es a partir del 2000 cuando los principales mercados europeos agrupados en la Alianza Europea de Bolsas armonizan sus normas de mercado.

➤ Factor regulatorio

A raíz de la crisis financiera y económica desatada desde 2007 y la incorporación de nuevas tecnologías a la negociación de valores, se ha desencadenado un fuerte aumento de la presión regulatoria sobre los MV y el sistema financiero en general.

El 23 de octubre 2015 se aprobó del texto Refundido de la Ley 24/1998 del MV (LMV), del 28 de Julio, donde se integran y sistematizan un conjunto de normas con rango de ley relativas a los mercados de valores producidos desde la entrada en vigor de la Ley mencionada, en la cual descansa el funcionamiento del MV. “El nuevo texto refundido facilitará la incorporación de nuevas e inminentes reformas futuras” (Hernani, 2016, p.297)

Las nuevas normas se orientan a la pretensión de crear un mercado europeo: a) con mayor eficiencia, seguridad, transparencia y amplitud, b) con menores costes de emisión y transacción, y c) proporcionando a los demandantes y oferentes de productos de inversión actuar con más confianza en un ámbito común mucho más amplio. Dicha amplitud se concreta en dar cabida a más variedad de instrumentos financieros en la nueva definición se sustituye “mercados organizados” por el de oficiales (regulados).

En la Unión Europea, los aspectos del funcionamiento de las infraestructuras de mercado han sido tratados en tres normas: -El Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de

contrapartida central y los registros de operacionales y su normativa derivada. –El Reglamento sobre las mejoras de la liquidación de valores y sobre los Depositarios Centrales de Valores. –La Directiva (MiFID) y su Reglamento sobre los mercados de instrumentos financieros, los cuales complementan los sistemas de compensación y liquidación en cuestiones de obligatoriedad de negociación multilateral de derivados en plataformas organizadas o las condiciones de acceso entre centros de negociación e infraestructura. (Hernani, 2016, p.301)

➤ Papel de la tecnología

La tecnología es un elemento central sobre el cual descansa el crecimiento futuro, el servicio puntual, eficaz, seguro y legal a millones de inversores que intercambian títulos sobre un número de referencias de valores creciente en un entorno de interacción mundial. El MV español ha cumplido con las exigencias y especialmente en los últimos años, las inversiones y adaptaciones realizadas por BME, permiten augurar que ello deberá seguir así en el futuro; siendo el BME el gestor principal de las infraestructuras de mercado e industria de valores en general.

La Bolsa Española, es una de las primeras Bolsas a nivel mundial en disponer de un sistema electrónico de negociación (1989) e interconectar 4 plazas de manera simultánea: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. En los últimos años el Sistema Bursátil Español (plat. elect. SIBE) se ha venido adaptando a los nuevos retos y la ampliación de los mercados, y se ha constituido en un espacio tecnológico de intercambio por medio de desarrollos tecnológicos propios e inversiones selectivas.

Los ejes fundamentales de trabajo hacia dónde dirigir los esfuerzos de innovación son: “la velocidad de trading e inmediatez de información, la diversificación hacia nuevos servicios de valor añadido con especial atención al marco regulatorio y el desarrollo de todo ello en plataformas de código abierto y lenguajes de programación de última generación.” (Hernani, 2016, p. 305)

En resumen, la estructura actual del MV está “diseñada para soportar volúmenes de transacciones crecientes, ha alcanzado un grado tan importante de flexibilidad que le permite adaptarse y afrontar con garantías los rápidos cambios regulatorios y tecnológicos que se producen en los sistemas económicos y financieros mundiales. Especialmente, a partir de la crisis que comenzó en el verano de 2007 y que dejará huella como uno de los períodos más negativos de la historia.” (Zoido, (sf), p.71)

c) Los intermediarios bursátiles: es otro de los pilares sobre los que se ha asentado la transformación de la Bolsa española. A mediados de los ochenta junto con el fuerte crecimiento y la demanda de

servicios financieros, “la reforma de 1988 inauguró una nueva etapa para la intermediación, en la que la prestación de servicios en la Bolsa pasó a ser contemplada como una actividad de carácter mercantil, a desarrollar en régimen de competencia, aunque sujeta a una especial regulación para limitar el riesgo sistémico y proteger a los usuarios frente a conductas inadecuadas.” (Alejandro, 2011, p.59)

El cambio se dio en la LMV de 1988, la cual entro en vigor en el año de 1989, donde se creó un nuevo tipo de intermediario financiero: las sociedades y agencias de valores, las mismas tuvieron reservado en exclusiva hasta la nueva Ley de Reforma de 1998, el acceso a la condición de miembros de las Bolsas, y podían prestar a terceros todos los servicios relevantes del mercado, con excepción de: la gestión de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones. Dicha Ley permitió a las sociedades de valores, tanto la toma de posiciones por cuenta propia en el mercado como la participación en el aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Aunque las sociedades y agencias de valores tenían asignado un papel central en la prestación de servicios financieros, no iban a ser los únicos intermediarios capacitados para actuar en el MV, ya que reconocían la continuidad de las actividades que desarrollaban otros intermediarios tales como los Bancos y las Cajas de Ahorros.

4.2.2.4.2 Los índices bursátiles

Dentro de la gran cantidad de índices bursátiles, el IBEX pertenece a la categoría de los más modernos como CAC-40 (Francia) y Standard & Poor´s 500 (SP-500, USA), los cuales: están “formados por acciones especialmente significativas, desde un punto de vista estadístico, para explicar el comportamiento de la bolsa en su conjunto. En general, puede afirmarse que la correlación del IBEX con el Índice General de la Bolsa de Madrid (que incluye a un mayor número de acciones) es superior al 95 %.” (Roldán, 2008, p. 215)

a) **El IBEX -35:** es el principal índice bursátil de la bolsa de valores española elaborado por las Bolsas y Mercados Españoles (BME), se puso en marcha el 29 de diciembre de 1989; representa la evolución de la cotización (precio) de las acciones, es decir la evolución en el tiempo de los precios de los valores más significativos que cotizan en Bolsa (representativo de la variación media de los precios del mercado). Es por ello, que los índices bursátiles se toman como referencia para evaluar la gestión de un fondo o cartera de valores.

Dicho índice engloba a los 35 valores más representativos del mercado español: considerando su liquidez y capitalización bursátil y son seleccionadas de entre las compañías que cotizan a través del

SIBE. Estos 35 son los valores más líquidos (volumen de contratación en euros y órdenes) cotizados en la Bolsa española, usado como referente nacional e internacional, y además es subyacente en la contratación de productos derivados; éste ha acompañado de forma técnicamente impecable el crecimiento y la evolución del mercado bursátil.

Además, este índice es ponderado por la capitalización bursátil, lo que significa que, al contrario de los índices como el Dow Jones (USA) no todas las empresas que lo forman tienen el mismo peso. Las empresas con mayor capitalización bursátil tienen mayor peso dentro del índice del Ibex, sus alzas y bajas influirán en mayor medida en el movimiento final del mismo.

Por último, es importante mencionar que la composición de éste se revisa cada 6 meses, el 1 de enero y el 1 de julio. No se ajusta por dividendos, aunque sí por ciertas operaciones financieras de los valores que lo componen. (Roldán, 2008, p.215)

4.2.2.4.3 La actividad bursátil

La Comisión Nacional del Mercado de Valores determina la admisión de los valores a negociación en un mercado secundario oficial. Posterior, será la Sociedad Rectora del mercado la que a solicitud del emisor y previo pago por éste de los derechos y cumplimiento de los demás requisitos necesarios, admitirá a negociación el valor.

El segundo mercado de valores es otro segmento de contratación que posibilita la admisión a cotización de las empresas que por los requisitos de admisión exigidos difícilmente podrían acceder a cotizar en la Bolsa, en el primer mercado. Lo que hacen es tratar de facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) a los mercados de capitales. En éste los requisitos de acceso son más flexibles que los del primer mercado, es decir, menos restrictivos. Cada Bolsa tiene su segundo mercado, sin embargo en España no se han desarrollado lo suficiente, por ello no han sido exitosos, una de las razones de dicho fracaso podría ser la falta de atractivos fiscales.

La realización de operaciones (compra y venta) de valores en la Bolsa, se canaliza por medio de las entidades miembro de ella, es decir de una Sociedad de Valores y Bolsa, y por la reforma de 1999 además las Entidades de Crédito españolas, las Empresas de Servicios de Inversión y las Entidades de Crédito extranjeras bien de la Unión Europea, bien autorizadas en algún país de la Unión Europea o bien incluso de fuera de la Unión Europea con la debida autorización.

“Para la realización de operaciones en Bolsa se debe cursar la correspondiente orden a una entidad miembro de la Bolsa. Una orden es un contrato de comisión establecido entre el cliente que manda realizar la operación y la entidad que va a ejecutarla.” (Roldán, 2008, p.218)

Actualmente coexisten dos sistemas de contratación de renta variable:

- Mercado de corros (sistema tradicional): cada una de las cuatro Bolsas tiene su propio mercado de corros. En este los operadores miembros de esa Bolsa se reúnen físicamente en el salón de contratación y negocian de viva voz. Es un mercado residual, representa entre el 1% y el 2% de la contratación total, aunque reúne un número importante de compañías de escasa liquidez.

- Mercado electrónico SIBE: es una plataforma de negociación administrada por la Sociedad de Bolsas, y además conecta las cuatro Bolsas españolas. Éste es dirigido por órdenes que ofrece información en tiempo real sobre la evolución de cada valor, y permite enviar las órdenes, mediante terminales informáticos a un ordenador central. De esta forma, se gestiona solamente un Libro de Órdenes del Mercado para cada valor.

4.2.2.4.4 Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores: son servicios claves para apoyar el adecuado funcionamiento de los mercados de valores. La configuración actual data del año 2003, al integrarse los sistemas de compensación y liquidación de los diversos mercados españoles con la constitución de Iberclear, fruto de la fusión de los sistemas preexistentes: la Central de Anotaciones del Banco de España y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, estos dos sistemas recopilaban los más avanzados estándares internacionales, con el objetivo de disminuir riesgos y mejorar la eficiencia de procesos, donde la seguridad técnica se complementa con la seguridad económica garantizada por un adecuado sistema de fianzas aportadas por las entidades participantes en la liquidación, y que cubre cualquier incidencia en la liquidación de efectivos.

Por lo tanto, Iberclear se constituye en el depositario central de valores de España, y se encarga de: a) registrar centralizadamente los valores admitidos a negociación en los mercados de acciones, en el mercado de deuda corporativa y en el mercado de deuda pública. b) compensar y liquidar las transacciones efectuadas con los valores en los mercados citados; y c) registro contable.

4.2.2.4.5 El nuevo mercado

Para el año 2000 se creó un segmento especial de negociación en las Bolsas Españolas, el “Nuevo Mercado”, el cual es destinado a la contratación de valores pertenecientes a empresas de sectores tecnológicamente punteros, por el producto final, por el proceso productivo o por la realización de

actividades con alto potencial de crecimiento. Esencialmente la creación del Nuevo Mercado, se debió a que en el mercado bursátil español existían empresas ligadas a las nuevas tecnologías de comunicaciones, y especialmente a Internet, basándose en las experiencias de similares características en mercados de otros países.

En el caso de los valores del Nuevo Mercado, los porcentajes máximos de variación de precios se han visto ampliados. En estos valores la seguridad del inversor, se basa en la obligación de presentar información adicional a las tradicionales, ya que al menos una vez al año, las empresas pondrán a disposición del público una información explicativa de la evolución y perspectivas de su negocio, ampliadas a CP o en el próximo ejercicio económico.

4.2.3 El Euro

4.2.3.1 Unión Económica y Monetaria (UEM)

“El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea escalona el proceso de realización de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea en tres fases. La primera fase de la UEM se inició el 1 de julio de 1990 y finalizó el 31 de diciembre de 1993, caracterizándose principalmente por la eliminación de todos los obstáculos internos que se oponían a la libre circulación de capitales dentro de la Unión Europea. La segunda fase, que se inició el 1 de enero de 1994, tenía entre otros objetivos crear el Instituto Monetario Europeo (predecesor del Banco Central Europeo), prohibir la financiación del sector público a través de los bancos centrales nacionales y evitar déficit públicos excesivos. La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al Eurosistema y la adopción del euro.” (Banco Central Europeo, 2002, p.5)

4.2.3.2 El Euro: la nueva moneda europea

Al iniciar la tercera etapa de la Unión Europea y Monetaria, el 1 de enero de 1999, hubo un nuevo capítulo en la historia de la integridad europea, debido que se estrenó una nueva moneda: el euro, su nombre “...fue adoptado por el Consejo Europeo en su reunión celebrada en Madrid los días 15 y 16 de diciembre de 1995.” (Banco Central Europeo, 2002, p.2)

El Euro, sustituyó las monedas nacionales de los siguientes once países: Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Además, el 1 de enero del 2001 también lo realizó con la moneda nacional griega. Los doce países anteriores se aglomeran bajo el nombre colectivo de «zona del euro». Dicha moneda desempeña las tres funciones tradicionales del dinero: unidad de cuenta, medio de pago, y depósito de valor; donde cabe mencionar

que el euro nació con el fin de ser tan estable como las antiguas monedas de los países que forman la zona.

En el transcurso de los tres años posteriores a la fecha de la sustitución, quienes operaron principalmente con la nueva moneda fueron los profesionales de la banca y los agentes de los mercados financieros. Sin embargo, el 1 de enero del 2002 entraron en circulación los billetes y monedas en euros, adquiriendo el curso legal en todos los países partícipes, y por esta razón se retiraron los antiguos (billetes y monedas) en un lapso de dos meses; y con ello se evidenció el cambio histórico para todos.

Por otro lado, en el inicio de la sustitución, tres Estados pertenecientes a la Unión Europea no habían adoptado la nueva moneda: Dinamarca, Suecia y el Reino Unido (“... no intervienen en la toma de decisiones sobre la política monetaria única de la zona del euro y conservan todavía sus monedas nacionales, así como la dirección de sus respectivas políticas monetarias.” (El Banco Central Europeo, 2002, p.17)

La introducción del euro en la vida de más de trescientos millones de ciudadanos europeos alcanza enormes beneficios para los consumidores y las empresas, además facilita el intercambio tanto de bienes como de servicios entre los países partícipes, logrando así, la consolidación del mercado único de la Unión Europea (UE). Por otro lado, al viajar a los países de la zona del euro existen diversas ventajas, ya que no se requería cambiar dinero, ni estar pagando comisiones, y además, cabe la posibilidad de comparar directamente los precios en los doce países.

Por esta razón, la expectativa de los países pertenecientes a la “zona del euro”, es que todas las innovaciones mencionadas anteriormente, contribuyan a incrementar la competencia transfronteriza y la prosperidad en dicha zona.

