Escuela de Economía

TESIS DE GRADO

"Análisis de las Condiciones Financieras que limitan a las Empresas Agroindustriales participar como emisores accionarios en el Mercado de Valores Costarricense"

TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN SOMETIDO A CONSIDERACIÓN DEL TRIBUNAL EXAMINADOR PARA OPTAR POR EL GRADO DE LICENCIATURA EN ECONOMÍA

Integrantes:

Carolina Hernández Solano
Christian Salazar Chacón

Heredia, Julio 2011

TRIBUNAL EXAMINADOR

M.Sc. Carlos Carranza Rojas
Representante Decano Facultad CienciasSociales

M.Sc. Martín Parada Gómez
Director Escuela de Economía

M.Sc. Rodrigo Matarrita Ledezma
Lector Externo

M.B.A. Juan Ricardo Wong Ruiz
Director de Tesis

Carolina Hernández Solano
Sustentante

M.Sc. Julio Cesar Espinosa R
Lector Interno

Christian Salazar Chacón
Sustentante

AGRADECIMIENTOS

Un sincero agradecimiento a nuestro tutor M.B.A. Juan Ricardo Wong, por brindarnos su apoyo y conocimientos durante todo este proceso. Asimismo extensivo el agradecimiento a los señores M.B.A. Rodrigo Matarrita y M.B.A. Julio Espinosa por el tiempo invertido, disposición y aportes para la culminación exitosa de este proyecto.

Agradecer a nuestras familias por ser el bastión en todo este tiempo. De igual forma agradecer la colaboración a todas las empresas y personas que nos brindaron la información necesaria para poder efectuar este trabajo.

DEDICATORIA I

Dedico este trabajo primeramente a Dios porque sin su ayuda no se hubiese podido culminar. Gracias por darme vida y acompañarme y bendecirme día a día.

A mis padres ya que siempre han estado apoyándome en todo momento. Gracias papi y mami por sus valiosos consejos, con su apoyo este es otro proyecto que logro concluir. Los amo.

Agradecer a mi compañero de tesis y amigo Christian que gracias a su perseverancia y empeño logramos culminar este proyecto.

Carolina Hernández S.

DEDICATORIA II

La dedicatoria exclusiva de esta investigación es a Dios quién ha guiado mis sueños y aspiraciones a lo largo de mi vida; él es el principal gestor de mis proyectos y quién nos ayudo e iluminó a concluir este trabajo. Muchas gracias padre santo por formar parte de este proyecto…

A mi mamá y a mi papá los principales impulsadores de mi educación, gracias por su incondicional apoyo y por confiar en mi desde que empecé en esta larga travesía académica; este logro es uno de tantos que se los dedico a mi nombre.

Gracias Carito por permitirme trabajar contigo, ha sido realmente un privilegio y placer, aprecio la paciencia y dedicación que has puesto en este proyecto. La vida siempre te va ha premiar con muchos éxitos….

Christian Salazar Ch.

RESUMEN EJECUTIVO

La agroindustria resulta ser una actividad estratégica para la economía nacional que involucra diferentes sectores como lo son el suministro de materia prima, tecnología, procesos, normas de calidad, inteligencia de mercados, capacitación, financiamiento, promoción de inversiones y organización para la comercialización. Por otra parte, las decisiones sobre políticas macroeconómicas tienen un efecto directo sobre el sector agroindustrial; dichas políticas podrían tener el objetivo principal de alcanzar una mayor competitividad tanto local como internacional, sin embargo, estas empresas presentan grandes necesidades de expansión, cuyos proyectos están limitadas al financiamiento tanto del aporte de capital de sus dueños como del financiamiento a través del crédito bancario.

Es por ello que encontramos el interés de analizar la búsqueda de nuevas alternativas de financiamiento para dichas empresas y queda de más decir, que dicha alternativa es la apertura patrimonial a través de la emisión y colocación de acciones en el mercado de valores costarricense. Además ante la necesidad de un mayor impulso del mercado accionario resulta ser una importante oportunidad atraer a estas empresas y con ello establecer un mayor dinamismo y crecimiento económico para ambos sectores.

Esta investigación nos dio a conocer las limitantes que posee las empresas del sector agroindustrial para participar en el mercado accionario costarricense, principalmente la falta de conocimiento de los dueños de las empresas de los

distintos métodos de financiamiento que se ofrecen en el mercado de valores y por otra parte la falta de cultura de los empresarios a financiar sus proyectos de largo plazo mediante la inversión en la bolsa de valores y no mediante el financiamiento convencional del crédito bancario que conlleva con la carga del costo de intermediación bancaria definida en las tasas activas.

Aunado a esto es importante destacar que las empresas del sector agroindustrial en nuestro país en su mayoría son de índole familiar y la desconfianza de muchas de las empresas de hacer publico sus estados financieros. Por otra parte, las barreras de entrada que establece el ente regulador del mercado de valores SUGEVAL, ha provocado que muchas de las empresas que eran participes del mercado de valores hallan dejado de serlo. Es por ello que la bolsa de valores en sus intentos por atraer más empresas al mercado accionario ha estado realizando algunos proyectos interesantes como el MAPA (El Mercado Alternativo Para Acciones) y el Programa de Emisiones; lo cual es una iniciativa para impulsar a nuevos emisores.

Esta investigación pretende de alguna u otra forma hacer una descripción de las necesidades del sector agroindustrial por encontrar nuevas y mejores alternativas de financiamiento, es por ello que realizamos encuestas a los participantes de dicho sector y apreciaciones abiertas a expertos en la materia bursátil para establecer una mejor respuesta a nuestro problema de estudio que cuestiona: ¿Cuáles son las condiciones financieras que requieren las empresas agroindustriales para participar como emisores accionarios en el

mercado de valores costarricense en contraposición de utilizar como fuente de financiamiento el apalancamiento tradicional?. Con ello hacemos nuestras conclusiones y recomendaciones oportunas de la investigación.

TABLA DE CONTENIDO

TRIBUNAL EXAMINADOR I

AGRADECIMIENTOS..... II

DEDICATORIA I III

DEDICATORIA II IV

RESUMEN EJECUTIVO V

TABLA DE CONTENIDO..... VI

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y GRÁFICOS..... IX

ÍNDICE DE TABLAS XI

I.INTRODUCCIÓN 1

CAPÍTULO 1. PROBLEMA Y PROPÓSITO DE LA INVESTIGACIÓN..... 7

1.1 Justificación..... 7

1.2 Problema de Estudio 9

1.3 Objetivo General..... 9

1.4 Objetivos Específicos 10

1.5 Dimensión de la Investigación 10

CAPÍTULO 2. MARCO TEÓRICO 12

2.1. Generalidades del Sistema Financiero 12

2.1.1. Funciones del Sistema Financiero 12

2.1.2. Composición del Sistema Financiero 14

2.2. El Sistema Financiero Costarricense 15

2.2.1. Estructura del Sistema Financiero Costarricense.....16

2.3. El Sistema Bursátil.....18

2.3.1. El mercado primario.....21

2.3.2. El mercado secundario 22

2.4. Mercado de deuda o bonos 23

2.4.1. Bonos 25

2.5. Mercado de Acciones 26

2.5.1. Acciones 27

2.5.1.1. Acciones Comunes u ordinarias.....29

2.5.1.2. Acciones Preferidas, preferentes o privilegiadas.....29

2.6. Antecedentes del Mercado de Valores y Accionario Costarricense 31

2.6.1. El Mercado de Valores Costarricense.....32

2.6.1.1. Participantes del Mercado de Valores Costarricense 37

2.6.2. El Mercado Accionario en Costa Rica.....38

2.6.2.1. La Emisión y Colocación Pública de Acciones 41

2.6.2.2. Limitantes del mercado accionario costarricense 43

2.6.2.3. Ventajas del mercado accionario costarricense 44

2.7. La Agroindustria 44

2.7.1. Efectos Económicos de la Agroindustria.....48

2.7.2. Clasificación de Agroindustrias.....50

2.7.3. Tipos de Cadenas Agroindustriales 52

2.7.4. La Agroindustria en Costa Rica 54

CAPÍTULO 3. MARCO METODOLÓGICO..... 57

3.1. Tipo de Investigación.....57

3.2. Hipótesis de Investigación 58

3.3. Sujetos e Instrumentos de la Investigación.....59

3.3.1. Sujetos de Investigación.....59

3.3.2. Instrumentos de la Investigación.....59

3.4. Selección de la muestra.....61

3.5. Alcances y Limitaciones de la Investigación 63

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LA INFORMACIÓN..... 66

4.1. Analizar la evolución del mercado de valores costarricense y los sectores productivos particularmente las empresas agroindustriales.....66

4.1.1 Evolución del Mercado de Valores Costarricense.....66

4.1.2 Evolución del Sector Agroindustrial 73

4.2. Establecer la importancia del mercado de valores costarricense como fuente de financiamiento para las empresas agroindustriales 81

4.3. Analizar las condiciones necesarias para la apertura patrimonial de las empresas agroindustriales 96

CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES..... 107

5.1. Conclusiones 107

5.2. Recomendaciones 112

BIBLIOGRAFÍA 116

ANEXOS ..... ¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y GRÁFICOS

Ilustración 1. Estructura del Sistema Financiero Nacional 17

Gráfico 1. Total Volumen Transado en la Bolsa Nacional de Valores 2000-2009 67
Gráfico 2. Transacciones en la Bolsa Nacional de Valores según Tipo de Mercado a partir de 1997-2009 68
Gráfico 3. Volumen Total Transado en la Bolsa Nacional de Valores según Tipo de Operación en Mercado Secundario 70
Gráfico 4. . Participación Porcentual según Sector del Total de Negociaciones en la Bolsa Nacional de Valores.....71
Gráfico 5. Cantidad de Emisores Accionarios en el Mercado Secundario por Volumen Total Transado 72
Gráfico 6. Cantidad de Agroindustrias por Tipo de Empresa.....75
Gráfico 7. Evolución de la Agricultura, Silvicultura y Pesca según PIB a Precios Constantes 76
Gráfico 8. Variación Interanual del Sector Agrícola, Silvicultura y Pesca según IMAE.78
Gráfico 9. Emisión de Títulos Valores de Empresas Agroindustriales ligadas a la Comisión Nacional de Valores Año 1993.....80
Gráfico 10. Condiciones económicas de las empresas agroindustriales entrevistadas82
Gráfico 11. Percepción de Encuestados sobre Avance alcanzado por el Sector Agroindustrial en los últimos doce años.....83
Gráfico 12. Necesidades de Financiamiento de las Empresas Agroindustriales.....85
Gráfico 13. Métodos Actuales de Financiamiento que utilizan las Empresas Agroindustriales.....86
Gráfico 14. Cartera de Crédito de los Bancos Públicos del País por Actividad Económica a Diciembre del 2009 87
Gráfico 15. Cartera de Crédito de los Bancos Privados del País por Actividad Económica a Diciembre del 2009 88
Gráfico 16. Métodos Alternativos de Financiamiento para el Sector Agroindustrial 89
Gráfico 17. Utilización del Mercado de Valores como Método de Financiamiento 90
Gráfico 18. Elementos que motivaron a la empresa Agroindustrial participar en el Mercado de Valores Costarricense.....91

Gráfico 19. Ventajas que ofrece el Mercado de Valores Costarricense según Encuestados.....92
Gráfico 20. Razones de la no participación en el Mercado de Valores Costarricense de las Empresas Agroindustriales 95
Gráfico 21. Naturaleza de las Empresas Agroindustriales según Encuestados.....96
Gráfico 22. Conocimiento de las Empresas Agroindustriales sobre el Mercado de Valores Costarricense 97
Gráfico 23. Conocimiento de Requisitos de Emisión de Títulos Valores en el Mercado de Valores Costarricense 98
Gráfico 24. Disponibilidad de Empresas Agroindustriales para utilizar el Mercado de Valores como Método Alternativo de Financiamiento 99
Gráfico 25. Anuencia de Empresas Agroindustriales a recibir Inducción sobre el Mercado de Valores 100
Gráfico 26. Criterios de Resistencia de las Empresas Agroindustriales a la Apertura de su Capital 101
Gráfico 27. Razones de la no utilización del Mercado de Valores como Método de Financiamiento 103

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Operacionalización del Planteamiento del Problema 11
Tabla 2. Monto Total Negociado de Acciones como Porcentaje del PIB. 2000-2008...39
Tabla 3. Clasificación de Agroindustrias según Tipo y Actividad Económica.....51
Tabla 4. Volumen Total Transado en Bolsa Nacional de Valores según tipo de operación en el mercado secundario en términos porcentuales 69
Tabla 5. Agroindustrias identificadas por región en Costa Rica en 2004 74
Tabla 6. Condiciones económicas del sector agroindustrial según número de encuestados 82
Tabla 7. Elementos que motivaron a las empresas a participar en el Mercado de Valores Costarricense 91

I.Introducción

El sistema financiero es de gran importancia dentro de la economía y por ende tiene implicaciones significativas en el crecimiento económico. Por largo tiempo el sistema financiero ha sido considerado un asignador del crédito y no un fomentador del ahorro; no obstante, en la década de los sesentas es que se discute sobre esta relación y se le da el valor que este tema merece.

Autores como Gurley y Shaw (1960) y Goldsmith (1963) difundieron las relaciones existentes entre el sector financiero y el crecimiento económico. Coincidiendo, en que actualmente la existencia de un sistema financiero desarrollado debe ir de la mano con un mercado de valores eficiente, esto permite ser un “barómetro económico” dentro la coyuntura económica actual que incide en forma directa en la marcha de las empresas que cotizan en Bolsa.

Aunado a esto, el impulso de un mercado de valores eficiente permite alcanzar varias premisas importantes dentro de la lógica del estudio básico de la economía como son la optimización de la asignación de los recursos; la liquidez y el facilitar el flujo ahorro-inversión.

Por otra parte, un país que estimule el desarrollo del mercado de capitales permite el ligamen entre el crecimiento económico y la posibilidad de una mayor inversión productiva de largo plazo. Es decir, existen correlaciones

positivas y significativas entre el impulso del mercado de capitales y el crecimiento del producto per cápita de la economía a través de un mercado de acciones desarrollado, que resulta ser el establecimiento de un mercado de fondos de largo plazo.

Diversos estudios han demostrado que las estructuras financieras con niveles de apalancamiento altos en el corto plazo, son sensibles a problemas de liquidez en la economía o a problemas propios del sector o industria, por tanto, el financiamiento a través del mercado de capitales, en especial del mercado accionario resultan fuentes interesantes de financiamiento.

El mercado accionario es un mercado al cual las empresas pueden acudir para financiar sus proyectos de inversión de mediano y largo plazo; donde los inversionistas pueden encontrar alternativas de inversión en las cuales diversifican el riesgo. Además, algunos estudios sobre la competitividad hacen énfasis en que el desarrollo de un país se basa en la capacidad y productividad de sus empresas; de esta forma, no es de extrañar que en economías más desarrolladas y competitivas observemos mercados accionarios con una gran profundidad que conviven al mismo tiempo con los mercados financieros tradicionales.

Es así, que la colocación de acciones en un mercado organizado formalmente, representa múltiples oportunidades y ventajas para las empresas, tales como la posibilidad de un financiamiento sano que facilite la creación y realización de

proyectos de inversión de largo plazo. Por otra parte, la cotización de las acciones resulta en una permanente retroalimentación para los socios de las empresas sobre la percepción que existe en el mercado sobre los proyectos, políticas y resultados de la compañía.