4.2.3.3 Banco Central Europeo (BCE): fue fundado el 1 de junio de 1998 con sede en Fráncfort del Meno, tiene personalidad jurídica propia. (El Banco Central Europeo, 2002, p. 41)

Al ser creado en 1998, se cataloga como uno de los bancos centrales más jóvenes a nivel mundial.

El BCE “...garantiza, directamente o a través de los bancos centrales nacionales, la ejecución de las funciones atribuidas al Eurosistema y al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).” (El Banco Central Europeo, 2002, p.41)

Además, éste es el garante de la estabilidad de precios en la zona del euro, y controla los stocks y los flujos de billetes y monedas en euros, a partir de los datos proporcionados por los bancos centrales nacionales. Además, garantiza el volumen de bienes y servicios que el ciudadano puede adquirir, y para cumplir con este objetivo, el BCE trabaja en conjunto con los bancos centrales de los países participantes, con el fin de aplicar una política monetaria única dirigida a fomentar la estabilidad en la zona del euro. Para ello, dicho banco posee su propio presupuesto (independiente al de la Comunidad Europea), garantizándose así la autonomía de su gestión con respecto a los intereses financieros comunitarios. El capital del BCE es suscrito y desembolsado por los bancos centrales nacionales. (El Banco Central Europeo, 2002, p.28)

El fundamento jurídico tanto del BCE como del SEBC se basa en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, donde indica que el SEBC está compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión Europea.

Cabe destacar que el máximo órgano decisorio del BCE es el Consejo de Gobierno, el cual está integrado por "...los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro." (El Banco Central Europeo, 2002, p.42)

Donde, "la principal función del Consejo de Gobierno consiste en formular la política monetaria de la zona del euro; en concreto, tiene la facultad de decidir los tipos de interés a los que las entidades de crédito pueden obtener liquidez (o sea, dinero) de sus bancos centrales. Por este medio, el Consejo de Gobierno determina indirectamente el nivel de tipos de interés de toda la economía de la zona, incluidos los que las entidades de crédito aplican al conceder préstamos o remunerar depósitos a sus clientes." (El Banco Central Europeo, 2002, p.12)

Otro de los órganos rectores del BCE es el Consejo General, el cual participa en: las funciones tanto consultivas como de coordinación del BCE, y en la posible ampliación de la zona.

4.2.3.4 El Eurosistema: entidad conformada por el BCE junto con los bancos centrales nacionales de los doce países de la zona, donde el BCE representa el eje central de la entidad. Ésta fue creada con el objetivo principal de mantener la estabilidad de los precios en la zona, salvaguardando el poder adquisitivo de la nueva moneda; además describe el dispositivo que utiliza el SEBC para ejecutar sus

funciones en la zona del euro. Sin embargo, sin restarle importancia al objetivo principal, el Eurosistema apoya las políticas económicas generales de la Comunidad Europea, actuando según el principio de una economía de mercado abierta, establecido en el Tratado constitutivo de dicha comunidad.

El Eurosistema depende del sistema bancario para la ejecución de las operaciones de política monetaria, por esta razón, depende de su buen funcionamiento, eficiencia y estabilidad. Por lo tanto, es productivo que se encuentre pendiente de su evolución de acuerdo con lo establecido en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, a pesar de que la supervisión del sector bancario sea competencia de las autoridades nacionales.

“Funciones principales que desempeña el Eurosistema: definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro; realizar operaciones de cambio de divisas y gestionar las reservas oficiales en moneda extranjera de los países de la zona del euro; emitir billetes de banco en la zona del euro; promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.

Otras funciones: recabar la información estadística necesaria de las autoridades nacionales competentes, o directamente de los agentes económicos (por ejemplo, entidades financieras); examinar la evolución de los sectores financiero y bancario; facilitar el intercambio de información entre el SEBC y las autoridades supervisoras.” (El Banco Central Europeo, 2002, p.19)

Además, es importante señalar que según el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Eurosistema disfruta de total independencia en cuanto a la ejecución de sus funciones: el BCE, los bancos centrales nacionales participantes, los miembros de sus órganos rectores, ninguno de ellos aceptarán indicaciones de otro organismo.

EL Eurosistema “...cuenta con todos los instrumentos y competencias necesarias para dirigir una política monetaria eficaz.” (El Banco Central Europeo, 2002, p.27)

4.2.4 Perspectivas y desafíos

En las últimas décadas el mercado de valores ha experimentado una gran transformación y un fuerte desarrollo; por lo tanto, la capitalización del mercado bursátil excede ya del 70% del PIB, lo que confiere a este mercado uno de los mayores tamaños relativos de Europa. El desarrollo de los fondos de inversión y el de los fondos de pensiones ha sido notable, aunque este último en menor medida.

Sin embargo, según el autor Conthe Gutiérrez (2005) el mercado español de valores se enfrenta a varios retos:

“1. El volumen de capitalización del mercado bursátil español es, sin duda, significativo, pero el número de sociedades cotizadas no llega a 200, lo que revela la hegemonía de un número muy reducido de grandes valores -Telefónica, grandes bancos y eléctricas- que concentran el grueso de la negociación y la capitalización. La razón fundamental de ese hecho está en el gran peso de la empresa familiar y la pequeña empresa en el tejido empresarial, lo que limita el número de sociedades con vocación bursátil, dadas las implicaciones asociadas con la emisión de valores, tales como la potencial pérdida del control de la sociedad, la necesidad de mayor transparencia sobre la gestión, o los costes asociados a la publicación de información pública periódica. Por otro lado, los moderados tipos de interés y la facilidad para endeudarse se ha traducido en que durante el año 2005 no sólo fueran escasas las nuevas salidas a Bolsa, sino en que varias sociedades cotizadas de tamaño medio (Recoletos, Aldeasa...) dejaron de cotizar tras ofertas públicas de adquisición presentadas por grupos de entidades especializadas en “private equity” y financiadas mediante de deuda.

2. La industria española de fondos de inversión e instituciones de inversión colectiva deberá formularse un doble reto: de un lado, aprovechar las nuevas oportunidades que abrirá el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y lograr que la mayor gama de instrumentos y mayor competencia entre gestoras se traduzca en una mejora para los partícipes e inversores, no en aumentos extraordinarios de la rentabilidad o comisiones de dichas gestoras; de otro lado, lograr que las entidades españolas no sean meros importadores de fondos gestionados fuera de España, sino que comercialicen fuera de nuestras fronteras productos gestionados desde aquí.

3. El proceso de integración de los mercados europeos de valores redundará en ventajas tanto para los ahorradores españoles, como para las empresas españolas que se financian en él. Pero será también un constante desafío para cuantas instituciones -ya sean intermediarios financieros, Bolsas y mercados, o instituciones supervisoras- configuran el mercado español.” (p.312)

Otros de los retos del Mercado de Capitales Español según el autor Zoido Martínez (sf):

“El futuro de los mercados de capitales regulados como institución de referencia de la economía de mercado se anticipa brillante en todo el mundo. Durante los años siguientes a la crisis que comenzó en 2007, han sido instituciones que han permanecido bien ancladas y han reforzado su papel como proveedores de liquidez y de información puntual sobre los precios de los activos, incluso en las condiciones más extremas.

Los próximos años van a estar marcados, especialmente en Europa y en España en particular, por la necesidad de impulsar el cambio en el modelo de financiación tradicional, con más peso hacia los

mercados de capitales. Es esta una tendencia que se ha generalizado a nivel mundial y también a nivel europeo. El Gobierno español va dando pasos apoyando las alternativas existentes y creando nuevos mecanismos.” “El mercado de capitales español tiene hoy tamaño, profundidad, eficiencia y nivel tecnológico para cumplir con su cometido en el ámbito de la economía española, europea y mundial y adaptarse a las nuevas regulaciones, a una mayor competencia, mayor diversificación de productos y nuevas estructuras corporativas. Y tendrá un papel relevante a la hora de afrontar la necesaria mejora de la competitividad de nuestra economía. Ya se está convirtiendo, y lo hará todavía más sin duda, en el reflejo de las expectativas generadas por las reformas estructurales, de la confianza o desconfianza en la economía y las empresas españolas tanto por parte de los inversores nacionales como, especialmente, extranjeros.” (pp.79-80)

Los mercados de capitales seguirán ganando peso, volviendo a recordar que la cotización en Bolsa permitió a muchas empresas españolas crecer y acceder a financiación de calidad, convirtiéndolas en referencia no sólo nacional sino también, en muchos casos, internacional.

Entre los retos del mercado de valores existe la relevancia de dar respuesta al creciente volumen de ahorro financiero familiar, el cual se genera como consecuencia de la incertidumbre generada por la crisis y la creciente pérdida de atractivo de la inversión inmobiliaria para las familias. La necesaria diversificación es al que abre las oportunidades para todos los participantes en el mercado.

La crisis por la que atravesaron en el 2007 ha representado una prueba de esfuerzo para los mercados de valores, de la cual han salido airosos y fortalecidos, como referencia de liquidez y afianzamiento para el sector financiero.

Por otro lado, el proceso de integración financiera en la Unión Europea se enfrenta todavía a varias limitaciones, en las que se destacan las siguientes:

a. La existencia de una pluralidad de mercados nacionales (sujetos a la supervisión de sus autoridades nacionales), exige una estrecha coordinación y colaboración entre las autoridades nacionales integradas en esa red paneuropea, que tiene su expresión en el Comité Europeo de Supervisores de Mercados de Valores (CESR). La cooperación se enfrentó a algunas dificultades:

- Las autoridades con la tentación de aplicar con más flexibilidad ciertas reglas, con el fin de atraer negocio hacia sus respectivos mercados financieros. Por ello, para prevenir ese riesgo de arbitraje regulatorio, es necesario tanto una comunicación entre las autoridades nacionales, como el establecimiento de un proceso de mediación en caso de disputa.

- No todas las autoridades nacionales de supervisión de mercados de valores tienen iguales responsabilidades: varias carecen de competencia; algunas se encuentran sujetas a cortapisas para intercambiar información y colaborar con otras autoridades nacionales. Por esta razón, la ausencia de homogeneidad en las atribuciones de las Comisiones de Valores o autoridades supervisoras, posiblemente limite la capacidad para colaborar entre ellas.

b. “El principio de libre competencia entre los mecanismos de negociación de un mismo valor”¹, podrá fragmentar la contratación del valor entre todos, y con ello dispersar la información relativa a tales operaciones.

c. Las normas de contabilidad aplicables por las sociedades cotizadas, la aceptación por la Unión Europea de las NIIF supone: una eficaz e inmediata armonización en la Unión, y la adopción por las compañías europeas de estándares contables.

Por otro lado, la integración financiera en la Unión Europea era muy visible en los mercados monetarios y en los de Deuda Pública, pero lo es bastante menos en el de renta fija privada y de los mercados de acciones y bursátiles. Con respecto a estos últimos, se han producido movimientos, alianzas y debates que guardan relación con una eventual intensificación de ese proceso. Así:

- Desde hace años España ha venido asistiendo en la Unión Europea al proceso de desmutualización de las Bolsas, a raíz de ello las mismas dejan de ser organizaciones de carácter cooperativo, (es decir poseídas y controladas por quienes negocian en ella, en calidad de miembro), y pasan a transformarse en sociedades mercantiles con fines de lucro, donde los accionistas no son los miembros que contratan en Bolsa. Posteriormente, ocurre la salida a Bolsa de la entidad, como realizaron años atrás las grandes Bolsas europeas (a excepción de la Italiana), y en el 2006 se efectuaría el grupo español “Bolsas y Mercados Españoles (BME)”.

- Los distintos mercados financieros han buscado expandirse e integrarse entre sí. Distinguiendo dos grandes modelos:

- El modelo de integración vertical o de silo, se integran en un mismo grupo empresarial tanto los mercados bursátiles (se negocian acciones) como los mercados de derivados y las entidades especializadas en servicios de registro, compensación y liquidación de valores.

- El modelo de integración horizontal, donde varias bolsas o centros de negociación nacionales se integran en un sistema transnacional.

- Durante el año 2005 se produjo un nuevo y fallido intento de integración.

¹ Contratación centralizada en Bolsas, negociación en plataformas electrónicas, internalización por entidades financieras. Conthe, 2005, p.313.

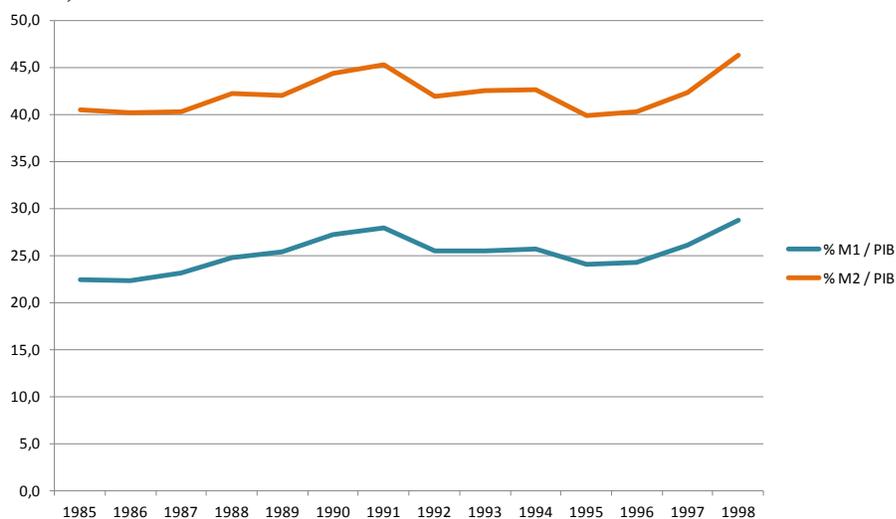
4.2.5 Indicadores Financieros

A continuación se presentan diversos indicadores del ámbito financiero, los cuales se encuentran vinculados con el Mercado de Valores Español, dicho análisis se realiza para el periodo comprendido entre 1985-1998. Sin embargo, para los años posteriores establecidos en este estudio (1999-2016), no se logró tener acceso a la información correspondiente, debido a los cambios en la actividad financiera del país para dicha época, los cuales fueron mencionados en el apartado anterior (4.3).

Para realizar el debido análisis, la información referente a los indicadores: M1, M2 y el PIB nominal, fue suministrada por funcionarios del Banco Central de Costa Rica (BCCR), los cuales fueron basados en los datos presentados por el Fondo Monetario Internacional, además algunos de los datos anteriores fueron reportados por el Instituto Nacional de Estadística de España y por el Banco de España. Por lo tanto, a continuación se detallan los datos suministrados para dicho indicador:

El gráfico N° 10 y el cuadro N°6, representa por un lado la relación del M1 con respecto al PIB nominal para el periodo comprendido entre los años de 1985 – 1998; éste muestra que proporción representa el dinero en circulación (incluyendo el M0) junto con los depósitos corrientes del ciudadano con respecto al PIB nominal o a precios corrientes, es decir con respecto al valor monetario de los bienes y servicios de consumo final producidos por la economía en un periodo de tiempo.

Gráfico 10.
Indicadores: M1 y M2 vs. PIB nominal de España.
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia según datos del Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de España.

Según el gráfico anterior, se observa como en los primeros años el indicador representado por las variables M1/PIB n asciende lentamente, pasando de 22,4% en el año 1985 a 27,9% en el año 1991,

además un aspecto sobresaliente es como para el periodo de 1992 y 1993 el valor proyectado es de 25,5% en ambos años.

Cuadro 6.

Indicador: M1 y M2 versus PIB nominal de España.
(Valores absolutos y porcentuales)

AÑO	Indicadores Financieros de España			
	M1 / PIB	%	M2 / PIB	%
1985	0,224	22,4	0,405	40,5
1986	0,223	22,3	0,401	40,1
1987	0,231	23,1	0,403	40,3
1988	0,248	24,8	0,422	42,2
1989	0,254	25,4	0,420	42,0
1990	0,272	27,2	0,443	44,3
1991	0,279	27,9	0,453	45,3
1992	0,255	25,5	0,418	41,8
1993	0,255	25,5	0,425	42,5
1994	0,257	25,7	0,426	42,6
1995	0,240	24,0	0,398	39,8
1996	0,242	24,2	0,402	40,2
1997	0,260	26,0	0,423	42,3
1998	0,288	28,8	0,462	46,2

Fuente: Elaboración Propia según datos del Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de España.

Sin embargo, también se denota que en el resto del periodo de estudio, el indicador proyecta un comportamiento levemente fluctuante, donde es importante mencionar que dicho indicador no llega a retomar valores muy elevados, ello se ve reflejado cuando el mayor valor está representado con un 28,8% (año 1998) y el nivel menor con un 22,3% (año 1986).

Por otro lado, en este mismo gráfico se proyecta la relación entre la variable M2 con respecto el PIB nominal en el periodo establecido, donde M2 representa el medio de pago ampliado, es decir el conjunto de M1 con los depósitos en cuentas de ahorro y los de plazo fijo, obteniendo a su vez una mayor cantidad, la cual es denominada liquidez monetaria.

Por lo tanto, se puede observar que el comportamiento de este indicador también es fluctuante, al igual que el anterior (M1/PIB n). En los primeros tres años el valor oscila entre 40,5% y 40,3% (años 1985 - 1987), posterior a ello, el valor se ve incrementado de 42,2% (año 1988) hasta 45,3% (año 1991), luego disminuye hasta llegar a un valor radical representado con un 39,8% en el año 1995, culminando en 1998 con un valor representativo de 46,2%.

Además, cabe mencionar que el indicador M2 / PIB nominal se ve proyectado su menor valor con un 39,8% en el año 1995, y su mayor valor con un 46,2% en el año 1998, reflejando una diferencia en el puntaje de 6,4%.

4.3 Mercado de Valores de Costa Rica vs. Español

En el presente capítulo se abordarán los aspectos más importantes del Sistema Financiero y el Mercado de Valores tanto de Costa Rica como de España, en el periodo indicado anteriormente, esto con el fin de realizar una comparación y a su vez lograr destacar las diferencias más significativas que existen entre ambos países con respecto al tema en cuestión.

Por esta razón, para lograr el objetivo propuesto se analizan los diversos factores que influyen de manera positiva o negativa tanto en el Mercado de Valores de Costa Rica como el Español, según sea su nivel de injerencia en el sistema financiero de cada uno de los países antes mencionados. Además, se efectúa un análisis comparativo de los indicadores financieros establecidos, según los datos suministrados por las entidades como el Banco Central de Costa Rica y Bolsa Nacional de Valores, y los datos presentados por el Fondo Monetario Internacional.

4.3.1 Sistema Financiero de Costa Rica versus Sistema Financiero Español

En el siguiente cuadro se observan los aspectos más relevantes del Sistema Financiero (SF) de Costa Rica y el Sistema Financiero Español, logrando así analizar las diferencias que existen entre los países antes mencionados.

Cuadro 7.
Sistema Financiero de Costa Rica vs. Sistema Financiero Español.

COSTA RICA	ESPAÑA
<p>1. SF concentrado en la banca y de poco desarrollo bursátil; los bancos estatales prevalecen como los entes financieros líderes en el mercado. La banca estatal y la privada no juegan niveladamente, por la garantía estatal y restricciones a la banca extranjera.</p>	<p>1. SF es un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, que no pueden ya entenderse fuera de su contexto europeo y global, que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante, y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel en la valoración y canalización de financiación a distintos plazos a través de instrumentos y títulos desmaterializados, que mayoritariamente se negocian a través de mercados regulados.</p>
<p>2. El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) es la máxima autoridad del sistema financiero costarricense. Bajo su dirección funcionan: la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) y la Superintendencia General de Seguros (SUGESE).</p>	<p>2 Las Bolsas y Mercados Españoles son la compañía que gestiona los principales mercados de valores regulados y otros sistemas multilaterales de negociación; integra las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones, el Mercado de Renta Fija e Iberclear, el sistema de registro, compensación y liquidación de valores.</p>
<p>3. En los ochentas: a) Costa Rica fue el primero de la región en impulsar y aprobar reformas a su sistema financiero, dichas reformas fueron en materia de legislación de política monetaria y en el marco institucional, dado que la normativa vigente era pro banca estatal. b) Existía un débil marco regulatorio, y parte de los intermediarios eran supervisados por el Banco Central de Costa Rica. c) En 1988 entró en vigencia la Ley de Modernización del Sistema Financiero de la República, con la cual se liberalizaron las tasas de interés activas y pasivas.</p>	<p>3. En los ochentas y en la primera década del siglo XXI, se enmarca un paulatino proceso de desintermediación financiera, refiriéndose a la progresiva sustitución de la intermediación tradicional de las entidades de crédito por la financiación directa a través de los mencionados MV. Reflejando la transición de un modelo de SF donde en la financiación el papel predominante lo desempeñaban los intermediarios crediticios bancarios, hacia otro donde los MV adquieren una importancia creciente, convirtiéndose en una de las principales palancas del SF.</p>
<p>4. En los noventas, CR fue líder en la modernización del SF en la región, sin embargo, recientemente la aprobación de reformas ha padecido aletargamiento, estando pendientes en el Congreso la aprobación de varias reformas y leyes que buscan modernizar dicho sistema.</p>	<p>4. De 1996-2000, son relevantes las privatizaciones, las cuales han modificado significativamente el marco del sistema financiero español, en especial el de los mercados de valores.</p>
<p>5. Durante los últimos años ha existido un consenso entre autoridades del Gobierno, de la regulación y supervisión y de la industria financiera acerca de la necesidad urgente de crear las condiciones adecuadas para que Costa Rica cuente con un MV que contribuya al crecimiento tanto de la economía, la competitividad, la creación de empleo, como para el bienestar general.</p>	<p>5. Año 2007: aunque la crisis financiera comenzó en Estados Unidos, la misma tuvo causas y consecuencias globales, pero fue gracias a la acción coordinada y contundente de las autoridades económicas de los países desarrollados entre los años 2008 y 2009, como se evito una nueva depresión.</p>

Fuente: Elaboración Propia.

4.3.2 Mercado de Valores de Costa Rica versus Mercado de Valores Español

En el siguiente cuadro se observan los aspectos más relevantes del mercado de valores de Costa Rica y el mercado de valores de España, logrando uno de los objetivos más importantes de este estudio al recalcar las diferencias que existen entre los países antes mencionados, logrando así extraer los factores que obstaculizan el desarrollo del mercado de nuestro país y los factores que apoyan el desarrollo del mercado de valores español.

Cuadro 8.
Mercado de Valores de Costa Rica vs. Mercado de Valores Español.

COSTA RICA	ESPAÑA
<p>1. El manejo financiero es complicado, porque el pequeño tamaño de nuestro país hace difícil diversificar las carteras de riqueza; dicha diversificación es difícil con sólo activos nacionales. La inestabilidad resulta del pequeño tamaño y poca diversificación de la economía nacional, aún si los bancos estuviesen diversificados dentro de los sistemas financieros locales, estarían expuestos a shocks, por cambios en el comercio internacional o por catástrofes naturales.</p>	<p>1. Es uno de los ámbitos más importantes en los cuales la transformación cultural, social y económica ha protagonizado en los últimos 25 años de manera más visible e intensa; convirtiéndose en un pilar esencial del desarrollo económico de España.</p>
<p>2. En 1970 un conjunto de comerciantes integrados en la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC), presentaron el Proyecto de Escritura de Constitución de la Bolsa Nacional de Valores S.A. (BNV) al Ministerio de Hacienda, el cual aprobó y publicó en la Gaceta en setiembre del mismo año. El CANAFIC estableció los estatutos para la fundación de la Bolsa, y además elaboró el Reglamento para la Negociación de Acciones y Títulos Valores. Por motivo de atrasos en la base de la constitución de la Bolsa Nacional de Valores S.A, que hasta 1973, es cuando queda debidamente legalizada, quedando el 40% de las acciones en poder de los fundadores y el 60% perteneciendo al Banco Central de Costa Rica. En 1974 el BCR oferto públicamente el 60% de las acciones de la BNV, las cuales pasaron a ser capital de CODESA, al mismo tiempo se hizo acreedor del 40% restante. Sin embargo, en 1977 CODESA vende el 60% a inversionistas privados, y en 1993 vende el restante 40% a los intermediarios que operaban en la Bolsa, convirtiendo su estructura estatal en una abierta, privada y desmutualizada.</p>	<p>2. En 1831 se fundó la Bolsa de Madrid: a) principal mercado de valores de España y uno de los principales centros financieros internacionales.</p> <p>b) Las características (técnicas y funcionales) del mercado junto con los importantes volúmenes de contratación registrados, han situado a la bolsa como la cuarta de la Unión Europea y la séptima a nivel mundial; su prestigio está avalado tanto por la calidad como por el número los participantes en este mercado.</p> <p>c) El carácter internacional que la Bolsa disfruta está orientando los últimos desarrollos y proyectos, los cuales se han apoyado en la moderna plataforma técnica del mercado español, donde destaca el sistema electrónico de contratación SIBE.</p> <p>En España existen las siguientes cuatro bolsas: Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Valencia y Bolsa de Bilbao; las mismas son instrumentos que mejor han reflejado el impulso de avance y modernización de la economía, su organización y el funcionamiento dependen de su Sociedad Rectora, pero la entidad responsable de la gestión técnica es el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Las bolsas están integradas en una institución denominada BME, la cual es la sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.</p>

<p>La Bolsa Nacional de Valores: a) fortalece su posición con el fin de que el inversionista tenga mayor seguridad, garantizando la transparencia en las operaciones de tipo bursátiles.</p> <p>b) En diversas coyunturas económicas de nuestro país, ha manifestado ser un barómetro de la economía nacional.</p> <p>c) Ha sido un medio eficaz que ha permitido al sector público la captación de recursos, sin dejar de ser una esencial fuente de crédito para el sector privado en diversas etapas del vivir cotidiano.</p> <p>d) La bolsa de valores y sus puestos se encontraban autorregulados por el código de comercio, a pesar de su escasa normativa; en esa época no existían empresas clasificadoras ni una central de valores; además “los productos financieros eran mucho más escasos y la innovación financiera se limitaba a las operaciones de administración bursátil (OPAB) y a la negociación por bolsa de títulos de renta fija del mercado primario.”</p>	
<p>3. En 1990 se aprueba la Ley Reguladora del Mercado de Valores, la cual regula dicho mercado, y se crea la Comisión Nacional de Valores como ente rector del mercado de valores; por lo tanto, la BNV deja de desempeñar las funciones reguladoras que venía realizando al cumplir el papel de juez y parte en este mercado. Como parte de la reforma, se crea la Central de Valores (CEVAL), se inicia el proceso de creación de empresas clasificadoras de riesgo y desaparecen en la BNV las funciones de custodia, control de empresas y el área legal encargada de arbitrar entre los operadores del sistema.</p>	<p>3. En 1988 se publica la Ley del Mercado de Valores que transforma definitivamente la Bolsa española. Además, se crea la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid y nace la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).</p>
<p>4. La Comisión Nacional de Valores(CNV):</p> <p>a) procura el desarrollo del mercado de valores, con el fin de fortalecer el mercado de capitales y contribuir así al desarrollo económico y social del País.</p> <p>b) Es su obligación adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de los inversionistas de títulos valores sujetos a la ley y asegurar el acceso público a la información acerca de los valores negociados y de las compañías emisoras, dentro de un marco de protección al inversionista.</p>	<p>4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV):</p> <p>a) organismo básico que se encarga de supervisar el funcionamiento de los mercados de valores en España, es decir, un correcto proceso de formación de los precios de los activos financieros, la transparencia de los mercados y la protección de los inversores. La CNMV es dependiente del Ministerio de Economía.</p> <p>b) Entidad de derecho público con plena competencia y capacidad para ejercer esa función de supervisión, además asesora al Gobierno en materia del mercado de valores. De dicha institución dependen aquellos intermediarios financieros que operan en el mercado de valores.</p>

Otros aspectos importantes:

5. Como parte de la visión de apertura hacia nuevos mercados, la BNV impulsó desde 1990-1991 la creación de la Asociación Centroamericana de Bolsas de Valores (BOLCEN), y por tanto con ello se realiza un avance importante en la integración de las bolsas regionales.

6. A mediados de los noventas, la BNV culmina su total automatización eliminando en 1994 el corro a “viva voz” y automatizando en forma total el mercado secundario. Además se termina de consolidar el sistema electrónico de subastas, un mecanismo a través del cual captaban los dos grandes emisores de títulos valores: el BCCR y el Ministerio de Hacienda. Sin embargo, a inicios de la década el mercado de valores se extendió al incluirse la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica S.A., rompiendo la estructura monopolística que existía en dicho mercado.

7. Para el año 2000 se puso en vigencia el sistema de intercambio electrónico de acciones, constituyéndose un gran avance en la negociación de esos títulos valores en términos especialmente de seguridad.

8. En cuanto a la legislación y del marco regulatorio, Costa Rica ha registrado dos cambios importantes, los cuales han incidido en el comportamiento del mercado de valores y marcando tres etapas claramente definidas:

a) **Etapas de auto regulación (1976-1990):** periodo hasta la emisión de la primera Ley Reguladora del Mercado de Valores y comprende entre 1976, cuando se organizó la Bolsa Nacional de Valores y el año 1990, cuando se promulgó la Ley.

b) **Primera etapa de regulación (1990-1998):** parte de la emisión de la primera Ley reguladora (1990), hasta su primera reforma en 1998 (LRLMV-2). Esta etapa se puede concebir como un proceso de sustitución del ambiente de autorregulación del mercado de valores. Además, se muestran cambios hacia un ambiente regulatorio aún con apoyo en la autorregulación, pero lo sustantivo siguió caracterizado por su concentración en el corto plazo y alto estrujamiento del sector privado.

c) **Segunda etapa de regulación (1998 - a la fecha):** este período es el vigente y parte de la reforma a la LRMV en 1998 hasta la actualidad. Se

Otros aspectos importantes:

5. En el ámbito de la operativa tecnológica del mercado español de renta variable, el salto hacia adelante se produce en el año de 1989, representado con la puesta en marcha del denominado Mercado Continuo, la plataforma electrónica de contratación que comunica directamente a las cuatro bolsas españolas a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), y que asegura un único punto de liquidez por valor en tiempo real. Con ello se iniciaba la sustitución de la contratación en “corros de viva voz en los parquets de las cuatro Bolsas españolas”.