Para empresas como las agroindustriales, el tener una participación activa en el mercado de valores les permite obtener beneficios de carácter microeconómico como son disminuciones en sus apalancamientos, menor vulnerabilidad a los ciclos económicos e incrementos en la competitividad y la productividad de las empresas, factores que a la larga inciden directamente en su capacidad productiva y en su participación eficaz en el mercado internacional.

En Costa Rica, durante muchos años se ha venido discutiendo la necesidad de ejecutar diversos planes en relación con el desarrollo de un mercado de valores eficiente enfocado al crecimiento del mercado accionario y en la existencia de un mercado de fondos de largo plazo que contribuya al financiamiento de proyectos de inversión para que las empresas costarricenses puedan participar con éxito en un entorno económico más competitivo y globalizado.

Dicha promoción no ha sido fácil y a pesar de los diferentes intentos y estudios realizados no se han logrado las condiciones necesarias para un desarrollo real de un mercado de valores fuerte y favorable para la consolidación del mercado de capitales, para ello es importante revisar cuáles han sido las causas que

limitan su avance y evaluar si hay posibilidades de consolidar un verdadero mercado de valores.

Por otro lado, la agroindustria al ser una actividad estratégica para la economía nacional, en el cual interactúan elementos originados en diferentes sectores de la economía, entre ellos: el suministro de materias primas, tecnología, procesos, normas de calidad, inteligencia de mercados, entre otros, y asimismo ser competencia de diferentes sectores económicos, hace oportuno evaluar su desarrollo de la mano del mercado de valores.

El mercado accionario costarricense es pequeño, concentrado y su capitalización total ha sido decreciente en relación con el tamaño de la economía; explicado por un sesgo tributario a favor del endeudamiento bancario. El desarrollo del mercado accionario debe ser una tarea que merece involucrar a todos los participantes del mercado financiero nacional en la búsqueda de evolucionar un mercado de títulos de renta variable eficiente y profundo.

A pesar de los factores que justifican la razón del subdesarrollo de nuestro mercado accionario, es importante tomar en cuenta que muchas de las empresas en el país son de estructura familiar y ello explica en parte la falta de voluntad de los empresarios a participar en el mercado de valores como colocadores de acciones por desconfianza a la apertura de su patrimonio. Los recursos para invertir provienen de reinversión de utilidades y de deuda

bancaria y la capacidad de endeudamiento de las empresas productivas en el país no siempre cubre las necesidades de inversión.

Por otra parte, existe un procedimiento tedioso para la inscripción de acciones en el mercado de valores costarricense lo que evita agilizar los trámites de inscripción de nuevos emisores en el mercado bursátil. Asimismo, no existe una apropiada estabilidad macroeconómica donde se facilite las inversiones de largo plazo sin dejar de lado la falta de cultura bursátil y accionaria en Costa Rica.

Desde esta perspectiva, es necesario impulsar el desarrollo del mercado accionario con la promoción de mayores emisores dentro de las cuales podemos involucrar a las empresas agroindustriales; el cual verán reducidos sus costos financieros con la emisión de títulos valores en comparación con el crédito bancario. Ello permite no cargar con el peso del costo de intermediación bancaria implícito en la definición de la tasa activa cobradas por las entidades de intermediación financiera.

Este trabajo de investigación está compuesto de cinco capítulos.

El primer capítulo introduce el problema y propósito de la investigación, así como los objetivos que expone lo que se pretende evaluar y analizar en esta investigación. Por otro lado, se justifica y se expone la dimensión de la investigación así como la operacionalización del objeto de estudio.

El capítulo segundo abarca el marco teórico o marco conceptual cuyo propósito en esta investigación es presentar un sistema coordinado y coherente de conceptos de los términos que utilizaremos. Es decir, las teorías empleadas en el análisis de esta investigación serán abordadas conceptualmente, así como las variables económicas que inciden en la actividad en estudio.

El tercero es el marco metodológico en donde pretendemos definir el tipo de investigación, las técnicas y procedimientos para llevar a cabo la investigación, su dimensión, ubicación espacial y las etapas de la investigación.

En el cuarto capítulo abordaremos el análisis e interpretación de datos elaborados concisamente del objeto de estudio, pues es allí donde se analizará a través de la recolección de datos por medio de entrevistas y datos estadísticos el resultado de nuestra investigación. Es así, donde aclararemos el comportamiento del sector agroindustrial y el mercado de valores para medir las condiciones financieras de la agroindustria para poder apreciar si pueden ser partícipes directos del mercado accionario costarricense.

En el último capítulo aterrizamos en las conclusiones según las dimensiones del análisis de la investigación, así como las recomendaciones que sustenten el hecho de la investigación que son las condiciones financieras que requieren las empresas agroindustriales para participar como emisores accionarios en el mercado de valores costarricense.

Capítulo 1. Problema y Propósito de la Investigación

1.1 Justificación

La agroindustria constituye uno de los subsectores de gran relevancia en nuestro país debido a su estrecha relación con los demás sectores de la actividad económica, para su desarrollo óptimo existen diferentes factores básicos que le permiten ser más competitivos en relación a otros sectores similares; en la agroindustria dichos factores serían su legado patrimonial de tierras cultivables y las características climáticas, sin embargo, para que se logre un auge adecuado de este sector y ser aún más competitivo se requiere lograr factores especializados que le permitan valorar al máximo su herencia patrimonial, para ello tal y como lo menciona Sánchez y Figueroa (1998)[1] es necesario que se obtengan mercados de capitales adecuados para financiar proyectos agrícolas y agroindustriales de largo plazo a tasas competitivas.

Estudios han demostrado que algunos métodos de financiamiento para el sector agroindustrial no proporcionan un desarrollo eficaz que permitan alcanzar altos niveles de competitividad internacional y por ende se conviertan en motores de crecimiento económico. Básicamente, el financiamiento para el sector depende de una disponibilidad apropiada en plazo, tasas de interés y garantías adecuadas a la producción.

---

[1] Sánchez José Alfredo y Figueroa Luis. **Clima de Negocios para una Agroindustria más competitiva en Centroamérica**. Setiembre, 1998. CLACDS, INCAE.

Según estas características el mercado accionario sería un mercado propicio para la participación de las empresas agroindustriales ya que este podría definirse como un mecanismo de colocación eficaz para subsanar los faltantes de financiamiento de las empresas, con lo cual se obtiene la eficiencia necesaria a la política monetaria y crediticia del país.

En países con una amplia cultura accionaria y por ende con un profundo desarrollo del mercado de valores se ha percibido fuertes cambios tanto a nivel micro como macroeconómico. A nivel micro, se ha visto una reducción a la dependencia del crédito bancario por parte de las empresas facilitando con ello la obtención de fondos para nuevos proyectos, y a nivel macro, se ha experimentado perturbaciones sobre la economía real mediante las fluctuaciones en el consumo producidas por cambios en el ingreso debido a los beneficios o quebrantos del mercado accionario (efecto riqueza).

Es por ello que resulta importante analizar el papel del sector financiero en el crecimiento económico y patrimonial del sector agroindustrial ya que el mercado de valores sería el medio para que dicho sector busque como fuente de financiamiento la emisión de sus acciones y asimismo cotice en la bolsa de valores.

Por consiguiente, les permitiría reducir su dependencia del crédito bancario y obtener fondos para nuevos productos propiciando la búsqueda de recursos alternativos que les ayuden a solventar sus necesidades financieras y

productivas bajo un contexto de desarrollo y una profundización del mercado de valores como vía para el surgimiento económico.

1.2 Problema de Estudio

Esta investigación enmarca la posibilidad de que algunas empresas agroindustriales sean colocadores de acciones en un mercado organizado formalmente, como es el caso de la Bolsa Nacional de Valores (BNV), esto le daría la oportunidad de financiarse en un mercado de capitales que le permita promover sus inversiones y mejorar su posición competitiva tanto a nivel local como externo. Para ello, es necesario analizar las condiciones financieras para que estas empresas consideren la apertura de capital en contraposición del financiamiento convencional.

Por tanto nuestro objeto de estudio en esta investigación es analizar: ¿Cuáles son las condiciones financieras que requieren las empresas agroindustriales para participar como emisores accionarios en el mercado de valores costarricense en contraposición de utilizar como fuente de financiamiento el apalancamiento tradicional?

1.3 Objetivo General

- Analizar las condiciones financieras que limitan a las empresas agroindustriales abrir su patrimonio.

1.4 Objetivos Específicos

- Analizar la evolución del mercado de valores costarricense y los sectores productivos particularmente las empresas agroindustriales.
- Establecer la importancia del mercado de valores costarricense como fuente de financiamiento para las empresas agroindustriales.
- Analizar las condiciones necesarias para la apertura patrimonial de las empresas agroindustriales.

1.5 Dimensión de la Investigación

Dado que existe una necesidad por la búsqueda de nuevas alternativas de financiamiento, nuestro trabajo de investigación pretende analizar que condiciones son necesarias para que las empresas puedan obtener financiamiento para sus distintas operaciones mediante la apertura patrimonial.

Se estudiarán aquellas empresas agroindustriales del sector privado que cotizaron en la Bolsa Nacional de Valores para conocer cuales fueron los motivos que llevaron a estas a participar del mercado de valores así como conocer las razones del porque ya no son partícipes de este. Asimismo, se estudiaran empresas industriales vinculadas al sector agroindustrial para evaluar porque no utilizan este mecanismo de financiamiento.

Tabla 1. Operacionalización del Planteamiento del Problema

Matriz de Variables Específicas

Objetivos Específicos	Variables	Definición de Indicadores	Instrumentos a Utilizar
Analizar la evolución del mercado de valores costarricense y los sectores productivos particularmente las empresas agroindustriales.		Conceptos y antecedentes que explican el surgimiento y desarrollo del mercado accionario costarricense y la agroindustria Aspectos Económicos Aspectos Financieros Aspectos Productivos	Revisión Bibliográfica como libros de texto, libros especializados, revistas, páginas de internet
Establecer la importancia del mercado de valores costarricense como fuente de financiamiento para las empresas agroindustriales.	Mercado de valores	Emisores Accionarios Cantidad de Emisores Estructura del Mercado Participantes del Mercado	Revisión de Literatura Análisis Estadístico Entrevistas Abiertas a especialistas del mercado de valores, gerentes y corredores de bolsa con conocimiento del mercado valores.
	Agroindustria	Caracteristicas de la empresa Estructura de la agroindustria Condiciones Financieras	Revisión de documentos bibliográficos. Análisis Estadístico. Entrevista Estructurada a personas vinculadas al sector agroindustrial costarricense. Entrevistas Abiertas a especialistas del mercado de valores, gerentes y corredores de bolsa con conocimiento del mercado valores.
Analizar las condiciones necesarias para la apertura patrimonial de las empresas agroindustriales	Fuentes de Financiamiento	Préstamos Bancarios Emision de Papel Comercial Emision de Acciones Costos Operacionales Costos Financieros	Revisión de documentos bibliográficos. Análisis Estadístico. Opinión de expertos mediante publicaciones o reuniones.
	Condiciones para la Apertura Patrimonial	Requisitos de SUGEVAL / BNV Leyes (LRMV) Evolución de Tasas de Interés Evolucion de Precios (Inflación) Evolución de Tipo de Cambio	Análisis Documental. Análisis de variables macroeconómicas. Entrevistas Abiertas a Especialistas del mercado de valores costarricense.

Fuente. Elaboración propia

Capítulo 2. Marco Teórico

2.1. Generalidades del Sistema Financiero

El sistema financiero es el conjunto de instituciones y participantes, regidos por leyes, reglamentos y normas; responsables de la circulación del flujo monetario, que tienen como objetivo primordial el captar los recursos económicos de los ahorrantes o unidades superavitarias y colocar el dinero de estos en bancos y financieras en calidad de créditos e inversiones.

El funcionamiento del Sistema Financiero representa uno de los aspectos claves en la determinación del crecimiento de la economía al permitir una asignación eficiente del capital; pues la existencia de un sector financiero ágil y competitivo beneficia a la productividad del país. Por otro lado, los participantes de dicho sector al disponer de mejores servicios, cuentan con mayor rapidez para realizar sus transacciones y costos de intermediación más bajos.

2.1.1. Funciones del Sistema Financiero

El sistema financiero posee cuatro funciones principales a destacar[2]:

La monetización de la economía es la existencia de la necesidad de generalizar el uso del dinero en la economía, que implica el empleo de un equivalente

[2] Tomado como base del documento Sistema Financiero y su Reforma: Teoría, experiencia internacional y el caso costarricense, Espinosa Rodríguez Julio Cesar. Editorial Fundación-UNA, Heredia C.R, 1997 pag 21

general o medio de pago de aceptación universal. Entre otras cosas, impulsa la división del trabajo, la especialización y un desarrollo mayor del intercambio.

La intermediación financiera es el mecanismo mediante el cual se canalizan los fondos ociosos de los ahorrantes hacia los agentes que los demandan. Esta función contribuye con el desarrollo económico al asignar eficientemente los recursos disponibles de la sociedad hacia actividades productivas.

El objetivo anteriormente descrito toma forma a través del sistema financiero al realizar la función de intermediación al menor costo posible reduciendo la brecha entre las tasas de interés activas o de colocación y las pasivas o de captación, agilizando los trámites necesarios para los ahorrantes y deudores; y movilizando mayores montos en términos reales.

La administración del riesgo es el manejo de los recursos que capta el intermediario en nombre de terceros, exigiendo de una mayor vigilancia en la calidad de los activos de cada deudor para recuperar los fondos entregados y poder devolver a sus clientes los montos en forma de depósito. Sin embargo, el ahorrante debe velar por el buen manejo de sus activos por parte del intermediario para evitar futuras pérdidas.

La administración de la cartera es la posibilidad del ahorrante de escoger diferentes activos financieros con diferentes características (plazo, riesgo, rendimiento). Esto conlleva a sustituir los activos físicos por títulos valores

financieros, estimulándose una liberación de recursos antes no canalizados al sector financiero.

Empero, dichas funciones que realiza el sistema financiero debe considerar entre otras cosas, la disminución del riesgo al máximo posible para lograr la confianza y seguridad del público, que depende de una adecuada regulación y supervisión por parte de algún ente regulador. También, la reducción de los costos de intermediación a través de una mayor competencia y eficiencia, y con la introducción de nuevas tecnologías. Por último, una mayor estabilidad financiera favorece a la estabilidad económica ante ausencia de pánicos financieros, acompañado por un clima de estabilidad macroeconómica.

2.1.2. Composición del Sistema Financiero

Según Espinosa (1997) comprende que el sistema financiero esta conformado por dos grandes mercados, a saber:

El "mercado de dinero ó monetario", constituido por operaciones de corto plazo; es decir, aquellas transacciones que se llevan a cabo principalmente para financiar capital de trabajo de las empresas.

El *"mercado de capitales"* donde se generan las negociaciones de mediano y largo plazo, con las cuales se generan recursos para capital fijo del sector empresarial. (pp. 6-7).

Es importante destacar que los mercados de capitales estimulan el desarrollo económico pues permiten a las empresas tener acceso a dineros de largo plazo en forma de crédito interno afectando menos su desenvolvimiento ante eventuales problemas macroeconómicos como crecimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio. Asimismo, el crecimiento del mercado de capitales conlleva a los intermediarios volverse más eficientes y a minimizar los costos de transacción.