6. En 1991 se creó el Protector del Inversor, el cual examina y orienta las reclamaciones de los inversores sobre operaciones realizadas en la bolsa. En cuanto a los servicios orientados a las empresas, se denota el "Proyecto Empresa". Donde la Bolsa de Madrid desea dar a conocer a todas las compañías susceptibles de acceder a Bolsa, las oportunidades que ofrece un mercado de valores moderno y maduro. En 1992 se pone en marcha la SCLV, nuevo servicio de liquidación y compensación, que da paso a procesos de liquidación más seguros, rápidos y eficientes. En 1995 se sustituye el CATS por el SIBE (Sistema de interconexión Bursátil Español). En 1998 la bolsa se convierte en un fenómeno social, donde cerca de 8 millones de españoles invierten en bolsa.

7. El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea escalona el proceso de realización de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea en tres etapas, donde la tercera inicia el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al Eurosistema y la adopción del euro, y hubo un nuevo capítulo en la historia de la integridad europea, debido que se estrenó una nueva moneda: el euro, el cual sustituyó las monedas nacionales de los siguientes once países: Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia; y el 1 de enero del 2001 también lo realizó con la moneda nacional griega. Los doce países anteriores se aglomeran bajo el nombre colectivo de «zona del euro».

El 1 de enero del 2002 entraron en circulación los billetes y monedas en euros, adquiriendo el curso legal en todos los países participantes, y por esta razón se retiraron los antiguos en un lapso de dos meses. La introducción del euro, facilita el intercambio tanto de bienes como de servicios entre los países participantes, logrando así, la consolidación del mercado único de la Unión Europea (UE).

8. El **Eurosistema:** conformada por el BCE y los bancos centrales nacionales de los doce países de la zona, donde el BCE representa el eje central de la entidad. Ésta fue creada con el objetivo principal de mantener la estabilidad de los precios en la zona, salvaguardando el poder adquisitivo de la nueva moneda.

9. El **BCE**, al ser creado en 1998, se cataloga como uno de los bancos centrales más jóvenes a nivel mundial; es el garante de la estabilidad de precios en la zona del euro, y controla los stocks y los flujos

puede ver como una etapa de consolidación del marco regulatorio del mercado de valores. Además, se caracterizó por la reducción del número de puestos de bolsa, emisores y sociedades administradoras de fondos de inversión y operadoras de pensiones; contrariamente, los retiros de participantes se dan ordenadamente, muchos definidos por los procesos de fusiones, adquisiciones y liquidaciones de los bancos relacionados con los grupos financieros a los que también pertenecían algunos de los participantes que se han retirado del mercado.

9. Año 2010: El vicepresidente Luis Liberman conformó una comisión para determinar las necesidades en el mercado de valores.

10. Año 2011: El grupo de trabajo, por medio del Banco Central, pide realizar un diagnóstico del mercado de valores. Este fue realizado por especialistas del Banco Mundial y se vislumbraba, como una labor inevitable, una reforma legal.

11. Año 2012: El presidente del Banco Central da los primeros resultados de la asesoría del Banco Mundial en donde se enlista un cambio legal y además ajustes por la vía de los reglamentos y Superintendencia.

El Gobierno emitió un decreto ejecutivo declarando de interés público y nacional el desarrollo del mercado de valores costarricense. Además, se creó el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con el fin de asesorar a la Segunda Vicepresidencia de la República tanto en el diseño, aprobación, implementación, monitoreo como en la evaluación de un plan de ruta estratégica para el desarrollo del mismo.

Es presentado y aceptado por Liberman el documento “Ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores”.

12. Año 2013: El Banco Central contrató a un experto internacional, con el fin de profundizar y avanzar en el tema de compensación y liquidación.

El Consejo pretendió tener listo a finales del mes de noviembre el borrador completo del proyecto de la ley del mercado de valores.

13. Año 2014: El Consejo debió tener el proyecto de ley listo, discutido y consultado con los diferentes sectores para los primeros meses del 2014; y una vez concluido este proceso se enviaría a la Asamblea Legislativa.

de billetes y monedas en euros. Garantiza el volumen de bienes y servicios que el ciudadano puede adquirir, y para cumplir con este objetivo, el BCE trabaja en conjunto con los bancos centrales de los países participantes, con el fin de aplicar una política monetaria única dirigida a fomentar la estabilidad en la zona del euro.

10. Para el año 2000 se creó un segmento especial de negociación en las Bolsas Españolas, el “Nuevo Mercado”, el cual es destinado a la contratación de valores pertenecientes a empresas de sectores tecnológicamente punteros, por el producto final, por el proceso productivo o por la realización de actividades con alto potencial de crecimiento.

11. En el 2006, Bolsas y Mercados Españoles debutaron en Bolsa. Con este inicio bursátil se abre a un nuevo ciclo de futuro, que significa una transformación hacia un nuevo tipo de entidad más transparente, líquida, dinámica, y además dotada de mejor gobierno corporativo en la que, además puede participar el público inversor.

12. El IBEX: a) pertenece a la categoría de los índices más modernos; b) principal índice bursátil de la bolsa de valores española elaborado por las Bolsas y Mercados Españoles (BME); c) engloba a los 35 valores más representativos del mercado español.

13. Crisis financiera 2007: en España hubo un descenso en la actividad económica, y “el Estado tuvo que tomar las riendas de la acción estabilizadora del sector público. La caída del PIB, la orientación fuertemente expansiva de la política fiscal discrecional y la financiación de medidas para atenuar la restricción en las condiciones de financiación, elevaron fuertemente, y de forma acelerada, la necesidad de endeudamiento del Estado.”

14. Año 2010: el mercado percibió que la carga asumida por los gobiernos de los países europeos en apoyo de la demanda privada asumía una senda de insostenibilidad, y que lo que inicio como una crisis económica pasaba a ser una crisis de deuda soberana. Los problemas en cuanto a liquidez y solvencia de un miembro de la Zona Euro acapararon la atención, por lo que muchos inversores y creadores de opinión relacionaron esos problemas a la zona euro en general. Es por ello que los gobiernos de la zona euro, decidieron reducir fuertemente el déficit público, para estabilizar el endeudamiento e incrementar la confianza de los inversores.

Los sistemas financieros de la eurozona, eran aún vulnerables a las tormentas financieras que amenazaban la recuperación económica y debilitaban los presupuestos de los gobiernos.

15. Año 2015: Se aprobó del texto Refundido de la Ley 24/1998 del MV (LMV), donde se integran y sistematizan un conjunto de normas con rango de ley relativas a los mercados de valores producidos desde la entrada en vigor de la Ley mencionada, en la cual descansa el funcionamiento del MV. “El nuevo texto refundido facilitará la incorporación de nuevas e inminentes reformas futuras”

Las nuevas normas se orientan a la pretensión de crear un mercado europeo: a) con mayor eficiencia, seguridad, transparencia y amplitud, b) con menores costes de emisión y transacción, y c) proporcionando a los demandantes y oferentes de productos de inversión actuar con más confianza en un ámbito común mucho más amplio.

16. Durante los años siguientes a la crisis que comenzó en 2007, los mercados de capitales han permanecido bien ancladas y han reforzado su papel como proveedores de liquidez y de información puntual sobre los precios de los activos, incluso en las condiciones más extremas.

Los próximos años van a estar marcados, especialmente en Europa y en España en particular, por la necesidad de impulsar el cambio en el modelo de financiación tradicional, con más peso hacia los mercados de capitales. El Gobierno español va dando pasos apoyando las alternativas existentes y creando nuevos mecanismos.

“El mercado de capitales español tiene hoy tamaño, profundidad, eficiencia y nivel tecnológico para cumplir con su cometido en el ámbito de la economía española, europea y mundial y adaptarse a las nuevas regulaciones, a una mayor competencia, mayor diversificación de productos y nuevas estructuras corporativas. Y tendrá un papel relevante a la hora de afrontar la necesaria mejora de la competitividad de nuestra economía. Ya se está convirtiendo, y lo hará todavía más sin duda, en el reflejo de las expectativas generadas por las reformas estructurales, de la confianza o desconfianza en la economía y las empresas españolas tanto por parte de los inversores nacionales como, especialmente, extranjeros.”

Fuente: Elaboración Propia.

Además, con el fin de ahondar más en el tema de estudio y alcanzar uno de sus objetivos más importantes, se analizan los diversos factores que influyen tanto en el Mercado de Valores de Costa Rica como en el Mercado de Valores Español para el periodo mencionado anteriormente. Por lo tanto, a continuación se detallan dichos factores:

4.3.2.1 Factores que obstaculizan el desarrollo del Mercado Accionario en Costa Rica

El mercado accionario costarricense al funcionar basándose en una libre competencia, se encuentra expuesto a una serie de trabas para generar el desarrollo de cada uno de los distintos agentes que intervienen en el mismo. Por lo tanto, a continuación se exponen diversos factores que obstaculizan el desarrollo de dicho mercado:

4.3.2.1.1 Factores que afectan la oferta de acciones

a) Empresa de carácter familiar y cerrado: Las empresas costarricenses tradicionalmente se caracterizan por mantenerse bajo una constitución familiar, donde los altos cargos jerárquicos los ocupan los familiares o en línea de sucesión, hijos de los fundadores. Los empresarios mantienen una mentalidad individualista, y con miedo de perder el control de sus propios negocios.

Dichos empresarios no anhelan abrirse y sobrevivir en el mercado, ni tienen como fin crecer, obtener capital sano y utilidades, debido a que valorizan su negocio con el corazón. La razón del porque los empresarios actúan de dicha manera, y además se les facilitaba la permanencia de la estructura familiar, es debido a que en el pasado las empresas gozaban de protección por los altos aranceles, facilidades de crédito, entre otros beneficios prestados por el Estado Protector.

Sin embargo, ante la apertura comercial que se vive actualmente, en el mercado sólo sobreviven aquellas empresas que se adapten a dicha corriente y a su vez que se encuentren financieramente fuertes.

b) Ausencia de Sociedades Anónimas de Capital Abierto: La mayoría de las empresas en Costa Rica son de carácter cerrado, ya que las integran pocos accionistas, quienes desean absorber el control de las mismas; siendo ello, una de las principales razones de la ausencia de las sociedades anónimas.

La Ley del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, Ley N° 7201, art. 126-145, establece a las sociedades anónimas a cumplir con ciertas condiciones que las obligan a poseer un mayor número de accionistas, los cuales no podrán adquirir más de un 10% del capital social de la empresa.

c) Escudo fiscal: El sistema tributario establece un beneficio para las empresas que se financian por medio de deuda, lo cual otorga la oportunidad de deducir de su base imponible las cantidades pagadas por intereses. Lo anterior ocasiona la inhibición de la emisión accionaria, ya que dichas empresas encuentran que su financiamiento es más favorable por medio de la deuda, por el escudo fiscal que poseen, que realizarlo por la vía accionaria, al no gozar de ningún beneficio fiscal.

Por esta razón, cabe destacar la evasión de impuestos de los empresarios costarricenses, al buscar como pagan el menor monto posible al Ministerio de Hacienda o a Tributación Directa. La actitud evasiva se debe a que los agentes involucrados consideran que el porcentaje remunerado al fisco es bastante alto, en especial para aquellos que presentan utilidades elevadas y sus gastos son menores.

d) Costos de registro de emisión de acciones: Para que las empresas se financien deben evaluar opciones como la emisión de acciones u obligaciones como medios para adquirir fondos. Dicha elección depende de aspectos como el nivel de apalancamiento aceptable, costo de cada una y el grado de control que se desea poseer sobre la empresa.

En Costa Rica para incrementar el capital se debe realizar un trámite muy oneroso, por ejemplo: en caso de que la empresa desee emitir más acciones adquiere costos legales (registro y honorarios del abogado) muy elevados, y por esta razón es que prefieren otro medio como lo son los certificados de inversión por el menor costo que representa.

e) Ausencia de medios para la colocación y distribución de nuevas emisiones de acciones: En nuestro país se carece de aquellos mecanismos que apoyen a las empresas en la venta de sus acciones, donde por medio de los cuales se alcanza colocar la emisión de los títulos en el público, ofreciendo a su vez mayor seguridad, confianza a la sociedad, y agilizar las transacciones dentro del mercado de capitales, volviéndolo más eficiente.

f) Baja rentabilidad y mayor riesgo de las acciones vs. los títulos de deuda: Para los inversionistas no es tan atractivo el rendimiento que ofrecen los títulos accionarios como el que otorgan los títulos de deuda (proporcionan una renta fija y confiable a corto plazo al inversionista.). Ya que entre más riesgo mayor es la rentabilidad esperada, lo cual no se cumple debido a la desconfianza e inseguridad que sienten los inversionistas en colocar su dinero en sociedades anuentes a quebrar, entre otras cosas.

g) Falta de interés por parte de los intermediarios bursátiles para desarrollar el mercado accionario: El desarrollo de la colocación de acciones no ha sido prioridad para los intermediarios. Tanto en la Bolsa como en la Comisión Nacional existe un desorden, el cual hace que carezca la agilidad para

proporcionar la información requerida por los inversionistas potenciales, haciendo que los mismos no logren determinar las mejores alternativas de inversión. La falta de capacitación al personal en materia accionaria, hace aún más complicado brindar información y asesoría al inversionista.

h) Falta de transparencia y renuencia a publicar la información financiera: Las empresas al no ofrecer la información que necesitan los inversionistas para tomar sus decisiones, éstos busquen otras alternativas para colocar sus recursos. Por otro lado, existen las empresas de carácter familiar o cerradas, que para protegerse no desean publicar su información al fisco, al banco o a auditores, por temor a la competencia.

Todo lo mencionado anteriormente obstaculiza el desarrollo del mercado, debido a que para emitir acciones las empresas requieren revelar su información, además de los acontecimientos relevantes en su actividad, con el objetivo de que los inversionistas puedan hacer sus mejores elecciones de inversión.

i) Inexistencia de un mercado de capitales desarrollado: En el mercado costarricense prevalecen las transacciones de CP, orientado hacia los títulos de renta fija, los cuales son los preferidos por los inversionistas; por el contrario los títulos de largo plazo son poco demandados, por lo tanto no poseen tanta importancia en nuestra economía, debido a que a los costarricense les genera más atractivo invertir en aquello que les genere renta inmediata.