2.2. El Sistema Financiero Costarricense

En el año de 1950, bajo la Ley 1130, Ley de Creación del Banco Central de Costa Rica, se establece el Banco Central de Costa Rica, con características definidas y propias, así como órgano independiente y rector de la política económica, monetaria y crediticia del país. Este hecho surge al intensificarse la actividad económica y bancaria del país.

En 1948 se decreta la nacionalización de la banca privada (recepción de depósitos del público) y se da la necesidad de otorgar al nuevo Sistema Bancario Nacional de una integración orgánica adecuada y una orientación eficiente por parte del Estado. A partir de este período, el Estado actuará con mayor autoridad que a través de un simple Departamento Emisor adscrito al Banco Nacional de Costa Rica, dependencia que, desde 1945, realizaba, de algún modo, regulación sobre el Sistema Financiero Nacional. De este modo, el 23 de abril de 1953 fue promulgada la Ley 1552, denominada “Ley Orgánica

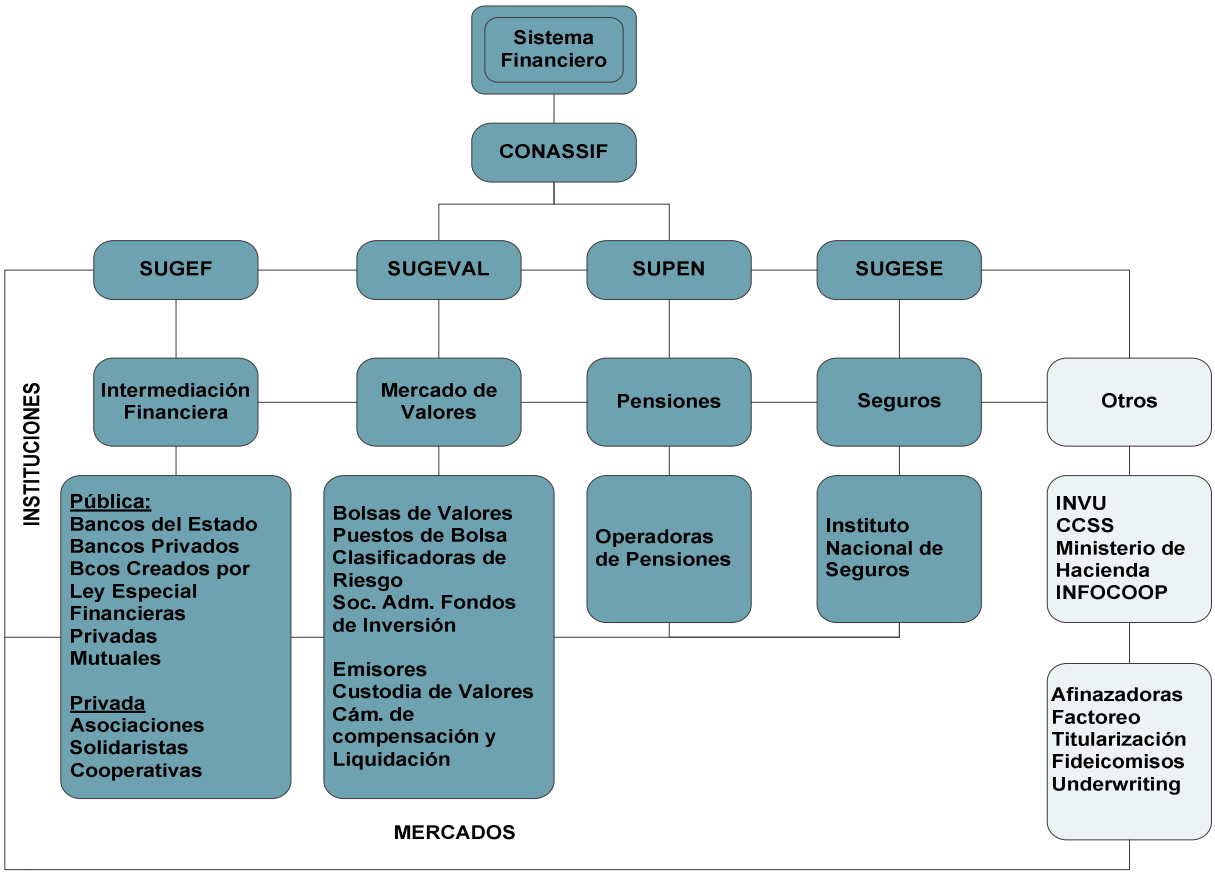
del Banco Central de Costa Rica", la cual fue sustituida por la Ley 7558 del 3 de noviembre de 1995.

2.2.1. Estructura del Sistema Financiero Costarricense

La necesidad de ejercer la supervisión y fiscalización de las entidades financieras surge en el año de 1998 mediante el artículo 169 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (No. 7732) el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), como un órgano colegiado de dirección superior de las cuatro superintendencias del Sistema Financiero Nacional: Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), Superintendencia de Pensiones (SUPEN) y Superintendencia General de Seguros (SUGESE), las que a su vez se constituyen como órgano de desconcentración máxima adscritos al BCCR.

En el siguiente esquema se muestra la estructura del sistema financiero costarricense, encabezado por el CONASIFF como la máxima autoridad que dicta los lineamientos y políticas relativas al marco regulatorio del sistema financiero; y fortalece de manera coordinada e integral la labor de las superintendencias. Por otra parte, existen mercados financieros (afianzamiento, factoreo, titularización y otros) que no son reguladas de forma definida, sino que su supervisión recae en algunas de las otras áreas establecidas.

Ilustración 1. Estructura del Sistema Financiero Nacional



Fuente. Elaboración propia con datos del BCCR

El sistema financiero en Costa Rica esta compuesto por dos sectores que son: los Intermediarios Financieros Monetarios e Intermediarios Financieros no Monetarios.

Los Intermediarios Financieros Monetarios se expresa como: “aquellos sectores que poseen la capacidad técnica y el mecanismo legal para crear dinero (billetes y monedas) o la facultad de captar recursos por medio de una cuenta corriente. (Vargas, Leiva y Solera, 1995, p.36).

En Costa Rica estos intermediarios financieros monetarios involucran al Banco Central, los bancos comerciales del estado como instituciones autónomas de

derecho público de los que podemos mencionar el Banco de Costa Rica, Banco Nacional de Costa Rica y Banco Crédito Agrícola de Cartago. Asimismo, los bancos comerciales privados que son instituciones que se constituyen como sociedades anónimas.

Igualmente Vargas, Leiva y Solera (1995) explica los Intermediarios Financieros no Monetarios como: “aquellos intermediarios financieros que no pueden crear dinero, pero si pueden crear instrumentos financieros, como el cuasidinero (certificados de depósito, bonos, certificados de inversión e inversiones a corto plazo)” (p.36).

En Costa Rica podemos distinguir como intermediarios financieros no monetarios a las instituciones públicas de sectores como el bancario, seguros, vivienda, seguridad social; asimismo instituciones privadas como bancos, empresas no-bancarias, mutuales, bolsa de valores, cooperativas entre otros. Finalmente, los creados por ley especial en este caso como el Banco Popular y Desarrollo Comunal.

2.3. El Sistema Bursátil

Según la Bolsa Nacional de Valores (2006), define al sistema bursátil como un marco institucional que brinda el entorno: operativo, administrativo y regulatorio; adecuado para el buen funcionamiento del mercado de valores. Además permite la negociación de diferentes valores, que contribuyen, con el establecimiento de los precios de mercado de un determinado instrumento y el

costo de intermediación. En este sentido esta constituido por un conjunto de oferentes y demandantes, los cuales interactúan en un mercado establecido, como lo es la Bolsa Nacional de Valores (BNV).

Bajo este contexto el *mercado de valores*, se define como el conjunto de leyes, reglamentos, instituciones, intermediarios y participantes en general tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de títulos de crédito. La intermediación de valores tiene como objetivo dar liquidez, financiar y capitalizar a las empresas, para brindar a los inversionistas una expectativa de ganancia patrimonial o monetaria.

Los mercados de valores representan una parte importante en los sistemas financieros, pues ha entrado en competencia el financiamiento mediante el crédito bancario en relación con la importancia que ha asumido el financiamiento bursátil. De esta forma el país puede contar con una alternativa eficiente para la canalización del ahorro nacional hacia la inversión productiva de largo plazo, generando una mayor riqueza nacional, y un crecimiento económico.

Por otra parte, el mercado de valores dispone de tres matices especiales que lo determinan en su naturaleza y lo diferencian de los demás componentes del sistema financiero. Dichos matices son: el aspecto financiero, económico y social.

El *aspecto financiero*, resulta del hecho de que a través del mercado de valores se traspasan activos líquidos y se inmovilizan en activos a largo plazo por la emisión de títulos valores por parte de las empresas.

El *matiz económico*, que se refleja en la canalización del ahorro hacia la inversión, donde el mercado de valores suministra la facilidad física y la información adecuada que permite al inversionista en su calidad de unidad de consumo, a invertir en una unidad de producción, favoreciendo al crecimiento económico.

Finalmente, el propósito *social* que permite al ahorrante e inversionista tener parámetros objetivos para tomar sus decisiones de inversión y ponderar el riesgo que en las mismas va implícito permitiéndose así la movilización del ahorro.

En síntesis, el sistema bursátil es quién brinda toda la estructura: jurídica, operativa y administrativa para el funcionamiento eficiente del mercado de valores, espacio donde oferentes como demandantes interactúan en búsqueda cada uno de su máximo beneficio. Es por ello que dicho mercado debe cumplir con una serie de funciones para el beneficio de sus participantes:

- Proporcionar el espacio físico, que brinde todo el soporte necesario para que los puestos de bolsa y agentes de bolsa realicen sus operaciones de una forma cómoda y permanente.

- Establecer un registro de las cotizaciones, el cual consiste en registrar toda la operación en una boleta.
- Emitir señales de advertencia cuando algún emisor ha entrado en problemas de alguna índole, vigilar las operaciones para garantizar su transparencia, así como la conducta moral de los agentes y puestos de bolsa.
- Mantener al público informado sobre las transacciones realizadas durante las sesiones de bolsa y de las labores de educación y capacitación a los involucrados en el mercado de valores.

El mercado de valores está conformado por dos submercados bien conformados, razón por el cual los agentes económicos venden u ofrecen los títulos valores, estos son: el *mercado primario* y el *mercado secundario.*

2.3.1. El mercado primario

El mercado primario es el conjunto de operaciones relativas a la colocación de títulos de primera mano, es decir, la venta directa de los títulos valores mediante oferta pública por parte de sectores públicos o privadas como una forma de obtener recursos para financiar sus proyectos. La colocación de estos títulos se realiza por medio de los puestos de bolsa en representación de ellos mismos y de sus inversionistas.

En el documento de las Reglas del Negocio de la Bolsa Nacional de Valores 2004 define el mercado primario de la siguiente manera:

"*En el mercado primario de la Bolsa se colocan, por primera vez, los títulos o valores inscritas ante el Registro Nacional de Valores e Intermediarios que pueden realizar oferta pública de valores, así como los valores individuales de deuda de las entidades sujetas a la fiscalización de la SUGEF"* (p.13)

Este mercado actúa como forma de ventanilla de los diferentes emisores de títulos valores; y la Bolsa cuenta con un sistema de información de los títulos del mercado primario, donde los puestos de bolsa registran las necesidades de captación de los emisores y ofrecen información sobre tasas de interés, las alternativas de plazos y los montos mínimos de captación, entre otros.

2.3.2. El mercado secundario

El mercado secundario esta compuesto por títulos valores de segunda mano, provenientes del mercado primario en donde el inversionista está anuente a negociarlos o hacerlos efectivos, anticipadamente de su fecha de vencimiento. Estos títulos se pueden negociar en los diferentes puestos de bolsa existentes en el mercado de valores, cuyo objetivo es brindar liquidez a los vendedores de títulos.

La bolsa de valores, por antonomasia, es la institución llamada a organizar dicho mercado, pues dentro de un mercado secundario formal permite su funcionamiento regulado, por otro lado, a parte de brindar liquidez, agiliza los

flujos de dinero en la economía a los sectores y a las personas que lo demandan.

Los negociaciones en el sistema bursátil a través del mercado de valores primario como secundario se realizan operaciones de corto, mediano y largo plazo, para distribuir los títulos valores. Es decir, en un mercado de corto plazo como lo es el mercado monetario o de liquidez; se transan valores comerciales con fechas de vencimiento iguales o menores de un año, como instrumentos de recompras y la administración de carteras de liquidez.

Las operaciones de largo plazo se negocian en el mercado de capitales que constituyen la negociación de instrumentos de más de un año; lo que hace posible la realización de proyectos de inversión desde un esquema de financiamiento sano, con recursos frescos para las empresas, instituciones e inversionistas.

En este mercado de capitales se pueden encontrar distintos instrumentos de negociación que incluye los bonos y las acciones, donde los bonos se negocian en el mercado de deuda a mediano y largo plazo, y las acciones en el mercado accionario lo cual se detalla a continuación:

2.4. Mercado de deuda o bonos

Los mercados de deuda a mediano y largo plazo son conocidos como el mercado de bonos e incluye tanto la deuda colocada de forma privada como la

deuda negociada públicamente. Por otra parte, los mercados públicos de deuda a mediano y largo plazo son un subconjunto de los mercados de capitales.

Los mercados de deuda funcionan cuando un gobierno (federal o estatal), una empresa o institución financiera, necesitan liquidez y emite instrumentos de deuda que venden en el mercado para obtener el financiamiento que requieren. El emisor por otra parte, se compromete a devolver a los compradores de sus títulos el capital inicial que invirtieron, más la tasa de interés pactada.

La colocación de estos instrumentos se realiza mediante oferta pública de valores y está regida en Costa Rica por la Ley Reguladora del Mercado de Valores y por tanto, regulada por el Reglamento de Oferta Pública de Valores de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL)[3].

En algunas ocasiones el mercado de deuda realiza colocaciones directas que equivale a la venta de una emisión de bonos directamente a un comprador o a un grupo de compradores por lo general grandes instituciones financieras y no difiere en forma significativa de un préstamo a largo plazo y no tienen un mercado secundario. De esta manera, los instrumentos que se negocian en el mercado de deuda a largo plazo mediante oferta pública o colocación directa se conocen como bonos, mismos que se detallan a continuación.

[3] Sugeval. Reglamento de Oferta Publica de Valores, 22 de Julio del 2008 Articulo 5 pág.3

2.4.1. Bonos

El bono es un titulo de deuda, de renta fija o variable, emitido por un estado, por una empresa industrial, comercial o de servicios. También puede ser emitido por una institución supranacional como bancos públicos o privados tanto locales como extranjeros, con el objetivo de obtener capital directamente de los mercados financieros. El emisor se compromete a devolver el capital principal junto con los intereses.

La emisión de bonos son mecanismos de endeudamiento de largo plazo, que emplean las empresas, con el propósito de financiar sus proyectos. Establece un contrato por medio del cual la empresa emisora del bono acuerda realizar pagos de intereses al principal y al tenedor del instrumento, en fechas y periodos establecidos.

Los bonos pueden clasificarse de acuerdo con su registro, con su garantía y su vencimiento. De acuerdo con su registro los bonos pueden clasificarse en *bonos nominativos* y *bonos al portador*. Los primeros se caracterizan porque el pago de intereses y del capital se realizan a un propietario específico, mientras que los bonos al portador, tal y como lo menciona no tiene nombre alguno, por lo que el interés se paga a quién presente los cupones de interés adjuntos con el bono.