Por esta razón, la falta de mercados de capitales es una de las razones más importantes por lo que el mercado accionario no se ha desarrollado, debido a que en nuestras bolsas lo que se visualiza son mercados de dinero a corto plazo. Por ello, se deduce que el progreso del mercado de acciones se logra directamente con el desarrollo del mercado de capitales.

j) Ausencia de herramientas para la fijación del precio de las acciones: Al no existir un mercado de acciones afianzado, el mercado de valores costarricense presenta ineficiencias, haciendo a su vez que el valor de las acciones no refleje el valor real que las mismas adquieren en el pasar del tiempo. Los entes reguladores del mercado accionario, no poseen mecanismos estandarizados para evaluar si el valor de las acciones es el real. Por esta razón, cada una de las sociedades se autovalorizan por medio de sus propios instrumentos, y llegando en diversas ocasiones a la sobrevaluación o subvaluación del precio de las acciones en dicho mercado.

k) Participación excesiva del sector público como emisor: Con el déficit fiscal nacional, el gobierno recurre de manera frecuente al mercado de valores, con el fin de hacerle frente a sus actuales

compromisos; se ha visto en la necesidad de emitir títulos públicos para financiar la mayor parte de sus proyectos y hacer pago de sus obligaciones, con ello ocasiona una saturación de títulos públicos dentro del mercado bursátil, compitiendo directamente con los emisores privados, principalmente con respeto a tasas de interés.

El inversionista costarricense con su cultura cortoplacista y aversión al riesgo, se inclina a la inversión de títulos públicos, ya que poseen respaldo del Gobierno, por lo tanto son cero riesgo, lo cual ocasiona una desestimulación en participar en títulos del sector privado.

l) Poca cultura bursátil: La información transparente y oportuna juega un papel indispensable para que el mercado accionario se desarrolle sólida y eficientemente, para alcanzar la confianza de los participantes. La información periódica no es suficiente, ya que deben considerar como el inversionista la administra para así tomar sus decisiones. Lo que hace falta es mayor fuerza en la información y estimular al público para que se involucre, y así lograr alcanzar una cultura bursátil en nuestro país, donde los ciudadanos estén alertas de lo que sucede en la economía tanto nacional como internacional, o que se cuestionen más y busquen mayor información financiera.

4.3.2.1.2 Factores que afectan la demanda de acciones

a) Iliquidez del mercado: El mercado de valores de nuestro país no ofrece la liquidez que se requiere para lograr el desarrollo de un mercado accionario ágil y eficiente. La escases de liquidez para las acciones, es una de la principales razones por las que no existe un mercado secundario donde puedan acudir los tenedores de acciones en caso de que deseen convertir sus títulos de manera rápida; caso contrario sucede con los títulos de deuda, ya que si poseen liquidez en dicho mercado.

b) Ausencia de herramientas para la fijación del precio de las acciones: El procedimiento de la valoración de las acciones por medio de los intermediarios bursátiles presenta una escaza metodología idónea, lo que hace que el inversionista deba verse en la necesidad de buscar sus propios mecanismos para su valoración o a colocar sus fondos en otras alternativas debido al desconocimiento de los mismos.

c) Insuficiencia en la protección legal para el inversionista minoritario: En el transcurso de los años el ordenamiento jurídico de nuestro país no incluye los derechos de las minorías, y al encontrarse las sociedades anónimas regidas por pocos accionistas, el inversionista minoritario se siente totalmente desprotegido, debido a la poca participación que tienen en las decisiones de la empresa; todo ello en

consideración de que quienes poseen el poder económico y la mayoría de las acciones controlan la empresa y las decisiones más importantes para el desarrollo de ésta.

El Código de Comercio contempla derechos para los accionistas con un pequeño porcentaje en la sociedad anónima. Con los cambios producidos en la LRMV, se contemplan diversos derechos para los accionistas minoritarios. Sin embargo, dichos derechos en la mayoría de los casos no pueden ser aprovechados, debido a que el requisito del porcentaje de participación accionaria para hacerse merecedor de los mismos es muy elevado.

d) Inflación: En nuestro país la política monetaria que ha predominado en los últimos años ha sido inflacionaria, lo que proyecta un efecto negativo en el desarrollo del mercado de capitales. Por lo tanto, debido a esta situación, la posibilidad de que los ahorrantes coloquen sus fondos excedentes en títulos de LP disminuye, ya que por el alza de los precios, los rendimientos generados se ven afectados de manera significativa con el transcurrir del tiempo. Por esta razón, se produce un desequilibrio en la distribución de los ahorros beneficiando la inversión de CP.

e) Escasa demanda externa: En el mercado interno no existen las condiciones para crear una demanda de acciones, por ello una alternativa es buscar recursos externos; sin embargo, en Costa Rica existen ciertas limitaciones para la inversión extranjera. Además, debido a la pequeñez del mercado y de las empresas, y a la falta de información apropiada, resulta sumamente complicada la venta de emisiones de acciones por parte de las sociedades costarricenses a los inversionistas extranjeros.

f) Reinversión de las utilidades por parte de las empresas: “Muchas de las empresas acostumbran reinvertir una parte de las utilidades lo que limita la adquisición de acciones a quienes pretenden obtener un flujo de liquidez cada cierto plazo, por lo cual preferirán invertir en títulos que aunque les ofrezcan un menor rendimiento, les aseguran en un determinado plazo una entrada de efectivo.” (Ferrer et al, 1997, p.194)

g) Suministro de información y confianza de los inversionistas: Para que todo funcione bien en el mercado, se requiere que el inversionista obtenga información oportuna, adecuada, suficiente y transparente de la empresa en la cual desea invertir.

En nuestro país, uno de los principales problemas es que los inversionistas no se encuentran acostumbrados a localizar e interpretar la información referente a la empresa o a los títulos en los cuales invertirá. Y por motivo del escaso desarrollo de nuestro mercado accionario, no se ha requerido

el establecimiento de leyes que cumplan tanto la función de regular como de sancionar la presentación o el uso inadecuado de la información.

4.3.2.2 Factores que apoyan el desarrollo del Mercado de Valores Español

El MV español, es una parte fundamental del sistema financiero de dicho país, logrando un desarrollo y una complejidad substancial, sin dejar de lado el cumplimiento de la eficiencia y la satisfacción de todos los involucrados. Además, no solamente produjo un cambio en el aspecto económico, sino que ha transformado los aspectos culturales y sociales del país. Por esta razón, cabe mencionar los diversos factores que apoyan al desarrollo de dicho mercado:

4.3.2.2.1 Inversores extranjeros y familias

“Dentro del conjunto de factores que han impulsado el rápido desarrollo de los mercados de valores destaca el papel que han asumido los inversores no residentes y las familias españolas como demandantes finales de valores negociados en mercados.” (Alejandro, 2011, pp.55-56.)

Ambos grupos han determinado en desarrollo del mercado de capitales en el periodo de los últimos 30 años. Dichos inversores extranjeros fueron protagónicos entre el año de 1985 y 1995.

La economía se adapta a flujos de capital externo bastante intensos, donde sus proyecciones se destacan positivamente en el ámbito de la modernización financiera; además se indica, que los flujos de ahorro externo hacia este país se decantan progresivamente por la inversión en valores. Los inversores no residentes han sido un importante suministrador de financiación para cubrir el alto déficit público. Ante ello, la existencia de un mercado de deuda activo, donde los agentes nacionales asisten para garantizar la adecuada liquidez, es lo que engendro confianza entre los inversores no residentes, colaborando a erradicar efectos adversos en el lapso de las crisis monetarias de los años de 1992 y 1993.

Con respecto a las familias españolas, la modificación de sus hábitos financieros durante las últimas décadas, reflejaron consecuencias beneficiosas para el sistema financiero, y además fue uno de los factores principales para el impulso de los mercados de valores. Se ha observado un crecimiento substancial del patrimonio financiero, pero lo esencial es el cambio en la composición del ahorro de las familias, el cual se apertura paulatinamente hacia nuevos instrumentos desde formas tradicionales de ahorro; donde se destaca el desplazamiento hacia fórmulas de inversión colectiva, fondos de inversión, seguros de vida y pensiones, y hacia la propiedad directa de los denominados activos financieros, los cuales suponen una enérgica demanda para los valores de renta fija y variable cotizados en los mercados.

“Los nuevos hábitos financieros de las familias traen consecuencias beneficiosas para el sistema financiero en su conjunto: consolidan importantes volúmenes de ahorro institucional cuyo destino natural son los mercados de valores, que se ven impulsados en liquidez y eficiencia, cambian las formas de remuneración del ahorro de las familias haciéndose paulatinamente más sofisticadas e impulsan la cultura financiera.” (Alejandro, 2011, pp. 56-57) (Zoido, (sf), p.76.)

4.3.2.2.2 Las compañías, protagonistas como emisores

La evolución de la economía y del sistema financiero del país durante las últimas tres décadas, se ha producido de forma paralela a la consolidación de un grupo de empresas punteras, las cuales se convirtieron en el núcleo resistente de la economía de España, además han hallado en los mercados de valores un espacio natural de desarrollo por dónde pueden proyectarse, a escala internacional en gran cantidad de casos. Dichas compañías poseen un accionariado amplio y a su vez diversificado, en la mayoría de los casos de tipo extranjero, y aprovechadoras del potencial y de las diversas oportunidades ofrecidas por la progresiva demanda de valores cotizados en los mercados de valores, con el fin de consolidar una posición sostenidamente competitiva a LP.

La atracción del ahorro y de los accionistas no residentes es mérito de las compañías, las mismas poseen planes de expansión consistentes y una gestión orientada. Sin embargo, también los mercados de valores, con su modelo de mercado se han adaptado técnica y operativamente, con el objetivo de ser capaz de facilitar el proceso. “En una economía como la española sólo con el ahorro interno, y sin unos mecanismos eficientes de canalización de ingentes flujos de capital en busca de oportunidades de inversión, no hubiera bastado para transformar a muchas compañías en las multinacionales que hoy son.” (Alejandro, 2011, pp. 56-57) (Zoido, (sf), p.76.)

4.3.2.2.3 El papel de la tecnología

En las últimas décadas, el aspecto de la tecnología se ha convertido en un factor vital en el desarrollo de los mercados de valores a nivel internacional; por ello, en los últimos 25 años las Bolsas y los mercados de capitales han efectuado importantes inversiones en el ámbito de la tecnología, la gestión y el conocimiento, con el fin de velar por los siguientes aspectos: la transparencia, eficiencia, equidad del mercado y protección de los derechos de los inversores. La regulación europea actual se inclina a favorecer la competencia dentro del sector de servicios financieros y la proliferación de plataformas electrónicas de negociación, lo que conforma el marco donde los mercados regulados hallaron el reconocimiento a las ventajas comparativas del modelo debidamente construido.

El desarrollo de las comunicaciones junto al grupo de aplicaciones tecnológicas, han modificado tanto las prácticas como la operativa en los mercados a conveniencia de nuevas maneras de participación de los diversos operadores y agentes. La existencia de mecanismos crecientemente automatizados se refleja en: aparición de nuevos servicios, facilidades para los miembros, emisores e inversores, y lo más importantes apoya en los avances referentes a la transparencia y la liquidez de los mercados.

Por lo tanto, la Bolsa Española y los mercados de valores regulados españoles se esfuerzan para disponer tanto de la tecnología más moderna como de un equipo humanamente capaz de diseñarla y a la vez desarrollarla, y así ofrecer el más óptimo servicio a sus usuarios. “La Bolsa española fue, en 1989, una de las primeras del mundo en disponer de un sistema electrónico de negociación.” (Alejandro, 2011, p.57)

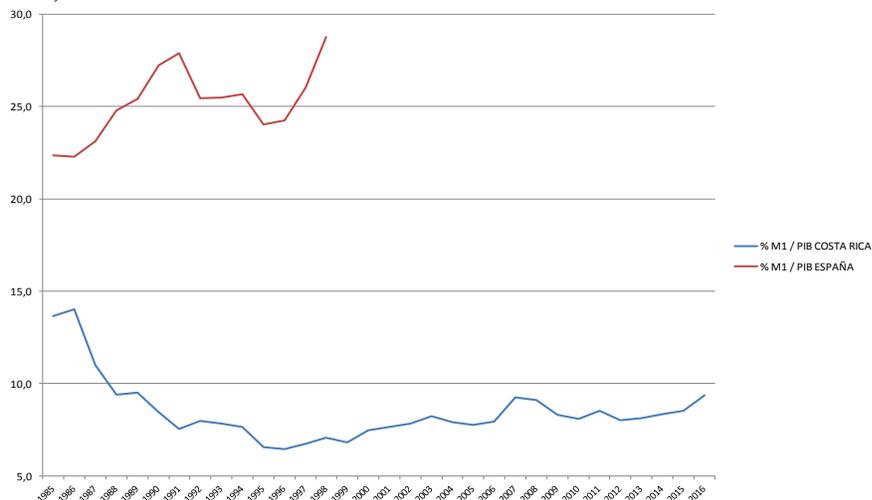
4.3.3 Indicadores Financieros Costa Rica vs. España

A continuación se presenta un análisis comparativo de los indicadores establecidos tanto para el Mercado de Valores de Costa Rica como para el Mercado de Valores de España en un periodo de 1985-1998, los cuales son: M1/PIB y M2/PIB.

Se debe aclarar que el periodo del análisis comparativo es de 1985-1998, ya que los datos de España para los años de 1999 hasta el 2008 no se encuentran a disposición de los usuarios, como se indico en el apartado de indicadores financieros de España, en el Capítulo IV.

El siguiente gráfico y cuadro proyectan la relación entre M1 vs. PIB nominal tanto de Costa Rica como de España para el periodo indicado anteriormente; éste muestra que proporción representa el dinero en circulación (incluyendo el M0) junto con los depósitos corrientes (cantidades que tienen los ciudadanos accesibles para gastar) del ciudadano con respecto al PIB nominal o a precios corrientes, es decir con respecto al valor monetario de todos los bienes y servicios de consumo final producidos por una economía durante un periodo determinado de tiempo (trimestre, semestre o un año).

Gráfico 11.
Indicador: M1 vs. PIB nominal de Costa Rica y España
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia según información de la Bolsa Nacional de Valores, del BCCR, el Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de España.

Cuadro 9.
Indicador: M1 vs. PIB nominal de Costa Rica y España
(Valores absolutos y porcentuales)

Indicadores Financieros de Costa Rica y España				
	M1 / PIB COSTA RICA	% M1 / PIB COSTA RICA	M1 / PIB ESPAÑA	% M1 / PIB ESPAÑA
1985	0,136	13,6	0,224	22,4
1986	0,140	14,0	0,223	22,3
1987	0,110	11,0	0,231	23,1
1988	0,094	9,4	0,248	24,8
1989	0,095	9,5	0,254	25,4
1990	0,085	8,5	0,272	27,2
1991	0,076	7,6	0,279	27,9
1992	0,080	8,0	0,255	25,5
1993	0,078	7,8	0,255	25,5
1994	0,076	7,6	0,257	25,7
1995	0,066	6,6	0,240	24,0
1996	0,064	6,4	0,242	24,2
1997	0,067	6,7	0,260	26,0
1998	0,071	7,1	0,288	28,8
1999	0,068	6,8		
2000	0,075	7,5		
2001	0,077	7,7		
2002	0,078	7,8		
2003	0,082	8,2		
2004	0,079	7,9		
2005	0,078	7,8		
2006	0,079	7,9		
2007	0,092	9,2		
2008	0,091	9,1		
2009	0,083	8,3		
2010	0,081	8,1		
2011	0,085	8,5		
2012	0,080	8,0		
2013	0,081	8,1		
2014	0,083	8,3		
2015	0,085	8,5		
2016	0,094	9,4		

Fuente: Elaboración Propia según información de la Bolsa Nacional de Valores, del BCCR, el Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de España.

Por lo tanto, en el mismo se puede observar cuanto difieren tales indicadores, ya que el M1/PIB nominal español duplica y en casos hasta triplica el M1/PIB nominal de nuestro país en el periodo contemplado.

En dicho gráfico para el indicador M1/PIB n español el nivel superior se encuentra representado el año 1998 con un valor de 28,8%, y el nivel inferior con un puntaje de 22,3% para el año de 1986. Con

respecto a la relación M1/PIB n costarricense, el nivel máximo es reflejado por 14% en el año 1986, y diez años más tarde encontramos el nivel mínimo representado por 6,4%. Por lo tanto, se denota que el valor más representativo de dicha comparación lo obtuvo el Mercado de Valores Español y el menos representativo el Mercado de Costa Rica.

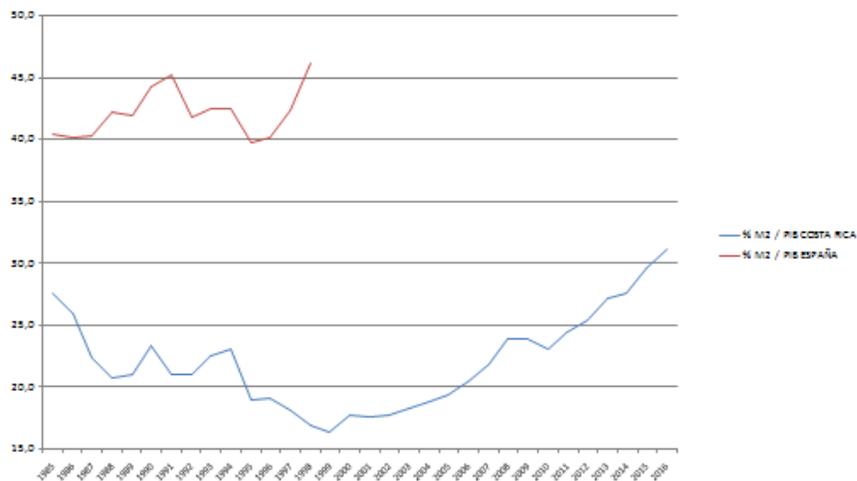
Por otro lado, el gráfico N° 12 y el cuadro N° 10 muestran la relación del M2/PIB nominal tanto de Costa Rica como de España en el periodo establecido anteriormente; donde M2, representa la sumatoria de “M1 y el cuasi dinero en moneda nacional” (BCCR), es decir M1 adicionándole los depósitos en cuentas de ahorro y los de plazo fijo, obteniendo así una cantidad mayor, denominada liquidez monetaria.

En éste se puede observar que el comportamiento de dicho indicador es igual que el indicador anterior, ya que la relación de M2/PIB n de España duplica al M2/PIB n de Costa Rica durante la totalidad del periodo.

El nivel superior para la relación de M2/PIB n de España se encuentra representado en 1998 por un valor de 46,2%, y el nivel inferior con un puntaje de 39,8% en el año de 1995. Con respecto a la relación M2/PIB n de Costa Rica, el nivel máximo es reflejado por 31,2% en el año 2016, y en 1999 encontramos el nivel mínimo representado por 16,4%.

Por lo tanto, para dicho indicador el nivel más representativo se encuentra en el país Español y el menos representativo en Costa Rica.

Gráfico 12.
Indicador: M2 vs. PIB nominal de Costa Rica y España
(Valores porcentuales)



Fuente: Elaboración Propia según información de la Bolsa Nacional de Valores, del BCCR, el Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de España

Cuadro 10.

Indicador: M2 vs. PIB nominal de Costa Rica y España (Valores absolutos y porcentuales)

Indicadores Financieros de Costa Rica y España

	M2 / PIB COSTA RICA	% M2 / PIB COSTA RICA	M2 / PIB ESPAÑA	% M2 / PIB ESPAÑA
1985	0,276	27,6	0,405	40,5
1986	0,260	26,0	0,401	40,1
1987	0,224	22,4	0,403	40,3
1988	0,207	20,7	0,422	42,2
1989	0,210	21,0	0,420	42,0
1990	0,233	23,3	0,443	44,3
1991	0,210	21,0	0,453	45,3
1992	0,210	21,0	0,418	41,8
1993	0,226	22,6	0,425	42,5
1994	0,230	23,0	0,426	42,6
1995	0,189	18,9	0,398	39,8
1996	0,191	19,1	0,402	40,2
1997	0,182	18,2	0,423	42,3
1998	0,169	16,9	0,462	46,2
1999	0,164	16,4		
2000	0,178	17,8		
2001	0,176	17,6		
2002	0,177	17,7		
2003	0,183	18,3		
2004	0,189	18,9		
2005	0,193	19,3		
2006	0,204	20,4		
2007	0,219	21,9		
2008	0,239	23,9		
2009	0,239	23,9		
2010	0,231	23,1		
2011	0,245	24,5		
2012	0,254	25,4		
2013	0,272	27,2		
2014	0,276	27,6		
2015	0,296	29,6		
2016	0,312	31,2		

Fuente: Elaboración Propia según información de la Bolsa Nacional de Valores, del BCCR, el Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística de España y Banco de España.

Además, se puede observar que los datos representados en el gráfico N° 10 (M2/PIB n) se diferencian de los datos mostrados en el gráfico N° 9 (M1/PIB n), en cuanto son mayores tanto para Costa Rica como para España (tomándose como referencia los niveles inferiores y superiores de las relaciones mostradas en los dos gráficos anteriores), por lo tanto se demuestra que el indicador M2/PIB n es más representativo en el ámbito financiero para ambos países.

En resumen, considerando tanto los rubros cualitativos como los cuantitativos de este capítulo, cabe indicar cuan notoria es la diferencia en la mayoría de los aspectos entre los Mercados de Valores de Costa Rica y España, por ejemplo en cuanto a su pensamiento, estructura, composición interna y externa, perspectivas, y así como los instrumentos, metodologías y tecnología utilizadas para lograr los objetivos propuestos por dichos mercados.

Además, se logra visualizar cuan contradictorios se encuentran ambos mercados en cuanto a la cultura financiera impartida a la sociedad, ya que toda transformación en cualquier ámbito inicia con una transparente información hacia sus usuarios, logrando así una simetría de la misma, y la unión de los involucrados, no la fragmentación del mercado. Otro rubro que es importante destacar es en cuanto a la tecnología, ya que ésta debe ser de alta calidad y ser aplicada eficientemente, con el fin de ser más atractivo para la inversión extranjera directa, protegiendo en primera instancia a los inversores.

4.4 Recomendaciones

Con el fin de dar seguimiento a la investigación realizada, se procede a brindar una serie de recomendaciones que proporcionarán una guía tanto para el desarrollo del Sistema Financiero como para el Mercado de Valores de Costa Rica.

- Se debe considerar que la existencia de un sector financiero ágil y competitivo ayuda a mejorar la productividad de la economía, ya que de este modo los agentes podrán disponer de mejores servicios, mayor rapidez para efectuar transacciones y costos de intermediación menores.
- Un buen funcionamiento del sistema legal e institucional facilita la operación del mercado y de los intermediarios, ya que juega el rol central en determinar la provisión de servicios financieros que promuevan el crecimiento.
- Debido a la importancia que tiene el MV, es necesario que este mercado cuente con una estructura adecuada, para cumplir sus funciones eficientemente y a su vez promover su desarrollo a nivel nacional e internacional. Para ello existen organismos internacionales especializados que han establecido estándares y recomendaciones con el fin de fomentar mercados altamente competitivos. Por lo tanto, se deberían considerar para lograr el desarrollo de nuestro Mercado de Valores.
- Corresponde a los diferentes intermediarios, especialmente a la máxima autoridad la cual es la Comisión Nacional de Valores, tomar las medidas necesarias para incentivar a que las empresas acepten el reto y acudan al mercado con el fin de buscar recursos de capital para financiar sus proyectos tanto de inversión como de crecimiento.
- Los puestos de bolsa nacionales deberían: presentar una mayor capacidad de asesoramiento y convencimiento frente a los inversionistas, conceptualizar al sector productivo como sus clientes, y tratar de eliminar que el sistema financiero-bursátil se encuentre centralizado en el sector público, ya que ello representa una dependencia peligrosa que solamente al trabajar en equipo con el sector privado se reduciría.
- En nuestro sistema financiero debe existir un esfuerzo conjunto de todos los sectores involucrados, cambiando así la cultura cortoplacista por una de inversión a LP, con mayor riesgo y la posibilidad de ganancias o pérdidas.

- Por otro lado, a continuación se presentan las acciones del plan de ruta estratégica, las cuales deben ser consideradas como recomendaciones para el desarrollo del mercado de valores costarricense:

a) Mayor acceso y apertura del mercado local e internacional

Brindar acceso y democratización de los mercados, y el uso de las redes bancarias para la promoción de los servicios ofrecidos tanto por los puestos de bolsa como por las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

La apertura y a su vez la integración del mercado de valores de nuestro país con otros de la región es de suma importancia, asumiendo con urgencia el proyecto de conformación de la Asociación de Mercados Centroamericanos AMERCA y llegar a ser parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), por medio de la creación de un equipo a nivel gerencial de la SUGEVAL y la Bolsa que formule y gestione los requerimientos legales, con el fin de permitir el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros.

La apertura de los mercados de deuda para que los inversionistas institucionales y entidades reguladas tengan acceso directo por medio de la creación de mercados abiertos regulados.

b) Fortalecimiento y mejora de regulación y supervisión

“El CONASSIF y las Superintendencias deben crear una relación más orgánica y eficaz, mediante la adopción conjunta de un plan estratégico y de actividades. Se deben establecer procesos para la expedición de regulación efectivo y socializado con los agentes fiscalizados, en el que la conveniencia y la relación costo / beneficio sea un elemento estructural del mismo, y aclarando los alcances de la competencia regulatoria del CONASSIF.” (Brenes y Martínez, 2014, p.41)

El CONASSIF, debe fortalecer la estructura para desarrollar sus funciones tanto de regulador, administrador como de juez de segunda instancia, en forma más eficiente y eficaz.

Referente a la Bolsa, la propuesta se orienta a su desmutualización, por medio de un cambio en el régimen de propiedad, promoviendo la participación de los inversionistas como accionistas, y poder tener inversiones en entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras.

Institucionalizar en la SUGEVAL la labor educativa dirigida al público, con el apoyo adicional de la industria. Además, que la supervisión de conductas sea responsabilidad de la misma.

Acreditar profesionales que laboren en distintas actividades relacionadas con el sector.

a) Mejora y diversificación de productos

Con respecto a la deuda pública, se debe mejorar la coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda como emisores soberanos, hasta que se defina la opción de un único emisor soberano o los mecanismos para realizar las emisiones.

Referente a los bonos, los vehículos de inversión colectiva y las acciones, se propone entre otras cosas la coordinación de los esfuerzos entre el Estado y el sector privado, con el fin de promover el emprendimiento y empresas en proceso.

- Según la Comisión Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y Segunda Vicepresidencia de la República, en el mercado de valores se deben impulsar para su desarrollo políticas sobre lo siguiente: “a) La adecuada protección al inversionista; b) La efectiva gestión de los riesgos; c) El mayor y mejor acceso de los inversionistas al mercado; d) La eficiente organización de los mercados para la negociación de valores; e) La efectiva organización y relaciones entre las instituciones públicas y privadas que tienen incidencia sobre el mercado de valores; f) La mayor liquidez, profundidad y formación de precios de mercado; g) Los adecuados mecanismos de oferta y negociación de valores internacionales en Costa Rica; h) Las pertinentes políticas de integración a los mercados internacionales; i) La mayor profesionalización de los diferentes participantes del mercado; j) Mayores alternativas de inversión y la promoción de la innovación; k) Las mayores posibilidades de financiación para el sector privado y público, tanto en el corto como en el largo plazo.”
- Por lo tanto, en resumen en nuestro Sistema Financiero, entiéndase a su vez Mercado de Valores, se requiere realizar las siguientes modificaciones:
 - a) Incrementar una cultura financiera en la sociedad costarricense, con el fin de recuperar la confianza de los participantes del mercado, o incentivar a que los costarricenses realmente se interesen por conocer más sobre dicho mercado.
 - b) Se debe aumentar la capacitación hacia el personal que labora en los puestos de bolsa, con el fin de: adquirir mayor conocimiento, brindar mejor asesoría a los inversionistas, y velar tanto por la transparencia, eficiencia, equidad del mercado como por la protección de los derechos de los inversores.
 - c) Otro de los factores vitales en el desarrollo de los mercados de valores es la tecnología, por ello, se deben efectuar importantes inversiones en la misma, ya que de ella depende la velocidad, consistencia, oportunidad, seguridad y a su vez la confianza en la que se pueden realizar miles de transacciones cada día.

CONCLUSIONES

Concluida la presente investigación, donde se analiza el Sistema Financiero y el Mercado de Valores de Costa Rica, en especial los factores que explican el débil desarrollo de este mercado en el periodo de 1985-2016; además se realiza una comparación del funcionamiento del Mercado de Valores de Costa Rica con el Mercado de Valores Español; dado lo anterior se procede a exponer las siguientes conclusiones:

1. Generales

- La Organización Internacional de la Comisión de Valores (OICV), la cual “es el organismo internacional líder de los reguladores de los mercados de valores. Sus miembros actuales son organismos reguladores de 91 países cuya responsabilidad es la regulación y la aplicación de sus leyes.” (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 1998, p. 1)

El preámbulo de los Estatutos de la OICV indica: las autoridades de valores deciden cooperar juntas con el fin de asegurar una mejor regulación de los mercados a nivel nacional e internacional, para mantener unos mercados justos y eficientes.