De acuerdo con su garantía, estos pueden tener o carecer de garantía real, los bonos con garantía real son aquellos que tienen garantía prendaria o hipotecaria.

De acuerdo con su vencimiento, estos se clasifican en *bonos convertibles y bonos redimibles,* éstos últimos pueden ser cancelados, antes de su vencimiento a opción a quien los emite. Los *bonos convertibles* son aquellos que con el consentimiento del tenedor del bono, pueden ser cambiados por otros papeles de inversión.

2.5. Mercado de Acciones

El mercado accionario es aquel donde interactúan los oferentes y demandantes de acciones para realizar sus transacciones. Por otra parte, dicho mercado es un componente importante del mercado de valores, que permite a las distintas unidades económicas que participan en él, la capacidad de intercambiar sus acciones en cualquier momento y con la periodicidad que estimen, ya sea individualmente o por medio de un puesto de bolsa.

La participación del mercado accionario en el sistema financiero se realiza a través de un mercado accionario primario; donde las acciones se negocian por primera vez directamente de su emisor al inversionista y al mercado accionario secundario; donde se transan acciones adquiridas previamente por el emisor y que ya no son de su propiedad, sino que pertenecen a algún inversionista, que las obtuvo a través de una bolsa de valores.

El mercado accionario debe cumplir con las siguientes funciones:

- *Permitir la captación de recursos*. Las empresas participantes pueden obtener mayores recursos y así mejorar su estructura financiera, a través de un financiamiento mas directo a un menor costo y gasto financiero.
- *Fomentar el desarrollo económico*. El establecimiento de nuevas empresas permite mayor captación de recursos y reunir el capital necesario para ello, y con esto contribuye al desarrollo económico del país.
- *Proporcionar información*. La negociación de las acciones en el mercado de valores debe ser lo más transparente posible. Para ello, el público debe tener a disposición la situación económico-financiera y legal de la empresa oferente.
- *Proveer liquidez a los activos financieros de largo plazo*. Esto facilita la negociación de las acciones fácilmente.

2.5.1. Acciones

Las *acciones* son títulos nominativos que tiene la función de acreditar y trasmitir la calidad y los derechos de socio de una sociedad anónima, son de igual valor y conceden iguales derechos. Es decir, los inversionistas compran acciones con el fin de ser propietarios de una parte de la compañía y así esperar un aumento en el valor de la acción y/o esperar que la compañía pague dividendos como parte de las utilidades de la empresa.

Las acciones se negocian en el *mercado accionario* que resulta ser una inversión a largo plazo y es una representación de una porción del capital de la empresa; es decir, son valores cuyo rendimiento está sujeto a los resultados que reporten las empresas que los emiten, así como a la percepción que de ellos tengan los demás inversionistas. Además el mercado accionario al ser una participación en el capital de los emisores conceden tanto derechos como obligaciones; estos derechos pueden ser patrimoniales o corporativos.

El derecho patrimonial se establece cuando la sociedad otorga a los accionistas dividendos en efectivo o en acciones y los derechos corporativos se dan cuando se obtiene voz y voto en las asambleas de la sociedad. Dentro del mercado de valores las *empresas emisoras* de acciones según Ledezma (2002) equivalen:

A aquellas que han registrado la emisión de títulos y/o valores con el ente regulador y han recibido aprobación para hacer oferta y negociación pública de los mismos. Los emisores autorizados registran los valores, que pueden ser accionistas o de deuda, con las bolsas, para que los inversionistas puedan acudir a este mercado a comprarlos o venderlos[4].

Actualmente existen dos tipos de acciones las comunes u ordinarias y las preferidas, preferentes o privilegiadas.

[4] Ledezma Cubero Johanna**. Mercado de Valores en Costa Rica: evolución y reformas,** C.R. 2002. Pág.

2.5.1.1. Acciones Comunes u ordinarias

Son aquellas acciones que conceden idénticos derechos, representan partes iguales del capital social de la empresa y son nominativas, permitiendo a sus tenedores ejercer todos los derechos de la sociedad. Además, no existe separación entre los denominados beneficios económicos (o corporativos) y los derechos políticos (o administrativos), es decir, en la toma de decisiones de la empresa.

2.5.1.2. Acciones Preferidas, preferentes o privilegiadas

Una sociedad puede emitir diferentes tipos de acciones con las estipulaciones, preferencias y restricciones que desee, lo cual se puede hacer gracias a la posibilidad de separar los beneficios corporativos y administrativos. Las acciones preferentes limitan los derechos de los accionistas y se caracterizan por estipular ciertos privilegios en relación con las acciones comunes, con un plazo determinado de vigencia.

Por otro lado, garantizan un determinado dividendo o algún otro tipo de preferencia que puede relacionarse con los beneficios, el activo social, las utilidades, etc., en tal caso no otorgan derecho a voto a su tenedor. También pueden privilegiarse los derechos administrativos y permitirse a su tenedor un puesto en la Junta Directiva, aun cuando no deriven dividendos.

En resumen, las empresas que opten por financiarse por medio del mercado accionario a través de la emisión de acciones buscan maximizar tanto el valor de la empresa como el de los accionistas. Hecho importante que se debe complementar con la maximización de la riqueza de todos los que aportan capital para el financiamiento de los activos de la compañía, que incluye además a los acreedores de la deuda y los poseedores de acciones preferentes.

Por otra parte, las finanzas corporativas se han centrado en la maximización del precio de las acciones, en primer lugar porque es la medida más fácilmente observable de todas las medidas en una empresa públicamente transada; en segundo lugar, el precio de la acción en un mercado racional, refleja los efectos de largo plazo de las decisiones hechas por la firma, argumentando que una estimación del valor basado en proyecciones de largo plazo es mejor que una valoración basada en los ingresos actuales.

Finalmente, la maximización del precio como una función objetivo, permite diseñar modelos determinísticos para evaluar la mejor forma de escoger proyectos y financiarlos. Es por ello que la maximización del valor para el accionista ha pasado a tener un papel importante en la formación de la empresa, prácticas que han demostrado ser necesarias en una economía de mercado competitivo.

2.6. Antecedentes del Mercado de Valores y Accionario Costarricense

Antes de iniciar este apartado resulta pertinente considerar que por lo general en Costa Rica, cuando las empresas necesitan recurrir a fuentes de financiamiento lo hacen por intermedio de tres vías:

En primer lugar, utilizan el financiamiento a través de instituciones financieras o bancarias como forma de préstamos,

En segundo lugar, con dinero de los accionistas o proveedores, y

En tercer lugar, las empresas acuden al mercado de valores para negociar sus acciones o colocar emisiones de deuda como bonos.

De esta forma, es común determinar que la fuente de financiamiento directa de las empresas del país procede principalmente de reinversión de utilidades, de préstamos bancarios o financieras a un plazo determinado y pagando una tasa de interés. Dicho medio a pesar de poseer la ventaja de adquirir recursos de terceros, es de difícil acceso y a la vez es un recurso oneroso que afecta los costos de producción y la carga financiera de las empresas.

Por otro lado, una fuente de financiamiento poco directa es la colocación de acciones por medio del mercado accionario, donde se pueden obtener recursos frescos a un costo menos elevado que el financiamiento convencional. Una empresa que financia los proyectos de largo plazo por esta vía debe recurrir al mercado de valores costarricense a través de la Bolsa Nacional de Valores.

2.6.1. El Mercado de Valores Costarricense

El mercado de valores costarricense ha contribuido al desarrollo de la economía costarricense, pues ha permitido resolver necesidades de liquidez y se ha adecuado a las disposiciones de carácter fiscal y monetario establecido por las autoridades del gobierno durante varios años. De esta manera, el mercado de valores a través de la Bolsa Nacional de Valores BNV ha sustentado muchas de las necesidades del sector público.

Actualmente en Costa Rica, La Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), es la entidad que supervisa y vigila el funcionamiento del mercado de valores y sus participantes, entre los que cuentan: bolsas de valores[5], puestos de bolsa, emisores, empresas calificadoras de riesgo, empresas liquidadoras y de custodia y sociedades administradoras de fondos de inversión.

Los comienzos del mercado de valores en Costa Rica se da en los años setentas con la creación de la Bolsa Nacional de Valores S.A. como una iniciativa de un grupo de empresarios agrupados en la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC), dicha iniciativa se concreto con el nacimiento de la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA), para que iniciara sus funciones. Para el año de 1974 el Banco Central puso a la venta las acciones de la bolsa, adquiridas en su totalidad por la empresa estatal evitando la conformación de una bolsa de valores ya establecida como tal.

[5] En la actualidad existe en nuestro país la bolsa de valores denominada Bolsa Nacional de Valores S.A. (BNV) y la bolsa de comercio BOLCOMER.

Asimismo, la bolsa realizó la primera sesión el 19 de agosto de 1976, inaugurada oficialmente el 29 de septiembre del mismo año por el Presidente de la República el Lic. Daniel Oduber Quirós.

A principios de los años ochenta el país experimenta una gran inestabilidad en el nivel de precios internos, por lo que el Banco Central entre los años de 1983 y 1984 adopta medidas de restricción de crédito, por lo que muchas empresas se ven en la necesidad de acudir al mercado de valores para obtener los recursos necesarios para financiar sus inversiones. Dentro de estas empresas mencionamos CONDUCEN, Atlas, CAFESA, Francisco Llobet e Hijos S.A., Industria Nacional de Cemento, etc.

Dichas empresas se registraron en la Bolsa Nacional de Valores con certificados de inversión que tuvieron gran crecimiento de igual manera que las aceptaciones bancarias. Por otra parte, se consolidaron instrumentos de política monetaria como los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) emitidos por el Banco Central como medida para captar recursos y contraer la liquidez.

Es a partir de 1988 que la Junta Directiva de la BNV decide trabajar en la creación de la Bolsa de Productos Agropecuarios, como una forma de diversificar el mercado de valores y partiendo de la premisa de que la comercialización era el mecanismo pasivo del sector agrícola. Además, con la reforma informática de la BNV se automatizó el mercado primario y se enlazó a

los puestos de bolsa con dicha institución para acelerar las operaciones con la transmisión de datos electrónica.

A inicios de los años noventa el país experimenta problemas de liquidez, por lo que las medidas de política económica del país estaban enfocadas a la reducción del déficit fiscal y comercial. Es por ello, que se establece un convenio con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en la que establece el control del déficit fiscal a través del incremento de ingresos por la vía de aumento del 10% al 13% el impuesto sobre las ventas; además se pospone los gastos corrientes y de capital en el sector público, así como realizar un programa de privatizaciones, reformar el otorgamiento de los Certificados de Ahorro Tributario (CAT), regular las pensiones y exoneraciones, además de realizar un programa de movilidad laboral; medidas que forman parte del programa de ajuste estructural.

Ante dicha situación, la BNV decidió establecer medidas importantes: como la reducción de los costos de intermediación bursátil y generar nuevos productos. Por otra parte en el año de 1994 se elimina el corro a “viva voz” con la automatización total del mercado secundario, consolidando el sistema electrónico de subastas, mecanismo donde captaban los más grandes emisores de títulos valores del país como lo son el BCCR y el Ministerio de Hacienda.

En la segunda mitad de los noventa se promulgo la Ley Reguladora del Mercado de Valores, se dio la creación del Índice Accionario de la Bolsa, se constituye mediante ley la estandarización de las emisiones y se sustituyen las carteras de OPAB y CAV por el Mercado de Liquidez. Al finalizar este período se integra la Bolsa Electrónica a la BNV.

A inicios del año 2000 la BNV ha enfrentado nuevos retos en la lucha de atraer a grandes inversionistas institucionales, los fondos de inversión y de pensiones; puso en vigencia el sistema de intercambio electrónico de acciones como un gran avance en materia de seguridad. Por otra parte, en el siguiente año, implementó el vector de precios, que es un mecanismo de formación de precios, y un medio transparente del valor relativo que los inversionistas e intermediarios asignan a cada título incluyendo a las Administradoras de Fondos de Inversión y Pensiones para que puedan valorar sus carteras administradas a precios de mercado.

Actualmente la BNV continúa abriendo espacios para mejorar el desarrollo del mercado accionario. Para dar impulso a ello, la Bolsa puso en camino en el 2006, el proyecto Creadores de Mercado, que consistió en apoyar a las empresas emisoras ofreciéndoles herramientas para posicionarse mejor en el mercado financiero.

Mientras tanto, por el lado de atraer mayores inversionistas, la BNV desarrolló el Código Voluntario de Relaciones con Inversionistas, que busca facilitar la

comunicación entre las empresas emisoras y los inversores. Esta iniciativa buscaba por un lado, estimular a los emisores para que se mantengan activos dentro del sistema bursátil y por otro dar mayores insumos al inversionista ofreciéndole información, de primera mano, para la toma de decisiones de inversión.

Finalmente ha venido impulsando en los últimos años proyectos como el Mercado Alternativo para Acciones (MAPA) y el de la Unidad de Emisores, el primero, es un proyecto de oferta privada y de capital privado dirigido a empresas con potencial de crecimiento e inversionistas sofisticados.
MAPA pretende unir por una parte a empresas pequeñas y medianas con buen potencial de crecimiento y pocas opciones de financiamiento con inversionistas con alta capacidad económica, conocimiento e interés en invertir en este tipo de empresas pero que no cuentan con un marco adecuado para realizar dichas inversiones. Es un mercado donde toda la negociación se hace de forma privada y bajo la responsabilidad de las empresas y los inversionistas y no se encuentra supervisado por la SUGEVAL.

Por su parte, la Unidad de Emisores, en conjunto con la Cámara de Emisores y Sugeval, es un programa que busca la agilización de los trámites de oferta pública para aquellas entidades interesadas en emitir acciones y deuda en el mercado costarricense. La idea con este programa es que los emisores puedan inscribir programas de emisiones por un monto global, donde tendrán un plazo

de dos años para distribuir su colocación y con ello obtengan una simplificación en los trámites que conlleva hacer oferta pública.

2.6.1.1. Participantes del Mercado de Valores Costarricense

Como mencionamos anteriormente, los principales participantes del mercado de valores en nuestro país son: los inversionistas, las bolsas de valores los emisores, puestos y agentes de bolsa, entre otros.

Los *inversionistas*, son las unidades superavitarias, demandantes de títulos valores en el mercado. Los recursos financieros de estos participantes son canalizados por medio del mercado de valores hacia las empresas que precisan de financiamiento de sus actividades productivas.

Los *emisores de títulos valores*: son los demandantes de recursos, y oferentes de títulos valores. El propósito de estos emisores es captar los ahorros del público para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo. En el país el principal emisor de títulos valores y captador de recursos es el Gobierno Central, también las empresas productores de bienes y servicios son emisores potenciales.

Las *Bolsas de Valores* son mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores o instrumentos por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Puestos de Bolsa. El principal papel que desempeñan las Bolsas de Valores es el originar un mercado de

capitales, donde se propicie la participación de un mayor número de personas, mediante la compra-venta de títulos valores.

La bolsa de valores de Costa Rica es la Bolsa Nacional de Valores S.A. y esta debe organizarse como sociedad anónima por fundación simultánea[6] y deberá ser propiedad de los puestos de bolsa que participen en ella. Por ende, tiene por objeto único, suministrar las transacciones con valores, así como ejercer autorización, fiscalización y regulación, sobre los puestos de bolsa y agentes de bolsa.