- Los sistemas financieros más desarrollados influyen de manera positiva en el crecimiento económico de un país, siendo para este último poco relevante si el desarrollo global de los sistemas financieros viene de la banca o del mercado bursátil.

2. Costa Rica

- El buen funcionamiento del Sistema Financiero de Costa Rica es fundamental para el crecimiento de nuestra economía, ya que representa el medio que permite de manera eficiente la asignación de capital, al relacionar el ahorro y la inversión. El proceso de globalización ha obligado a nuestro Sistema Financiero a buscar un sistema bancario y bursátil tanto dinámico como competitivo. Sin embargo, el rezago funcional es notorio cuando se compara nuestro sistema con el de otros países desarrollados, lo que ha restringido al sector financiero y ha incentivado la fuga del capital extranjero.
- En nuestro país la máxima autoridad del SF la constituye el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), el cual dota de uniformidad e integración a las actividades de regulación y supervisión del Sistema, ejerce el mejor control sobre el mismo y sobre las distintas

superintendencias, y aprueba los reglamentos aplicados al sistema y las políticas generales que rigen a las superintendencias.

- Nuestro Sistema Financiero se encuentra concentrado en la banca y de poco desarrollo bursátil; los bancos estatales prevalecen como los entes financieros líderes en el mercado, pero no juegan niveladamente con el privado, debido a la garantía estatal y restricciones a la banca extranjera.
- El paternalismo estatal en el Sistema Financiero ha fomentado una mentalidad financiera-bursátil conservadora y caracterizada por la aversión al riesgo. Con ello, en el Mercado de Valores la participación del sector público ha limitado la participación del sector privado y por ende sus posibilidades de crecimiento y competitividad, ya que predomina la inversión en títulos públicos debido al respaldo gubernamental que poseen.
- El Mercado de Valores al ser uno de los componentes esenciales del Sistema Financiero, juega un papel muy importante en el desarrollo económico del país, ya que en dicho mercado interactúan oferentes y demandas de recursos, los cuales se canalizan hacia el ahorro y la inversión. Las acciones forman parte del mercado de capitales y constituyen una fuente de recursos para el financiamiento de proyectos.
- Este mercado es supervisado y vigilado por La SUGEVAL, en cuanto al funcionamiento de sus participantes; y por otro lado, la Comisión Nacional de Valores procura el desarrollo del mismo, con el fin de fortalecer el mercado de capitales y contribuir así al desarrollo económico y social del país.
- El Mercado de Valores costarricense se ha caracterizado por transar valores de renta fija, implicando poco riesgo y mayor seguridad en el retorno de su respectiva inversión.
Sin embargo, al existir en nuestro país una cultura cortoplacista, proyecta la falta de atracción de las empresas e inversionistas a participar en el mercado, por lo tanto, la utilización del mismo ha sido escasa, además no ha presentado el apoyo necesario para su fortalecimiento a raíz del poco interés de las partes involucradas y a la falta de mecanismos adecuados para estimular el desarrollo del mismo.
- El comportamiento del MV durante el periodo de estudio es el siguiente:
 - a) Existen dudas y poca confianza en que a LP las transacciones financieras vayan a obtener un rendimiento positivo. Esta falta de confianza explica la poca profundización financiera, y el

compromiso de escasos fondos al crecimiento del sistema financiero local, por ello, prevalece el cortoplacismo.

b) La inestabilidad potencial resulta del pequeño tamaño y poca diversificación de la economía nacional, aún si los bancos estuviesen bien diversificados dentro de los sistemas financieros locales, estarían expuestos a shocks, por cambios en el comercio internacional o por catástrofes naturales.

c) Desde mediados de los años ochenta, se han hecho progresos importantes en la calidad y en los instrumentos del manejo macroeconómico, en el proceso de liberalización financiera, y en el mejoramiento de la regulación y supervisión prudencial.

d) Costa Rica no cuenta con un desarrollo financiero congruente con su nivel de desarrollo económico, siempre ha estado muy por encima de lo correspondido según el tamaño de su economía y su PIB, en particular para los indicadores sociales, de esperanza de vida y de desarrollo político.

- Con respecto a la BNV, la misma ha manifestado ser un barómetro de la economía nacional, y además ha permitido resolver necesidades de liquidez, apoyado las disposiciones de carácter fiscal y monetario establecidas por las autoridades gubernamentales durante aproximadamente los últimos treinta años; y a través de su historia ha alcanzado posicionarse, consolidándose cada vez más en el mercado de valores costarricense.
- Por lo tanto, la BNV continúa abriendo espacios a diversos temas para su mejoramiento, uno de ellos es el desarrollo del mercado accionario, ya que existen diversos retos que se enfrentan a futuro, entre ellos se encuentra la atracción de más emisores al mercado accionario, para que así las empresas puedan acceder a capital de largo plazo.
- En cuanto a la legislación y del marco regulatorio, Costa Rica ha registrado dos cambios importantes, los cuales han incidido en el comportamiento del MV y marcando tres etapas claramente definidas desde 1976 a la fecha.

La estructuración de la regulación del MV se ha presentado de diversas maneras. En un principio la regulación de éste partió de un modelo de organización autorregulado (regulación contenida en el Código de Comercio). Posteriormente, a partir de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, basaba en un modelo mixto de autorregulación con supervisión estatal, el cual fue modificado mediante la Ley 7732 a una situación donde no se eliminaba la autorregulación, más bien fortalecía las facultades reguladoras y competencias atribuidas a la SUGEVAL, fortaleciendo con ello tanto la seguridad como la confianza del público inversionista en el mercado bursátil, y así se incentivaría el crecimiento y consolidación del mercado.

- Durante los últimos años en nuestro país ha existido un consenso generalizado entre autoridades del Gobierno, de la regulación y supervisión y de la industria financiera acerca de la necesidad urgente de crear las condiciones adecuadas para que Costa Rica cuente con un mercado de valores que contribuya al crecimiento tanto de la economía, la competitividad, la creación de empleo, como para el bienestar general de los costarricenses.

Es por ello que para el año 2012 las autoridades del Gobierno emitieron un decreto ejecutivo declarando de interés público y nacional el desarrollo del mercado de valores costarricense. Además, se creó el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con el fin de asesorar a la Segunda Vicepresidencia de la República tanto en el diseño, aprobación, implementación, monitoreo como en la evaluación de un plan de ruta estratégica para el desarrollo del mismo. Dicho Consejo es un órgano de apoyo de la implementación de las recomendaciones y acciones contenidas en dicha hoja.

A finales de ese año, es presentado y aceptado por el entonces primer vicepresidente de la República, Luis Liberman el documento “Ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores”, el cual tiene como objetivo lograr el impulso efectivo del mercado de valores para que coadyuve al crecimiento, la creación de empleo, la competitividad y el bienestar general de los ciudadanos.

- En resumen, el mercado de valores actualmente, es más ordenado, pero en lo primordial, mantiene algunas características de los años anteriores, tales como el alto estrujamiento e ínfimo desarrollo del mercado accionario. Además, se observa un avance importante hacia la profundización y la ampliación del vencimiento de los valores transados. Apareciendo a su vez un leve cambio en cuanto a la sensibilidad a eventos externos, evidencia de esto han sido las crisis de los años 2004 y 2008.

Sin embargo, el escaso desarrollo del MV trae consigo una serie de consecuencias para todos los partícipes dentro del mismo, y haciendo que nuestro país requiera cada vez más de otros en mejor situación que la nuestra, con el fin de poder salir adelante.

Por esta razón, nuestro mercado de valores se encuentra lleno de inversionistas desconfiados del sistema, con escasa información financiera y ausencia en la transparencia de la misma, con poca protección, sin herramientas para la práctica, y ante todo con una cultura financiera ausente, donde éstos y muchos otros factores son los que incurren en el desarrollo del mercado de valores costarricense, ocasionando a su vez la falta de interés por ser partícipes del sistema financiero de nuestro país.

3. España

- La evolución de la economía y del Sistema Financiero Español, se ha producido paralelamente a la consolidación de un grupo de empresas punteras (núcleo resistente de su economía), hallando en los Mercados de Valores un espacio natural de desarrollo por dónde pueden proyectarse a escala internacional. Las compañías: poseen un accionariado amplio y diversificado, atraen el ahorro y accionistas no residentes, y poseen planes de expansión consistentes y una gestión orientada.
- El SF español y el MV para los años 70 inician el proceso de homologación con los sistemas de los países más avanzados y por una gradual desregulación.
- Sin embargo, entre los años 80 y 2016 la evolución del SF se enmarca en parámetros de creciente complejidad e importancia, además de un paulatino proceso de desintermediación financiera, refiriéndose a la progresiva sustitución de la intermediación tradicional de las entidades de crédito por la financiación directa a través de los mercados de valores.
- Los 90 se caracterizaron por el crecimiento de la actividad en los MV, y finaliza con otro hito en la historia económica española, el cual es la incorporación a la Unión Monetaria Europea (UME), y además la implantación efectiva de la moneda única (el euro), adoptado como moneda de negociación en los mercados de valores.
- El mercado de valores es uno de los ámbitos más importantes en los cuales la transformación cultural, social y económica ha protagonizado en los últimos 25 años de manera más visible e intensa. Dicho mercado se ha convertido en un pilar esencial del desarrollo económico de España, debido a su capacidad de canalizar importantes volúmenes de financiación por medio de mecanismos que han mejorado en términos de transparencia, liquidez y eficacia.
- La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es la encargada de supervisar el funcionamiento de los mercados de valores en España, buscando un correcto proceso de formación de los precios de los activos financieros, la transparencia de los mercados y la protección de los inversores.
- En los últimos años el mercado de valores ha vivido un firme proceso de consolidación, donde los sistemas técnicos, operativos y de organización en los que se apoya han concedido el importante

crecimiento de su actividad y relevancia. Además, se han canalizado importantes volúmenes de inversión y dotado a los mercados de una mayor transparencia, liquidez y eficacia.

- Uno de los ámbitos más importante es el ámbito corporativo, donde las Bolsas y Mercados Españoles (BME) son la compañía que desde el 2002 gestiona los principales mercados de valores regulados, además de otros sistemas multilaterales de negociación. En una sola compañía las BME integra las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF), el Mercado de Renta Fija (AIAF) e Iberclear, el sistema de registro, compensación y liquidación de valores.
- En cuanto a la Bolsa Española desde hace años figura entre los 10 mercados de valores desarrollados más importantes de todo el mundo, lo cual ha colaborado con el crecimiento y la internacionalización de la economía y las empresas españolas; ya que con la incorporación al euro el mercado de valores español ha crecido con mayor fuerza, aumentando los niveles y canales de financiación puestos a disposición del sistema, entre otras cosas. Además se ha puesto al día y actualizado la regulación en materia de modelo de mercado, protección del inversor, transparencia, e igualdad de acceso para los participantes en un entorno más abierto a la competencia exterior tanto entre las bolsas, sistemas como en las plataformas de negociación.
- Las características del mercado español junto con los importantes volúmenes de contratación registrados en los últimos años, han situado a la bolsa como la cuarta de la Unión Europea y la séptima a nivel mundial. El prestigio de la misma está avalado tanto por la calidad como por el número los participantes en este mercado.
- La Bolsa Española, es una de las primeras a nivel mundial en disponer de un sistema electrónico de negociación (1989) e interconectar 4 plazas de manera simultánea: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. En los últimos años el Sistema Bursátil Español (plat. elect. SIBE) se ha venido adaptando a los nuevos retos y la ampliación de los mercados, y se ha constituido en un espacio tecnológico de intercambio por medio de desarrollos tecnológicos propios e inversiones selectivas.
- La Bolsa de Madrid es el principal mercado de valores de España y uno de los principales centros financieros internacionales; a pesar de que Madrid no era considerada la ciudad más adecuada para la fundación del mercado financiero, debido a que su desarrollo industrial y comercial era inferior al de

algunas zonas de la periferia española. Sin embargo, Madrid era la capital del Reino, y por ello debía ser la sede de sus principales instituciones.

- Uno de los factores vitales en el desarrollo de los Mercados de Valores de España ha sido la tecnología, por ello, se han efectuado importantes inversiones tanto en la misma, como en la gestión y el conocimiento, con el fin de velar por la transparencia, eficiencia, equidad del mercado y protección de los derechos de los inversores.

El desarrollo de las comunicaciones junto a la tecnología, modifican las prácticas y la operativa en los mercados a conveniencia de nuevas maneras de participación de los operadores y agentes. Por ello, la bolsa española y los mercados de valores regulados se esfuerzan para disponer tanto de la tecnología más moderna como del equipo humanamente capaz de diseñarla y a la vez desarrollarla, para así ofrecer a sus usuarios el más óptimo servicio.

- Además, las familias españolas han modificado sus hábitos financieros, reflejando consecuencias beneficiosas para el Sistema Financiero, cambiando la composición de su ahorro, dando a su vez apertura a nuevos instrumentos desde formas tradicionales de ahorro, impulsando así la cultura financiera.

- A pesar de que la crisis financiera inició en Estados Unidos, la misma tuvo causas y consecuencias globales, pero fue gracias a la acción coordinada y contundente de las autoridades económicas de los países desarrollados entre los años 2008 y 2009, como se evitó una nueva depresión; en España hubo un descenso en la actividad económica y por ello el Estado tuvo que tomar las riendas de la acción estabilizadora del sector público.

- Además, a raíz de la crisis financiera y económica desatada desde 2007 y la incorporación de nuevas tecnologías a la negociación de valores, se ha desencadenado un fuerte aumento de la presión regulatoria sobre los MV y el sistema financiero en general.

Las nuevas normas se orientan a la pretensión de crear un mercado europeo: a) con mayor eficiencia, seguridad, transparencia y amplitud, b) con menores costes de emisión y transacción, y c) proporcionando a los demandantes y oferentes de productos de inversión actuar con más confianza en un ámbito común mucho más amplio.

- Dicha crisis ha representado una prueba de esfuerzo para los mercados de valores, de la cual han salido airosos y fortalecidos, como referencia de liquidez y afianzamiento para el sector financiero.