2.6.2. El Mercado Accionario en Costa Rica

El mercado accionario costarricense desde sus inicios no ha mostrado una evolución satisfactoria debido a que persiste la concentración en inversiones de corto plazo y en títulos de valores. Su desarrollo estuvo vinculado con el propósito de organizar la bolsa de valores en los años setenta con la Compañía Financiera S.A. (COFISA) contribuyendo a las primeras cotizaciones públicas para la compra y venta de acciones de capital, que eran publicadas en los diarios, con información de la compañía, número y valor de las acciones.

Desde la inauguración formal de la Bolsa Nacional de Valores (BNV) en agosto de 1976 hasta la fecha no se puede hablar de un mercado accionario en Costa Rica en consideración de las dimensiones de este micromercado de valores. Como lo menciona Franco (2009). “El mercado accionario costarricense es

[6] “LRMV: Artículo 28.-Requisitos de Funcionamiento.

pequeño, concentrado y su capitalización total muestra una tendencia decreciente en relación con el tamaño de la economía”[7].

Lo anterior se puede medir por medio de la profundidad del mercado accionario costarricense como el cociente del monto negociado en acciones contra el Producto Interno Bruto donde se alcanza observar que para los años 2000 al 2008 no llegó a superar ni el uno por ciento.

Tabla 2. Monto Total Negociado de Acciones como Porcentaje del PIB. 2000-2008

Año	Valor Porcentual
Dic-00	0,41%
Dic-01	0,76%
Dic-02	0,49%
Dic-03	0,20%
Dic-04	0,27%
Dic-05	0,16%
Dic-06	0,31%
Dic-07	0,29%
Dic-08	0,22%

Fuente. Elaboración propia con datos de la BNV

Estudios anteriores evidencian también la situación anterior, así por ejemplo, en una investigación realizada por la Bolsa Nacional de Valores que pretendía dar un plan de acción para el desarrollo del mercado accionario en Costa Rica, para el año 1998, el volumen de negociación de acciones como porcentaje del Producto Interno Bruto tampoco alcanzaba ni el 1% y resultaba muy pequeño si se le comparaba con otros mercados latinoamericanos como Chile, Argentina, Perú y México.

[7] Franco Mejía Alberto. El Subdesarrollo del Mercado Accionario Costarricense. Ecoanálisis, 2009. Pág. 1.

Como resultado de estos estudios, la Bolsa Nacional de Valores tanto en su Plan de Acción para el Desarrollo del Mercado Accionario en Costa Rica así como en otras investigaciones, planteó la necesidad de aplicar una serie de medidas para garantizar un mayor crecimiento del mercado accionario con el fin de constituir éste en un verdadero motor del desarrollo económico de nuestro país; la implementación de dichas medidas se ha dado en forma parcial lo cual hace evidencia las dificultades que imperan en dicho sector.

Entre las principales áreas de acción que se plantearon en dicho Plan de Acción destacan: mejoras en el ambiente regulatorio, capacitación a intermediarios, desarrollo de una cultura bursátil, atracción y capacitación de emisores, soporte a la operativa de negociación de acciones y la apertura de empresas estatales.

Estudios como el de González Villalobos[8] , plantean que: "a pesar de que la Bolsa de Valores tiene veintiséis años de operar en el mercado, la expansión y crecimiento del mercado accionario no ha sido debidamente planificado. Se considera que las acciones negociadas mediante la Bolsa Nacional de Valores no son lo suficientemente atractivas para el inversionista y que el volumen de transacción de éstas no ha crecido como se esperaba". (Pág.17 y 18)

La negociación de acciones en el mercado de valores costarricense se da principalmente por la rotación de acciones ya existentes y no por nuevas emisiones, es decir, a pesar de todos estos años las empresas no han

[8] González Villalobos, Karolina. **Análisis de la Eficiencia del Mercado Accionario Costarricense**. Proyecto final de graduación presentado como requisito parcial para optar por el grado de magíster en administración de negocios. FUNDEPOS. San José Mayo 2003.

encontrado estímulos para captar recursos por medio de la emisión accionaria lo cual desfavorece la evolución positiva de dicho sector dentro del mercado de valores.

2.6.2.1. La Emisión y Colocación Pública de Acciones

Cuando una empresa busca financiarse mediante la emisión de acciones lo que busca no es más que incrementar el valor de la empresa, fortalecer su estructura financiera, mejorar la imagen y proyección de la compañía y flexibilizar las finanzas de los empresarios. Sin embargo, esto no es posible sino se cumplen una serie de obligaciones ante la Bolsa Nacional de Valores y la Superintendencia General de Valores.

La Ley Reguladora del Mercado de Valores LRMV expresa: “únicamente podrán hacer oferta pública de valores en el país los sujetos autorizados por la Superintendencia General de Valores”. (Artículo No. 2).

El artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública, en adelante ROP, define la oferta pública de la siguiente manera:

Se entiende por oferta pública de valores todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados. Esta comprende la oferta pública general y la oferta pública restringida. La primera es la que dirige al público en general, la segunda es la que se dirige a grupos determinados.

De conformidad con lo anterior la autorización de oferta pública esta sujeta a la entrega de la siguiente documentación, por parte del emisor de los valores ante la Superintendencia de Valores.

El *primer requisito* es la solicitud firmada por su representante legal que incluya información como la emisión a registrar, los nombres de los representantes legales de la empresa, el nombre de la firma de auditores externos y del despecho de asesoría legal, el nombre del despacho de consultores o profesionales independientes que prepararon la información contenida en los requisitos. También, la fecha de cierre fiscal y económico de la empresa, entre otros.

El *segundo requisito* es el prospecto que debe contener toda la información necesaria para que los inversionistas puedan formular un juicio fundado sobre la inversión. Es una guía elaborada por la Superintendencia con el fin de recaudar información de ciertos temas atinentes a los costos de la emisión, el cálculo de indicadores financieros, la remuneración de los directores, las participaciones significativas, información sobre propiedades, planta y equipo, e inversiones en investigación.

Los otros requisitos son la calificación de riesgo de la empresa calificadora, documentación legal y de orden administrativo, copia del contrato suscrito con un banco del sistema bancario nacional, por medio del cual se acuerde el

servicio de agente de pago. Por último, el código de identificación internacional (ISIN).

Asimismo, debe publicar un aviso de oferta pública en un diario de circulación nacional, en un plazo mínimo de 5 días hábiles entre la publicación y la negociación de la emisión.

2.6.2.2. Limitantes del mercado accionario costarricense

Costa Rica al ser una economía pequeña y abierta, y con una estructura productiva que hasta hace poco tiempo está aperturando su competencia al exterior, presenta una serie de particularidades que lo diferencian de un mercado perfecto (sin costos de transacción, sin impuestos y con simetría en la información) o bien de economías donde involucran al mercado accionario como medio de financiamiento para las empresas.

Entre las limitantes con que cuenta el mercado accionario costarricense está el tipo de estructura del sector financiero costarricense y la capacidad de las empresas por asumir información pública para su financiamiento a través del mercado de valores. La estructura accionaria de las empresas tiene como característica principal que se conforma por miembros de una familia y por lo general, a pesar que los empresarios tienen conocimiento de los distintos instrumentos financieros, la opción de abrir su empresa a Bolsa normalmente no es evaluada.

Otra de las limitantes del mercado accionario costarricense vista desde el lado de los inversionistas resulta en la inexistencia de mecanismos de liquidez suficientes para un fortalecimiento del mercado accionario, lo cual se observa en el volumen transado de acciones en bolsa.

2.6.2.3. Ventajas del mercado accionario costarricense

El mercado accionario costarricense es una fuente importante de financiamiento a largo plazo para las empresas privadas. Al participar las empresas en el mercado accionario las empresas pueden financiar sus proyectos de inversión y por ende pueden desenvolverse con éxito en un ambiente económico más competitivo y globalizado.

Entre los beneficios que la compañía puede obtener con la emisión accionaria destacan: Acceso a fuentes de recursos de largo plazo; mejores condiciones de negociación ante las instituciones bancarias esto porque al tener una razón de apalancamiento menor se vuelven sujetos más seguros de crédito; se obtiene una reducción en costos y gastos financieros; hay una menor vulnerabilidad a los ciclos económicos; facilidad en el manejo de fondos de inversión a largo plazo, firmeza ante la competencia, entre otros.

2.7. La Agroindustria

La agroindustria ha adquirido gran importancia en nuestro país, hasta llegar a convertirse en un sector estratégico de desarrollo económico, que trasciende

su participación en diferentes actividades productivas agropecuarias y manufacturera industrial complementaria al sector base de la economía, así como en las relaciones de intercambio internacional y la seguridad alimentaria nacional.

Bajo esta premisa, las empresas que dedican su actividad al procesamiento de productos agroindustriales, experimentan importantes necesidades de crecimiento y expansión cuyos proyectos marchan, inclusive de las capacidades propias de financiamiento a través de los aportes originales de los socios o de la desacumulación de utilidades retenidas de períodos anteriores. Por ende, resulta importante que estas empresas en nuestro país encuentren en el mercado de valores una forma oportuna y eficaz de financiamiento fértil.

El concepto de agroindustria surge en relación con las actividades agropecuarias y de la industria alimentaria entre distintas empresas, se denominó AGRIBUSINESS por parte de Goldberg y Davis (1957), empleando la teoría y concepción de sistemas a la economía, e interdependencia y naturaleza interrelacionada de aspectos muy distintos, como: la oferta agropecuaria, el acopio, el almacenamiento, el procesamiento, la distribución y el consumo. Además, incluye las instituciones y los acuerdos comerciales que afectan y coordinan las continuas etapas del flujo de un bien, tal como las políticas y regulaciones, las asociaciones de comercio, las cooperativas, los grupos de transporte y las entidades financieras, entre otros.

Así como lo menciona Wiertz (1980). “Las agroindustrias, serán aquellas industrias que utilizan directamente la producción de materias primas en la agricultura, horticultura, ganadería, silvicultura y acuacultura como insumos, siendo así las primeras etapas de procesamiento de productos agrícolas”.

De esta manera, la agroindustria es una actividad económica que asocia de forma primordial el proceso productivo agropecuario con el industrial, para fabricar alimentos y materias primas destinadas a un mercado, con operaciones que produzcan crédito (renta o beneficio). Por otro lado, la agroindustria debe cumplir un papel importante en el desarrollo de un país, pues de él depende el crecimiento económico del sector rural y del sector urbano que necesita incrementar y diversificar sus rubros productivos, ofreciendo una mayor participación dentro del PIB.

La agroindustria depende de la forma de producción, de la presencia de economías de escala y del uso de métodos administrativos modernos. Esto se aprecia en países desarrollados, donde las grandes corporaciones transnacionales agroindustriales, aprovechan los nuevos avances tecnológicos y se constituyen en organizaciones que disponen de muchas plantas de producción y procesamiento, sistemas unificados de administración, comercialización, publicidad y crédito, infraestructura de investigación y diseños de nuevos productos en general y aplicación de sistemas de calidad en coordinación con el medio ambiente.

Lo anterior se complementa con un sistema integrado que parte desde la producción de las materias primas, hasta la comercialización final del producto, sin dejar de lado los aspectos de administración, mercadotecnia y financiamiento. De la misma forma, el componente tecnológico es un aspecto importante para obtener un eficiente sistema agroindustrial en el sentido de que paralelo al desarrollo de la industria, haya un crecimiento suficientemente rápido de la producción agropecuaria y ofrecer productos de calidad estable y alta al mercado consumidor.

Por otra parte, si la relación entre la agricultura y la parte tecnológica es fundamental, la relación más considerable es la del papel del agro como fuente de materia prima para la agroindustria. Además, en Costa Rica la agricultura debe cumplir con dos funciones básicas: la de proporcionar una gran parte de las divisas necesarias para el buen funcionamiento económico del país y la de suplir alimentos a la población.

Es importante destacar que el sector agrícola ha tenido que enfrentar nuevas condiciones de cambios en el entorno internacional y en las reglas de juego internas que se debe de algún modo al crecimiento sostenido de la competitividad como condición necesaria para el crecimiento y la viabilidad de las unidades productivas. A la vez, una amplia difusión del progreso técnico se ha constituido, también, en una condición necesaria del incremento de la competitividad.

Dichas condiciones, han sido de gran provecho para unidades que poseen tierras de mayor potencial para la producción de exportables, que les permite acceder al crédito, a la tecnología y a la información sobre las condiciones de los mercados internos y externos, permitiendo el crecimiento de las exportaciones hasta de productos no tradicionales.

2.7.1. Efectos Económicos de la Agroindustria

El desarrollo de la agroindustria contribuye al desarrollo y al crecimiento económico del país, esta serie de efectos se puede apreciar en los siguientes puntos:

El desarrollo agroindustrial mejora la *balanza de pagos* o flujos de bienes del país a través del incremento de las exportaciones, lo que trae consigo un aumento de las divisas extranjeras, pues esta actividad es un gran generador de ingreso sostenible y por consiguiente, disminuye las importaciones. Además, permite el crecimiento del *Producto Interno Bruto* con el progreso de sectores locales subdesarrollados o desarrollados por el incremento o diversificación de la producción y por otra parte, estabiliza el *ingreso nacional* por la diversificación de las exportaciones fuera de los productos nacionales.

Asimismo, esta actividad permite la *auto-suficiencia en alimentos* en el sentido de que se utilizan recursos domésticos para abastecer a la población nacional de alimentos. De esta manera, *se amplía y estabiliza los mercados alimenticios domésticos* en dos sentidos, el primero, por el tope entre abastecimiento

temporal y disperso, y la demanda constante y concentrada; finalmente, la estimulación de la producción agrícola y su comercialización.

La agroindustria posee efectos sobre los *precios domésticos* en los siguientes parámetros: por un lado podría estabilizar y mejorar la inflación ante fluctuaciones temporales de los precios de los productos agrícolas comprando durante la temporada de recolección y ante la promoción de alimentos a precios razonables y estables a las zonas urbanizadas. Por otro lado, si se produce un aumento en los costos de los insumos importados al precio final del producto (pass-through) puede traer efectos inflacionarios por la devaluación.

El mejoramiento de los sistemas de mercadeo, a través de la reducción de las pérdidas post-cosecha y funcionando como un intermediario comercial eficiente por medio de la diferenciación regional y especialización de producción agrícola. Igualmente, con la búsqueda de extender los mercados rurales se permite incrementar los ingresos rurales y el poder de adquisición.

Otro efecto importante, es el acceso al crédito y el abastecimiento de insumos a los agricultores asegurando consigo una mayor productividad de los insumos. Esto es posible con mayor investigación y asistencia técnica directa para los productores, para aumentar su productividad en términos cualitativos y cuantitativos.

Lo anterior se complementa con el desarrollo rural, enfocando decisiones económicas y tecnológicas a la producción agrícola, sin dejar de lado mayor inversión en infraestructura rural. Por consiguiente, extender los mercados rurales por medio de aumentos en los ingresos rurales y del poder de adquisición.

2.7.2. Clasificación de Agroindustrias

Las agroindustrias están adaptadas a las condiciones socioeconómicas de nuestro país, pues sus productos abastecen necesidades básicas de alimentación vestido y vivienda, por otra parte generan fuentes de empleo para personal no calificado (en el campo y en las industrias) a partir de materias primas y locales. Asimismo, la agroindustria se clasifica según el determinado proceso productivo en que se desarrolla.

Por el *origen de las materias primas,* se puede hablar de agroindustria agrícolas, pecuarias, forestales, pesqueras, florífera, entre otras. Mientras que en función del destino de la producción final estas se clasifican según la rama de actividad económica industrial como alimentarias, textiles, lácteas, cárnicas, farmacéuticas, ornamentales, químicas, entre otras.

Desde el punto de vista de *ubicación,* las plantas agroindustriales se dividen en rurales o urbanas, locales o regionales. Por otra parte, por las características y el *número de operaciones* estas pueden ser *analíticas,* bajo la condición de que

en una materia prima se obtiene más de un producto final, y *sintéticas* si de varias materias primas se obtiene un solo producto final.

En función de la complejidad de los *procesos tecnológicos* utilizados, las agroindustrias satisfacen un amplio conjunto de empresas que parten desde pequeñas plantas artesanales, orientadas hacia el mercado local, hasta las grandes empresas transnacionales que controlan la producción de las materias primas, su transformación y el mercado del producto final.

Además, el proceso tecnológico divide la agroindustria desde esquemas muy simples que van desde la limpieza, clasificación y empaque de productos frescos, hasta muy complejas y con gran inversión de capital como la extracción de aceites esenciales y aromas. En el siguiente esquema se presenta un resumen de la clasificación de la agroindustria por tipo y actividad económica.

Tabla 3. Clasificación de Agroindustrias según Tipo y Actividad Económica

Generalidades	Origen	Ubicación	Procesos Tecnológicos
Tipo de Agroindustria	Agrícolas Pecuarias Forestales Pesquera Florífera	Urbanas Locales o Regionales	Pequeñas plantas artesanales Grandes empresas transnacionales
Actividad Económica	Alimentarias Textiles Lácteas Cárnicas Farmacéuticas Ornamentales Químicas	*Analíticas* En una materia prima se obtiene más de un producto *Sintéticas* De varias materias primas un solo producto final	*Esquemas simples* Va desde la limpieza, clasificación de empaques de productos frescos *Esquemas complejos* Gran inversión de capital como extracción de aceites esenciales y aromas

Fuente. Elaboración propia

En conclusión de lo anteriormente mencionado, es importante destacar que toda la agroindustria tiene la particularidad de que un alto componente de su costo total esta representado por la adquisición de materia prima agropecuaria, cuyo abastecimiento conviene ser persistente, y se debe recurrir a la diversificación de sus productos para estar activas en todo el año. Aparte de ello, hay factores que inciden a su vez en su establecimiento como la existencia o ausencia de economías de escala en la base agrícola proveedora de insumos, el dinamismo de la demanda nacional e internacional de los productos, la relevancia del insumo agrícola en el valor del producto final, la flexibilización de la agroindustria en materia de escala y localización; y la capacidad de la agroindustria de promover el progreso técnico en la dotación agrícola.

2.7.3. Tipos de Cadenas Agroindustriales

El progreso técnico promovido por la agroindustria influye en sus cadenas productivas. Según estudios realizados por la Unidad de Desarrollo Agrícola de la CEPAL (1998) se mencionan cinco tipos de cadenas agroindustriales[9]:

La primera son cadenas *básicas tradicionales*. Estas cadenas están centradas en torno a granos básicos o tubérculos para consumo humano. Se determinan por bajas elasticidades de la demanda; gran heterogeneidad en la fase industrial; por la presencia creciente de economías de escala en la producción

[9] Tomado del libro. **Agroindustria y pequeña agricultura**: vínculos, potencialidades y oportunidades comerciales. CEPAL, Oficina Regional para América Latina y el Caribe de la FAO, GTZ. Naciones Unidas. Santiago de Chile, 1998. Capítulo III Pág. 38.

primaria; un comercio internacional dominado por un número reducido de grandes compañías transnacionales, con escasa transparencia en sus operaciones y su capacidad de inducir progreso técnico es muy reducida.

La segunda son *las cadenas básicas modernas.* Se caracterizan por un gran dinamismo en la demanda; posee economías de escala en algunos rubros (granos para alimentación animal y oleaginosas) y su relativa ausencia en otros (engorda de aves, remolacha azucarera, producción de leche, semillas). Su capacidad de inducir progreso técnico es elevada.

La tercera cadena es de *productos diferenciados o de marca.* Se definen fundamentalmente por el papel decisivo que desempeña la propaganda en la dinamización de la demanda. Además, el peso de los insumos agrícolas en el producto final (derivados de cereales, gaseosas y otros) es muy bajo; el núcleo agroindustrial es de un alto grado de concentración y escasa capacidad de inducir progreso técnico agrícola por la poca importancia del insumo agrícola en el valor final del producto.

Las cadenas de agroexportación tradicional tiene atributos semejantes a la cadena básica tradicional en cuanto a capacidad de inducir progreso técnico se refiere, las mayores exigencias de calidad y regularidad que plantea la exportación pueden provocar en una mayor capacidad de inducción en comparación a las agroindustrias que producen para consumo interno.

La última cadena se refiere a la *agroexportación nueva o moderna o sus equivalentes para el mercado interno.* En estas cadenas se producen productos de alto valor agregado por unidad de peso (hortofrutícolas, las flores, finas hierbas y otros); poseen gran dinamismo de la demanda internacional; por no presentar economías de escala significativas en la producción primaria permite obtener una rentabilidad elevada en unidades pequeñas, por un alto grado de concentración en el núcleo aerocomercial o agroindustrial. Estas cadenas poseen alto potencial para inducir progreso técnico en zonas de pequeña producción.

2.7.4. La Agroindustria en Costa Rica

La economía costarricense se ha caracterizado por la importancia considerable que le ha dado al sector agropecuario como generador de riqueza social, fuente de empleo y divisas. De la misma forma, nuestro país se ha ubicado entre los países del hemisferio con alta participación del sector agrícola en el producto interno bruto.

El proceso de industrialización de nuestro país en las últimas décadas ha demostrado grandes cambios estructurales a nivel industrial, tal y como se registró en América Latina desde la época de la post-guerra; cuyas primeras etapas adquieren importancia dentro de la producción industrial, aquellas actividades dedicadas a atender las necesidades más apremiantes de la población en materia de alimentación, vestimenta y vivienda; que viene ser una necesidad básica de la población, dentro de ello destacamos a las empresas

agroindustriales, empleada a la transformación primaria de la producción agrícola, animal o de la silvicultura.

La agroindustria por sus diferentes aportes a la generación de empleos y a la utilización de recursos locales, por muchos autores es considerada como un eje relevante para la superación de la pobreza. En Costa Rica en sus diferentes áreas de producción ha sido evidente el grado de importancia económica que genera el sector agroindustrial, sin embargo, hay vacíos importantes en cuanto a soporte financiero y asistencia tecnológica.

A inicios de los noventas el sector agroindustrial mostró un gran dinamismo en el mercado de valores, representando el 61% de su participación en acciones referente al total transado en la Bolsa Nacional de Valores para el año fiscal de 1991/92; pues esta promoción de inversión a través de la negociación de acciones representó un instrumento novedoso para las empresas agroindustriales, además venía ser una fuente importante de recursos frescos. Asimismo, los menores costos financieros que implican las emisiones de títulos valores en comparación con el crédito bancario.

Lo anterior se manifiesta en el sentido de que las empresas agroindustriales pueden reducir el costo de la intermediación bancaria que esta implícito en las tasas activas cobradas por las entidades de intermediación financiera. Es por ello que el mercado de valores es un mecanismo eficaz de canalización de recursos como fuente alternativa de financiamiento de estas empresas.

En consideración de ello, las empresas agroindustriales perdieron iniciativa en su participación en el mercado de valores a mediados de los años noventa, justificado por el peso de las emisiones de deuda del sector público, la ausencia de proporcionar mayores mecanismos de liquidez a las acciones sin obtener estos emisores inscritos los beneficios propios de un mercado organizado. Además de los estrictos cambios en los requisitos regulatorios de inscripción que desestímulo la salida masiva de las empresas agroindustriales de la bolsa de valores costarricense.

Capítulo 3. Marco Metodológico

En este capítulo se pretende establecer el enfoque y los métodos de investigación empleados, así como las fuentes utilizadas para obtener la información necesaria para el desarrollo del trabajo de investigación.

Asimismo se conceptualizan las variables del estudio y se da sustento al instrumento de investigación.

3.1. Tipo de Investigación

Nuestra investigación será una del tipo no experimental descriptivo ya que se recolectará la información necesaria sobre datos del mercado accionario costarricense así como información particular de los distintos partícipes con el fin de explicar que ha provocado la no utilización de la apertura patrimonial como medio de financiamiento. Se realizarán mediciones, evaluaciones y recolección de datos sobre diversos aspectos, dimensiones o componentes acerca del tema de investigación.

Un estudio descriptivo tal y como lo definen Hernández, Fernández y Baptista (2003) “busca especificar propiedades, características o rasgos importantes de cualquier fenómeno que se analice”[10]. Por su parte, el estudio exploratorio lo que busca es la familiarización de temas poco estudiados o de los cuales no se cuenta mucha información.

[10] Capítulo 5. Página 103.

La investigación no experimental descriptiva como lo señala Tamayo 1993 “Comprende la descripción, registro, análisis e interpretación de la naturaleza actual y la composición o proceso de los fenómenos”.

De esta forma se describirá, registrará, analizará e interpretará todos aquellos factores que afecten en la participación de las empresas en el mercado accionario del mercado de valores costarricense.

Se estudiará por un período de 9 a 12 años no sólo a las empresas agroindustriales sino también la situación del mercado accionario para el período en mención.

Técnicas como la confección de cuadros, gráficos, cálculos de promedios y porcentajes son utilizados en esta investigación; no se profundizará en causas o consecuencias ni se realizarán inferencias con los resultados obtenidos, sólo se expondrá y se describirán las características encontradas.

3.2. Hipótesis de Investigación

Según lo señalan Hernández, Fernández y Baptista 2003 “Las hipótesis indican lo que se busca o trata de probar y se define como explicaciones tentativas del fenómeno investigado, formuladas a manera de proposiciones”. (Pág. 122)

Asimismo indican que no todas las investigaciones plantean hipótesis. El hecho de que se formule una suposición depende de dos factores esenciales: el

enfoque de estudio y el alcance del mismo. Así, de acuerdo al trabajo que se realizó se consideró que no fue necesario el planteamiento de una hipótesis debido que el estudio se basó en el análisis de una problemática y no en la demostración de un supuesto.

3.3. Sujetos e Instrumentos de la Investigación

Las investigaciones poseen diversas fuentes de información que se componen tanto de personas como de documentos, de los cuales provienen todos los datos necesarios para elaborar el estudio. En este caso, los sujetos y fuentes de información se componen de la siguiente manera:

3.3.1. Sujetos de Investigación

El sujeto de estudio de la investigación lo constituye el mercado accionario como fuente alternativa de financiamiento, asimismo por las empresas agroindustriales del Valle Central costarricense quienes pueden participar como emisores accionarias en el mercado de valores.

3.3.2. Instrumentos de la Investigación

Para aprehender el objeto de estudio se hará uso de fuentes primarias y secundarias. Las fuentes primarias, tal y como lo definen Fernández, Hernández y Baptista (2003, Pág. 66) se trata de documentos que contienen resultados de estudios, tal y como son: libros, antologías, artículos, páginas

web, entre otros. Las fuentes secundarias son listas o compilaciones que reprocesan información de primera mano.

Según lo anterior, como mecanismos de investigación se hará uso de guía bibliográfica y documental, que permitirá dar base al tema de estudio. A su vez, se realizarán entrevistas abiertas a especialistas del mercado de valores, así como encuestas a personas y/o empresas vinculadas al sector agroindustrial costarricense.

Una entrevista estructurada o preparada se caracteriza porque se basa en una serie de preguntas predeterminadas, lo que tiene como ventaja la disminución de sesgos por parte de quien la aplica, ya que se realiza siguiendo un orden y formato previamente establecidos.

La entrevista semiestructurada por su parte, brinda una mayor libertad variando el orden de las preguntas y la forma de preguntar. Consiste básicamente en una conversación formal y en profundidad, con el fin de obtener mayor libertad y flexibilidad en la obtención de información.

La encuesta constituye un procedimiento sistemático de recolección de datos mediante el uso cuestionarios diseñados de forma previa por el entrevistador. Al utilizar cuestionarios, se obtienen criterios y opiniones por parte de los evaluados que permite elevar la veracidad de la información suministrada.

3.4. Selección de la muestra

Una muestra consiste en un subconjunto de casos o individuos representativos de una población estadística. Se utiliza con el fin de inferir propiedades de la totalidad de la población. Para obtener una muestra se hace uso de la herramienta del muestreo cuya función es determinar qué parte de la población debe examinarse. El error que se comete debido a que se está infiriendo sólo sobre una parte de la población se denomina error de muestreo.

Las muestras se clasifican en dos grupos: las no probabilísticas y las probabilísticas. Las primeras se caracterizan porque los elementos de la muestra son seleccionados al azar o con probabilidades conocidas. Las probabilísticas por su parte, tienen la particularidad que todos los elementos elegidos tienen la misma probabilidad de ser seleccionados, es decir, se basa en el principio de equiprobabilidad.

En el caso de este estudio se realizó una muestra no probabilística intencional ya que constituye una estrategia válida para la recolección de datos para muestras pequeñas y muy específicas. Se utilizó esta opción ya que el análisis se enfoca a las empresas agroindustriales del Valle Central costarricense. En nuestro país se carece de una fuente que delimite cuál es la población de este tipo de empresas. Según esto, se tomó como base la información que facilita la Promotora de Comercio Exterior (PROCOMER) del total de empresas exportadoras e importadoras al 2009.

Según lo anterior, y de acuerdo con la fórmula propuesta por Hernández, Fernández y Baptista[11] se tomo la siguiente fórmula de cálculo donde n, el tamaño de la muestra, es:

$n=n`/(1+ n`/N)$

donde

$n`= S^2/V^2$

n`= tamaño de la muestra

n= tamaño ajustado de la muestra

N= población de estudio

S= error estándar

V^2 = varianza de la población

S^2 = varianza de la muestra

Si tomamos p=0.5, S=0.05, por ser valores aceptables, para este caso N=218, tendríamos:

$S^2 = p(1-p)= 0.5(1-0.5)=0.25$

$V^2 = (0.05)2=0.025$

$n`= .25/.0025=100$

Ajustando:

$N=n´/(1+n`/N)=100/ (1+ 100/218)= 69$

[11] Hernández S., Roberto; Fernández C., Carlos y Baptista L.,Pilar Metodología de la Investigación.

3.5. Alcances y Limitaciones de la Investigación

3.5.1. Alcances

La elaboración de este trabajo de investigación pretende analizar los factores económicos y regulatorios que limitan a las empresas agroindustriales participar como emisores accionarios en el mercado de valores costarricense.
Para lograr lo antes expuesto, se aplicarán encuestas a expertos y ejecutivos vinculados al sector bursátil costarricense así como a empresarios del sector agroindustrial. Asimismo, se estudiará el mercado de valores costarricense y las condiciones actuales del mercado accionario.

La investigación, en su etapa de aplicación de instrumentos y análisis y sistematización de la información abarca un período entre nueve y doce años.
Con los resultados de la investigación se pretenderá dar una respuesta a la interrogante: ¿cuáles son las causas que limitan a las empresas agroindustriales participar como emisoras en el mercado de valores costarricense?.

3.5.2. Limitaciones

Uno de los mayores obstáculos de esta investigación fue la escasez de estudios e información específica, relacionada con el tema de la agroindustria a nivel nacional. No existe información segregada de participación al Producto

Interno Bruto sobre dicho sector por lo que se debió proyectar asumiendo los componentes del sector agrario e industrial.