- Sin embargo, los sistemas financieros de diversos países, y particularmente de la eurozona, para el año 2010 eran aún vulnerables a las tormentas financieras que amenazaban la recuperación económica y debilitaban los presupuestos de los gobiernos. Los bancos de Europa eran muy susceptibles debido a su excesiva confianza en la financiación a gran escala.
- El futuro de los mercados de capitales regulados como institución de referencia de la economía de mercado se anticipó brillante en todo el mundo; durante los años siguientes a la crisis que comenzó en 2007, han sido instituciones que han permanecido bien ancladas y han reforzado su papel como proveedores de liquidez y de información puntual sobre los precios de los activos, incluso en las condiciones más extremas.
- En el periodo de crisis, el sistema financiero es el talón de Aquiles de la recuperación económica mundial. Por ello, en la actualidad se debe continuar reparando y reformando dicho sistema, con el fin de hacer que surja uno nuevo más seguro. Se necesita una actuación de los gestores de política económica nacionales y una colaboración a escala global para conseguir este objetivo, con el fin de evitar tener que enfrentar crisis futuras, ya que las anteriores han sido tan costosas tanto en la economía como en el campo social.
- El mercado de capitales español actualmente tiene el tamaño, profundidad, eficiencia y nivel tecnológico para cumplir con su cometido en el ámbito de la economía española, europea y a nivel mundial, y adaptarse a: las nuevas regulaciones, a una mayor competencia, mayor diversificación de productos y nuevas estructuras corporativas. Y tendrá un papel relevante para afrontar la necesaria mejora de la competitividad de su economía.
- En resumen, la estructura actual del MV está “diseñada para soportar volúmenes de transacciones crecientes, ha alcanzado un grado tan importante de flexibilidad que le permite adaptarse y afrontar con garantías los rápidos cambios regulatorios y tecnológicos que se producen en los sistemas económicos y financieros mundiales. Especialmente, a partir de la crisis que comenzó en el verano de 2007 y que dejará huella como uno de los períodos más negativos de la historia.” (Zoido, (sf), p.71)

4. Costa Rica vs. España

- Realizando una comparación con España, se denota que el desarrollo del mercado de valores costarricense ha sido prácticamente nulo, ya que la evolución del mercado español en el mismo periodo ha sido extraordinaria, dado al esfuerzo conjunto de todos los sectores involucrados, cambiando la cultura cortoplacista por una de inversión a LP, con mayor riesgo y la posibilidad de ganancias o pérdidas.
- Diversos son los factores que tanto a nivel de la oferta como de la demanda de acciones, obstaculizan el desarrollo del Mercado Accionario de Costa Rica, pero por otro lado, existen factores que apoyan el desarrollo del Mercado de Valores Español. (Para ambos casos se encuentran debidamente detallados en el Capítulo V).

Referencias

Achio, A., Álvarez, E., Bermúdez, F., León, L., Salas, R., y Supoy, Z. (1997). Estrategias de desarrollo del mercado accionario costarricense frente al proceso de globalización de capitales. Seminario de Graduación de la Universidad de Costa Rica, Licenciatura en Administración de Negocios con énfasis en Contaduría Pública, Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Administración de Negocios.

Alejandro, B. (2011). El mercado de valores español: financiamiento, transparencia y eficiencia.

Alvarado, H. (2012). Génesis y realidad actual de la Bolsa Nacional de Valores. Análisis jurídico-histórico y sus vicisitudes. Tesis de la Universidad de Costa Rica para optar por el grado de Licenciatura en Derecho, Facultad de Derecho, Área de Investigación.

Angulo, J. (sf). Décimo Informe sobre el Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible. Principales cambios en el sector financiero costarricense: 1985-2003.

Arce, J. A. (2006). Reformas financieras en Costa Rica para una banca competitiva y sólida. Universidad Estatal a Distancia (UNED).

Banco Central de Costa Rica (sf). Recuperado de: <https://www.bccr.fi.cr>

Banco Central Europeo (2002). El Euro. Nuestra moneda.

Banco de España (sf). Recuperado de: <https://www.bde.es/bde/es>

Banco de España (sf). Los Sistemas de Liquidación en España. Eurosistema. Recuperado de: https://www.bde.es/bde/es/areas/sispago/Una_vision_gener/Los_sistemas_de/Los_sistemas_de_c17a344baded821.html

Bankoia Crédit Agricole (sf). Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID). Recuperado de: <https://www.bankoia.es/tablon-anuncios/directiva-mercados-instrumentos-financieros-mifid.html>

Bolsa de Madrid (2006). 175 años haciendo mercado. La Historia de la Bolsa de Madrid: Política, Economía y Bolsa. Recuperado de: https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/10/012-019%20Cover%2001_157.pdf

Bolsa de Madrid (sf). El Mercado de Valores Español. Recuperado de: <https://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>

Bolsa Nacional de Valores (sf). Recuperado de: <https://www.bnvalores.com>

Bolsas y Mercados Españoles (sf). Warrant. Recuperado de: <https://www.bolsamadrid.es/esp/Warrants/Warrants.aspx>

Brenes, J.R., Martínez, J. (2014). El Sistema Financiero costarricense en los últimos 25 años: Mercado de Valores. Academia de Centroamérica.

Carbó, S. (2010). 100 números de Perspectivas. Perspectivas del Sistema Financiero.

Cartagena, E. y de Morales, D. (1994-2001). Sistema Financiero de El Salvador y Costa Rica: un enfoque real, 1994 – 2001.

CEPAL (1997). Ahorro y liberalización en Centroamérica y la Republica Dominicana. México.

Chaves, L. A. (1992). Déficit Fiscal y Ajuste Estructural en Centroamérica. Universidad Nacional de Costa Rica, Escuela de Economía.

Comisión Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y Segunda Vicepresidencia de la República (2013). Borrador Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (sf). Recuperado de: <https://www.conassif.fi.cr>

Consejo Privado de Competitividad (sf). Profundización Financiera y asignación eficiente del ahorro.

Conthe, M. (2005). Perspectivas de los Mercados de Valores Españoles.

Dauner, I. (1998). Liberación financiera y segmentación de mercados.

Delgado, É. (2000). Economía y Negocios. La Nación 14 de agosto 2000.

Delvasto, C. A. (2006). Asimetrías de Información, fallas del mercado crediticio y correctivos institucionales. El papel del Estado en la cobertura del Mercado Crediticio.

Destinobles, A. G. (2002). “Los Mercados con Información Asimétrica”, tema tratado por los Premio Nobel de Economía 2001.

Diccionario Económico – Expansión (sf). Recuperado de: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-continuo.html>.

Durán, R., Quirós, J. C. y Rojas, M. A. (2009). Análisis de la competitividad del Sistema Financiero Costarricense. Banco Central de Costa Rica.

Echeverria, H. (2009). Reforma Financiera. Instituto de Ciencia Política. Boletín N 13.

El Banco Central Europeo (2002).

El mercado de valores en España (sf). Informe de mercado 2000.

Enciclopedia Virtual, Eumed (sf). Recuperado: <https://www.eumed.net/cursecon/dic/P4.htm>

Espinosa, J. C. (1997). Sistema Financiero y su Reforma: Teoría, Experiencia y el Caso Costarricense, Editorial Fundación UNA.

Fernández, M. M. (2010). La Banca Española. Perspectivas del Sistema Financiero.

Ferrer, H., López, J. I., Reyes, L. Y. y Solano, H. P. (1997). El Desarrollo del Mercado Accionario en Costa Rica. Tesis de la Universidad de Costa Rica, Licenciatura en Administración de Negocios con énfasis en Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Administración de Negocios.

- Ferruz, L., Marco, I. y Muñoz, F. (2007). Los fondos de inversión cotizados en España. Boletín Económico de ICE N°2904.
- Galan, D. (2013). ¿Qué es una O.P.A?¿Qué es una O.P.V.?. Recuperado de: <https://www.bolsageneral.es/lecciones-de-bolsa/que-es-una-o-p-que-es-una-o-p-v-por-david-galan/>
- González, C. (1986). Mercados Financieros y Desarrollo, República Dominicana. Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.
- González, C. (2001). Reformas Financieras en la década de los noventas: logros y retos inesperados.
- Greco, O. Diccionario de Economía (1999). Valletta Ediciones S.R.L. Argentina.
- Hermann, J. (2010). Los bancos de desarrollo en la “era de la liberalización financiera”: el caso de la BNDES en Brasil. Revista CEPAL 100
- Hernández, R., Fernández, C. y Batista, P. (2014). Metodología de la investigación. (6ª edición). Interamericana editores, S.A. de C.V. Recuperado de: <https://observatorio.epacartagena.gov.co/wp-content/uploads/2017/08/metodologia-de-la-investigacion-sexta-edicion.compressed.pdf>
- Hernani, J. (2016). El futuro de los Mercados de Valores: un sector ante los retos regulatorio y tecnológico. Boletín de estudios económicos. Volumen LXXI, N°218.
- Hidalgo, A. L. (2000). El cambio estructural del sistema socio-económico costarricense desde una perspectiva compleja y evolutiva: 1980-1998. Universidad de Huelva, Facultad de Ciencias Empresariales, Departamento de Economía General y Estadística.
- Ibarra, R. G., Menjivar, E. G., Molina, C. F. (sf). Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica (BNV).
- Instituto Nacional de Estadística (sf). Recuperado de: www.ine.es
- Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias (2011). Sistemas Multilaterales de Negociación e Internalizadores Sistemáticos. La Revista de Finanzas y Banca. Recuperado de: <https://www.finanzasybanca.com/index.php/Guia-de-Bolsa/sistemas-multilaterales-de-negociacion-e-internalizadores-sistematicos.html>
- Johanning, P. (1997). Aspectos generales del Mercado de Valores costarricense. Comisión Nacional de Valores.
- Keynes, J.M. (1978). Teoría general del empleo, el interés y el dinero. México: FCE (original 1936).
- King, R.G. y Levine, R. (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. Journal of Monetary Economics 32, págs. 513-542.
- La gran Enciclopedia de Economía (sf). Recuperado de: <https://www.economia48.com>
- Levine, R. (2000). ¿Son mejores los Sistemas Financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil? Volumen 3.

- Levine, R. y Zervos, S. (1998): Stock Markets, Banks, and Economic Growth, American Economic Review, 88, pp. 537-558. Recuperado de: <https://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/06Levine&Zervos-AER1998.pdf>
- Lizano, E. (1987). El Sistema Financiero y el Desarrollo Económico, Banco Central de Costa Rica. Serie “Comentarios Sobre Asuntos Económicos” # 67.
- Lizano, E. (2005). Veinte años sin crisis financieras (1984- 2004) el caso de Costa Rica.
- Lugo, D. (sf). Nueva Ley frente a los fraudes contables (Ley Sarbanes–Oxley- Julio 30, 2002).
- Matarrita, R. y Ledezma, J. (sf). Aspectos Generales del Mercado de Valores Costarricense. San José, Costa Rica.
- Mateu, J. L. (sf). Mercado continuo. Recuperado de: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-continuo.html>
- McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. Brookings Institutions, Washington DC.
- Morales, J. A. (2007). Profundización Financiera y crecimiento económico en Bolivia. Instituto de Investigaciones Socio Económicas.
- Morales, S. (2013). Mercado de valores de Costa Rica se estancó a la espera de fuerte reforma. Recuperado de: https://www.elfinancierocr.com/finanzas/Mercado_de_valores-Bolsa_Nacional_de_Valores-Comision-Luis_Liberman-Rodrigo_Bolanos_0_406159433.html
- Núñez, S. (2010). La evolución de la financiación del Déficit del Estado en España. Perspectivas del Sistema Financiero.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores (1998). Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores.
- Real Academia Española (sf). Recuperado de: <https://definicion.de/menu>
- Rodríguez, A. (1997). Un Mercado en Desarrollo. La Nueva Ley de Valores. Superintendencia General de Valores.
- Roldan, A. (2008). El mercado de capitales.
- Sabino, C. Diccionario de Economía y Finanzas (1991). Caracas. Eumed.net. Enciclopedia virtual. Recuperado de: <https://www.eumed.net/cursecon/dic/N.htm#neoclasicos>
- Sánchez, A. (2001). Información asimétrica y mercados financieros emergentes: el análisis de Mishkin. Revista Análisis Económico. Universidad Autónoma Metropolitana – Azcapotzalco.
- Silvestrini, M., Vargas, J. (2008). Fuentes de información primaria, secundaria y terciaria. Recuperado de: <https://ponce.inter.edu/cai/manuales/FUENTES-PRIMARIA.pdf>

Subdirección General de Estudios del Sector Exterior (2002). El Comercio Exterior de España en Agosto de 1996. Revista Boletín Económico de ICE N° 2718.España.

Superintendencia de Bancos y Seguros de la Republica de Ecuador (2008). Profundización Financiera del Sistema Financiero Ecuatoriano.

Superintendencia General de Valores (sf). Proyecto de Ley Reguladora del Mercado de Valores. Recuperado de: https://www.sugeval.fi.cr/noticiasyeventos/Documents/ProyectoLRMV_23abril14.pdf

Superintendencia General de Valores (2009). Reglamento de Custodia. Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr>

Ubaldo, C. (1993). El Mercado de Valores Organización y Funcionamiento. Bolsa de Madrid. 1ª Edic.

Valpy, G. (2007). Desarrollo financiero y crecimiento económico: una visión crítica. Universidad de Oxford.

Valverde, C. (sf). Beneficios de la Ley Sarbanes – Oxley. Business Transformation.

Vargas, J. A. (s.f.). La influencia del Sector Público en el Mercado Financiero. Capítulo III del libro: Déficit Fiscal y Ajuste Estructural en Centroamérica. Universidad Nacional de Costa Rica, Escuela de Economía.

Velásquez, M. (2009). ¿Qué es investigación cualitativa?. Recuperado de: <https://blog.espacio3i.com/2009/01/que-es-investigacion-cualitativa.html>

Villasuso, J. M. (2000). Reformas Estructurales y Política Económica en Costa Rica. Serie de Reformas N.64. Recuperado de: <https://repositorio.sibdi.ucr.ac.cr:8080/jspui/bitstream/123456789/2632/1/38413.pdf>

Viñals, J. (2010). Hacia un nuevo sistema financiero. Perspectivas del Sistema Financiero.

Zoido, A. J. (2010). El mercado de valores español. Financiación, transparencia y eficiencia. Perspectivas del Sistema Financiero.

Zoido, A. J. (sf). Los mercados de capitales en España: 1965-2015. Factor de impulso al desarrollo de la economía.

Zona Económica (sf). OTC - Mercados Over The Counter.

Zunzunegui, F. (2006). ¿Qué es la desmutualización de las bolsas?. Revista de Derecho del Mercado Financiero.

Otros enlaces:

<https://www.actualidadeconomica.com>

<https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/r.html>

<https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest1.html>

<https://www.bnvalores.com/app/html/glosarioA.html>

<https://www.bolsacr.com>

<https://www.bookshop.europa.eu/es/el-banco-central-europeo-pbQBX102002>

https://www.bvl.com.pe/general_transparencia.htm

<https://www.derechoeconomico.globered.com>

<https://www.economia.unmsm.edu.pe/pro/rroca>. Roca Richard. Teoría Monetaria y Política Económica.

<https://www.expansion.com/diccionario-economico/fondo-por-compartimentos.html>

<https://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-continuo.html>.

<https://www.imf.org/external/np/speeches/2004/071204s.htm>

<https://www.madrid.cnt.es/historia/los-pactos-de-la-moncloa>

<https://www.monedani.terra.com/moneda/noticias/mnd23294.htm>

<https://www.monografias.com>

<https://www.wikipedia.org>

<https://www.sugese.fi.cr>