La Cámara de Agroindustria no cuenta con un detalle específico de sus miembros ni estadísticas sobre los niveles de producción y desarrollo del sector. A pesar de que está fundada desde el año de 1946 se enfoca principalmente en ser vocera del sector agropecuario.

Para definir la población y por ende el tamaño de la muestra se tuvo que utilizar como fuente de información la cantidad de exportadores e importadores que registra la Promotora de Comercio Exterior ya que el resto de fuentes estadísticas nacionales no contaban con información específica para el sector agroindustrial.

Otra limitante importante fue la disponibilidad de las empresas a brindar información. El principal instrumento utilizado para la recolección de datos fue la encuesta, y muchas de las empresas eran reacias a brindar información, fuese por sus normas de confidencialidad o por el factor tiempo, lo cual demoró el tiempo previsto inicialmente para el desarrollo de la investigación.

Así, del total de 69 encuestas a realizar, sólo se pudieron hacer efectivas 61 encuestas, lo cual influye en el proceso de la investigación y la calidad de la información.

Por otra parte, se hicieron visitas personales con previa cita y al momento no nos atendían por falta de tiempo. Por ende la mayoría de las encuestas fueron debidamente contestadas vía web a través de una opción de Google que se llama Google Docs en la forma de documentos de encuestas.

Finalmente, el tiempo de aplicación de las encuestas fue lento, pues se tenía que insistir constantemente a los participantes del sector agroindustrial para que contestaran la encuesta.

Capítulo 4. Análisis e Interpretación de la Información

4.1. Analizar la evolución del mercado de valores costarricense y los sectores productivos particularmente las empresas agroindustriales.

En este apartado se realiza el análisis de los resultados alcanzados a través de la aplicación de la metodología descrita en el capítulo metodológico. Se analizarán e interpretarán los datos e información obtenidos a lo largo de la investigación con el fin de cumplir con el objetivo de este trabajo.

A través de las entrevistas realizadas a los representantes de las empresas agroindustriales y a los especialistas del sector bursátil se obtuvo la información necesaria para interpretar los resultados que permitirán contestar los objetivos planteados de la investigación.

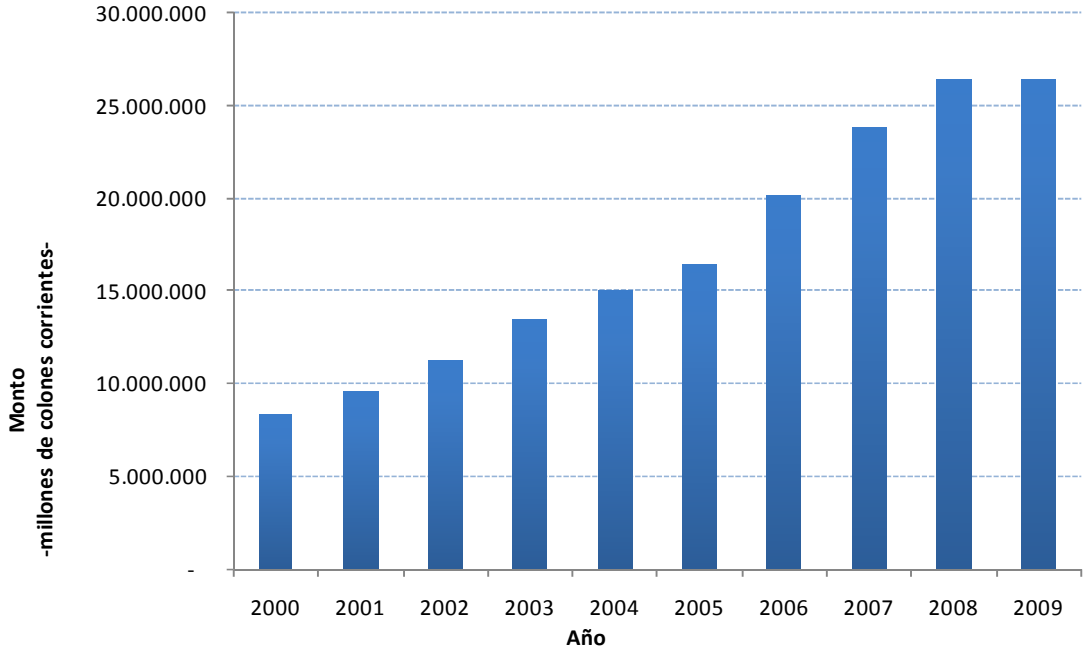
4.1.1 Evolución del Mercado de Valores Costarricense

El origen del mercado de valores se encuentra directamente vinculado con la aparición de la Bolsa Nacional de Valores en el año 1976. Para reflejar la evolución de dicho mercado basta observar los volúmenes de operación realizados en los últimos nueve años.

A manera de ilustración, según estadísticas de la Bolsa Nacional de Valores para el año 2000 el volumen total transado ascendía a los 8.277.820,99 millones de colones y para el año 2009 dicho monto rondaba los 26.359.859,10

millones de colones. En términos porcentuales este incremento equivale en promedio a un aumento en el volumen transaccional de un 13.92%.

Gráfico 1. Total Volumen Transado en la Bolsa Nacional de Valores 2000-2009



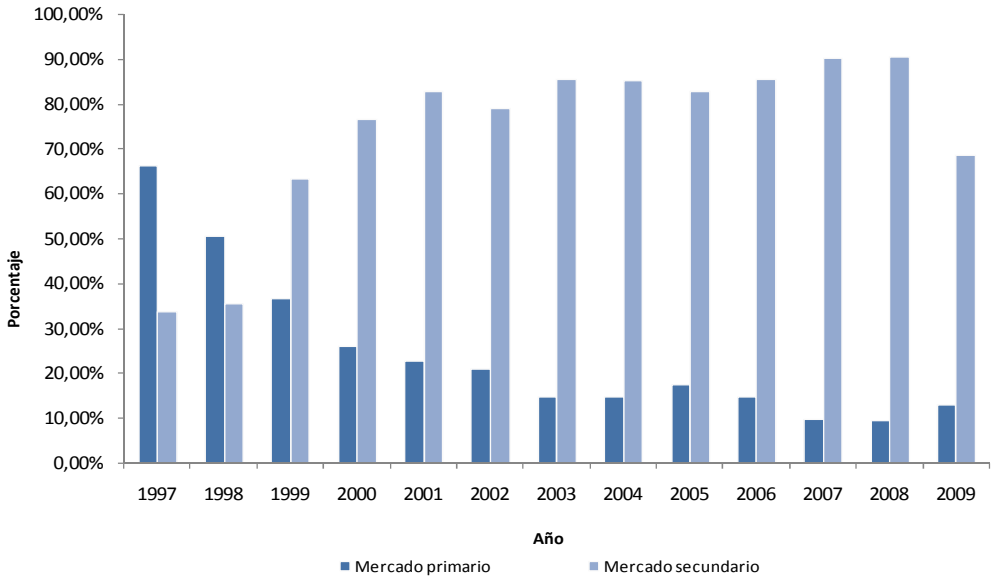
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores

Si se analiza el crecimiento del mercado de valores para el período 1997-2009, del volumen total de negociaciones, el setenta y nueve por ciento de éstas corresponden a transacciones del mercado secundario.

En términos porcentuales el gráfico 2 muestra precisamente como a partir de 1997 cuando las negociaciones en mercado primario o de primer orden representaban poco más del 65% del total de negociaciones realizadas, pasan a finales del año 2009 a niveles del 12%. El mercado secundario por su parte muestra una tendencia alcista desde 1999 con una pequeña corrección en el

año 2009 como consecuencia de la crisis financiera suscitada durante el año en mención.

Gráfico 2. Transacciones en la Bolsa Nacional de Valores según Tipo de Mercado a partir de 1997-2009
-datos porcentuales-



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores

Si bien el mercado de valores ha venido evolucionado durante los últimos años, su avance ha sido poco significativo producto de la disminución de la cantidad de emisores. Al revisar el avance del mercado de valores por tipo de mercado, los gráficos anteriores exponen de forma evidente el poco desarrollo alcanzado. El mercado primario que es donde las empresas se financian a través de activos de primer orden viene en detrimento y el mercado secundario que es donde los inversionistas negocian estos activos se incrementa con el pasar de los años.

Si se analiza el crecimiento del mercado secundario por el tipo de operación tal y como se aprecia en el Cuadro 3 se observa que el incremento depende del aumento en las negociaciones de operaciones de recompra y no así por negociaciones de bonos o acciones.

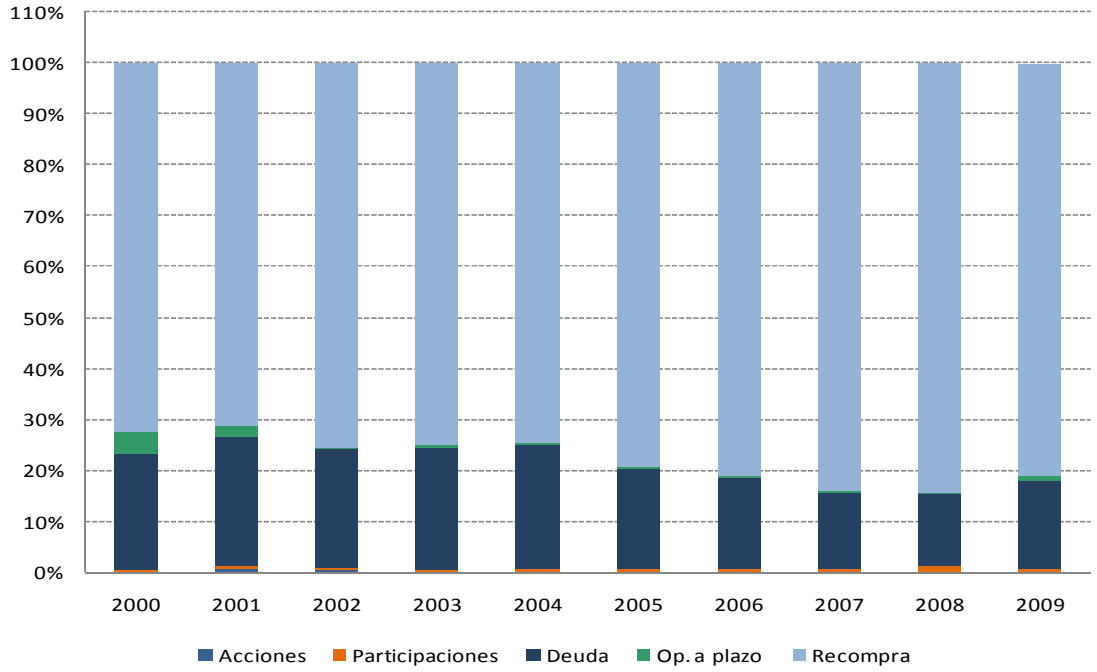
Tabla 4. Volumen Total Transado en Bolsa Nacional de Valores según tipo de operación en el mercado secundario en términos porcentuales

Activo/ Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Acciones	0,37%	0,64%	0,40%	0,14%	0,18%	0,11%	0,22%	0,20%	0,19%	0,13%
Participaciones	0,18%	0,57%	0,76%	0,45%	0,46%	0,72%	0,67%	0,66%	1,12%	0,52%
Deuda	22,83%	25,52%	22,98%	24,01%	24,55%	19,82%	17,95%	15,11%	14,34%	17,50%
Op. a plazo	4,42%	2,34%	0,30%	0,52%	0,10%	0,01%	0,00%	0,00%	0,07%	0,86%
Recompra	72,20%	70,94%	75,56%	74,88%	74,72%	79,34%	81,16%	84,02%	84,29%	80,52%
Liquidados										0,22%
Venta de posición										0,25%

Fuente. Elaboración propia con datos de la BNV

El mercado accionario según se observa en el cuadro anterior, no alcanza siquiera el 1% del total de negociaciones del mercado secundario, las operaciones de recompra por su parte representan cerca del 77% seguido por las operaciones de deuda que rondan aproximadamente el 20% del total de negociaciones.

Gráfico 3. Volumen Total Transado en la Bolsa Nacional de Valores según Tipo de Operación en Mercado Secundario 2000-2009

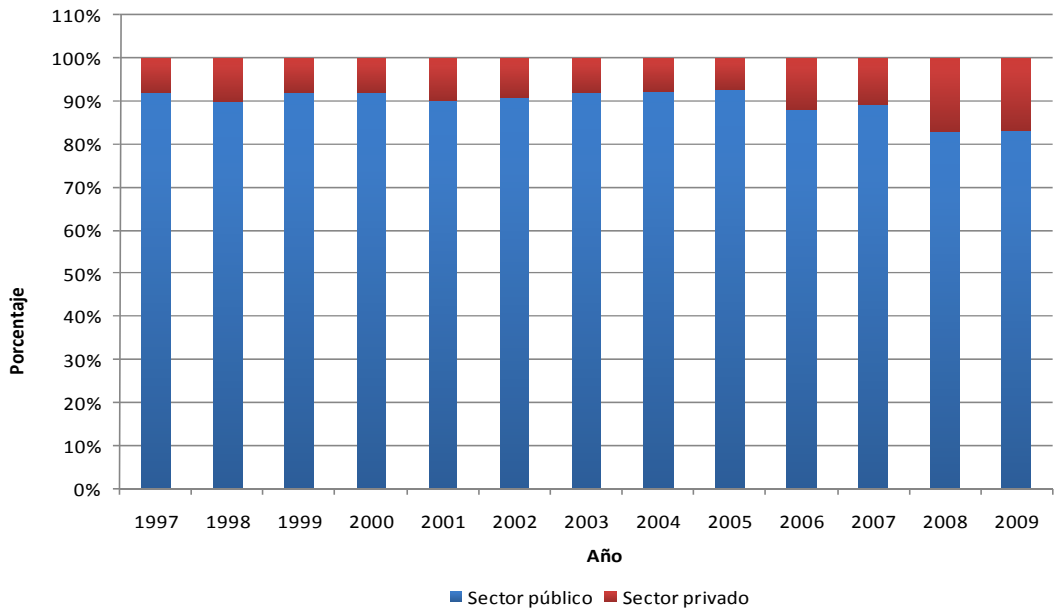


Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores

En términos porcentuales, el mercado accionario en los últimos diez años, no ha llegado a representar ni el uno por ciento del total de negociaciones en el mercado secundario. Los títulos de deuda por su parte tienen un porcentaje de participación superior al 14% del total negociado.

Si se analiza la información por el tipo de sector vemos que para el período en estudio, más del 80% del total de negociaciones corresponden al sector público y no es sino hasta el año 2008 donde se ve una mayor participación del sector privado en el total de negociaciones de la Bolsa Nacional de Valores.

Gráfico 4. . Participación Porcentual según Sector del Total de Negociaciones en la Bolsa Nacional de Valores 1997-2009



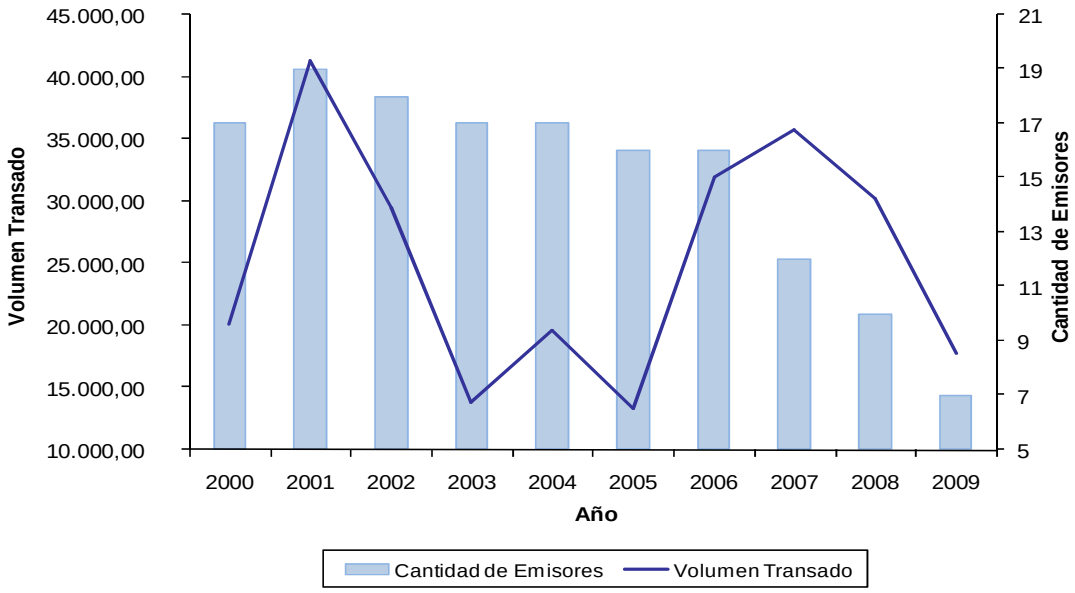
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores

Adicionalmente, si se analiza la evolución del mercado de valores por la cantidad de participantes que lo conforman. A julio del 2010, según datos de la Superintendencia General de Valores hay registrados 18 puestos de bolsa, 242 agentes corredores de bolsa inscritos y 49 emisores del sector privado y 26 emisores del sector público tanto local como internacional.

En cuanto al número de participantes del mercado accionario, este se ha visto reducido con el transcurso de los años. Para el período comprendido entre los años 2000 al 2010, el número de emisores registrados en la Superintendencia General de Valores pasó de 27 a 7 emisores, que equivale a una reducción del 74% de los participantes.

En cuanto a las negociaciones de acciones según cantidad de emisores, para el período comprendido entre el 2000-2009, como se aprecia en el gráfico 5, la cantidad de emisores osciló en un promedio de 15 por año y en volúmenes totales negociados, las fluctuaciones a la baja o al alza dependieron en parte por las recompras realizadas por los mismos emisores, ante adquisiciones o fusiones de dichas empresas por otras entidades.

Gráfico 5. Cantidad de Emisores Accionarios en el Mercado Secundario por Volumen Total Transado
-millones de colones-
2000-2009



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores

A manera de conclusión podemos decir que está reducción en la cantidad de emisores tal y como lo señalan Alberto Franco, consultor económico y Humberto Trejos, gerente de mercadeo de INS Valores se debe a que existe un sesgo tributario a favor del endeudamiento bancario, lo cual conlleva a que la capitalización del mercado accionario se contraiga cada vez más.

Por otra parte como señala Lizano (pág. 314), el hecho de que en países pequeños, la composición de las empresas sea de índice familiar y por ende para su crecimiento y modernización, no alcance sólo con su capacidad de endeudamiento, muchos de los socios lo que hacen es vender su empresa a compañías extranjeras interesadas en la cuota de mercado, conllevando a una reducción más marcada del mercado accionario.

4.1.2 Evolución del Sector Agroindustrial

En la década de los setenta y ochentas se impulsó un modelo de trabajo para el soporte y desarrollo de las agroindustrias, promovido por el Centro de Investigación en Tecnologías de Alimentos (CITA). Dicho modelo se baso en la promoción de empresa en las zonas rurales principalmente, dedicadas a la producción de jaleas, mermeladas, frutas frescas, pescado, chips de banano, entre otros.

En 1991 el Consejo Nacional de Producción (CNP) realizó un primer inventario nacional del sector agroindustrial, diagnosticando la forma de administración y operativa de las empresas que conforman el sector y la problemática por las que atraviesa. Este primer estudio hace referencia a las formas de organización de la agroindustria, la política sectorial industrial, aspectos institucionales, distribución geográfica por región, entre otras variables.

Este estudio realizado por el CNP concluyo que más del 59% de las empresas son Sociedades Anónimas, el porcentaje restante está repartido por

Asociaciones, empresas con Sociedad con Responsabilidad Limitada y Cooperativas. Además las políticas macroeconómicas afectan directamente al sector, donde el sector externo es el principal dinamizador de la economía y acompañado de una mayor apertura económica permite un crecimiento de nuevos productos agroindustriales, nuevas políticas de precios, tasas de interés, gasto público, tipos de cambios, eliminación de subsidios.

En el año 2004 un estudio elaborado por Domínguez, presenta un trabajo del sector agroindustrial en las diferentes regiones del país clasificando las empresas en agroindustria primaria, gran agroindustria y la pequeña agroindustria. Entendemos por agroindustria primaria a las empresas dedicadas a la producción de frutas y vegetales; y que pasan por un proceso de lavado, cepillado y empacado, almacenado en niveles de refrigeración para su preservación en el traslado al exterior o a la capital. En el siguiente cuadro se presenta un resumen del número de agroindustrias por región, del estudio realizado por Domínguez, 2004.

Tabla 5. Agroindustrias identificadas por región en Costa Rica en 2004

Región	Agroindustria "Primaria"	"Gran" Agroindustria	"Pequeña" Agroindustria	Total por Sector
Huetár Atlántica	70	5	6	81
Chorotega	20	22	24	66
Pacífico Central	22	22	49	93
Huetár Norte	89	18	37	144
Brunca	67	15	68	150

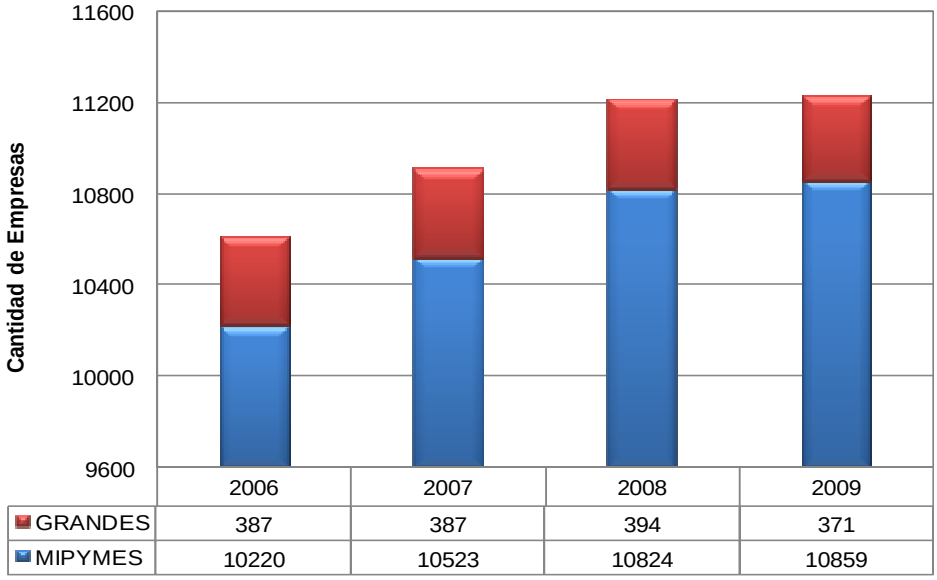
Fuente. Elaboración propia con datos de Domínguez, 2004.

En el cuadro anterior se puede apreciar que para el año 2004, la mayor concentración de agroindustrias son de clasificación primaria, representando más del 50% del sector. El resto esta concentrado en “pequeña” agroindustria y

una escasa proporción superior al 15% de “gran” agroindustria. Asimismo, el estudio antes mencionado demuestra la dificultad de estas empresas para tener acceso al crédito debido a la falta de títulos de propiedad y garantías exigidas.

En el siguiente grafico se presenta la cantidad de agroindustrias por año, divididas en grandes, medianas y pequeñas empresas (MIPYMES) a partir del año 2006 al 2009.

Gráfico 6. Cantidad de Agroindustrias por Tipo de Empresa 2006-2009



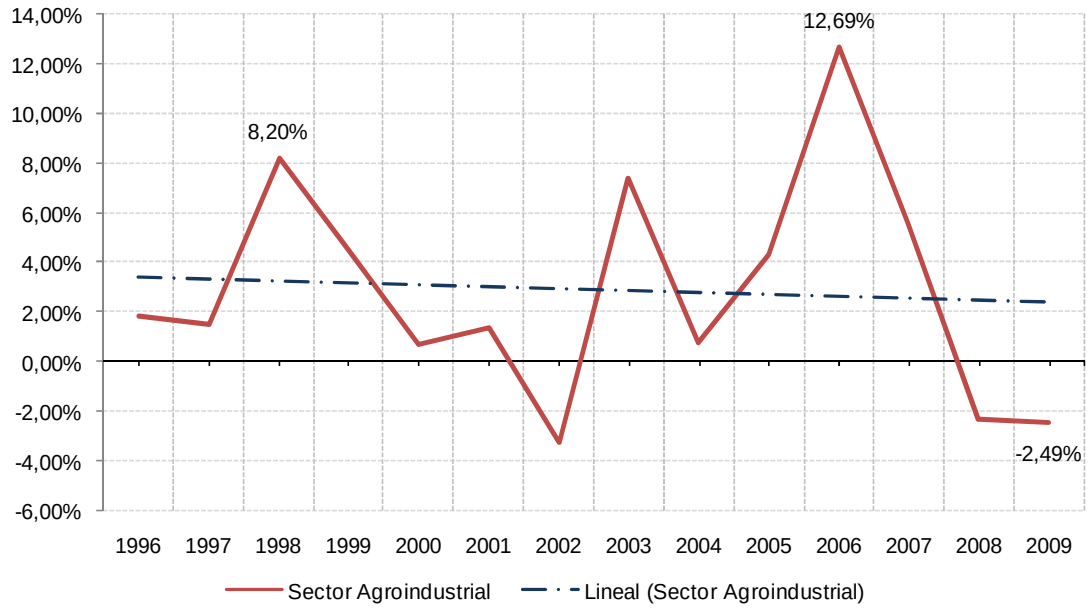
Fuente. Elaboración propia con datos de MIDEPLAN

En el esquema el número de empresas agroindustrias que han venido en crecimiento son las MIPYMES, en cambio las grandes empresas agroindustriales han mostrado un decrecimiento importante, explicado en parte

por los programas de desarrollo para las medianas y pequeñas empresas impulsado por el Gobierno y la banca estatal lo que ha permitido un mayor auge para este sector.

Las grandes empresas por su parte, se han visto afectadas primero por la crisis financiera del 2008 y la dificultad de acceso al crédito bancario. Además, carecen de políticas propias para su desarrollo, y de un alto capital financiero que les permita tener posibilidades de algunos beneficios y servicios. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del sector agrícola según el Producto Interno Bruto a precios constantes a partir del año 1996 al cierre del año 2009.

Gráfico 7. Evolución de la Agricultura, Silvicultura y Pesca según PIB a Precios Constantes
-1996-2009-



Fuente. Elaboración propia con datos del BCCR

En los últimos años el sector agrícola ha mostrado gran dinamismo, no obstante a pesar de que representa una actividad estratégica para la economía nacional, tal y como se estima, a lo largo del tiempo muestra una tendencia decreciente debido a factores endógenos y exógenos de la economía. Estos factores están determinados por los altos incrementos de los precios de las materias primas, el petróleo, la volatilidad de los tipos de cambio, entre otros.

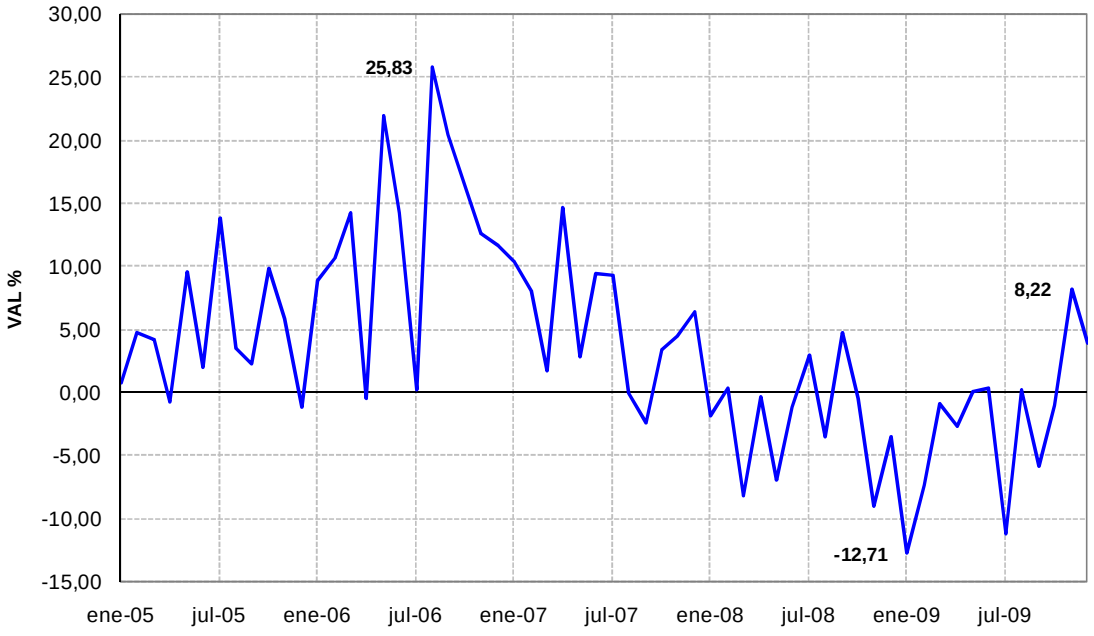
Para el año 1998, el sector agrícola mostró un crecimiento del 8.20% respecto al año anterior, posteriormente presenta una caída considerable hasta llegar a niveles de decrecimiento de hasta un -3.26% en el 2002. Asimismo en los años siguientes se dio una gran recuperación hasta niveles del 12.69%, bonanza que se demuestra con políticas macroeconómicas enfocadas a una reconversión productiva, la modernización institucional y el desarrollo rural que permite una mayor competitividad.

Es así que para los últimos tres años el sector nuevamente ha mostrado un decrecimiento económico por factores externos como la entrada de la crisis económica en EE.UU., el poco acceso al crédito, los elevados precios de las materias primas, entre otros, razones que llevaran a que al cierre del 2009 la tasa de crecimiento del sector se ubicara en -2.49%.

La siguiente gráfica muestra la variación interanual del sector agrícola, silvicultura y pesca entre el año 2005-2009 con datos del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) por Industria. Así como en el análisis anterior, los

movimientos de alzas y caídas abruptas en la gráfica se explican por las condiciones del mercado local e internacional.

Gráfico 8. Variación Interanual del Sector Agrícola, Silvicultura y Pesca según IMAE
-1996-2009-



Fuente. Elaboración propia con datos del BCCR

Es importante destacar que la variación interanual lo que considera es la variación del último mes sobre el mismo mes del año anterior. Esto implica que a finales del 2008 el índice mostró caídas considerables hasta llegar a niveles bajos del período al ubicarse en -12.71% a inicios del año 2009, lo que demuestra que el sector agroindustrial se vio afectado por la desaceleración de la economía y los efectos de la crisis financiera.

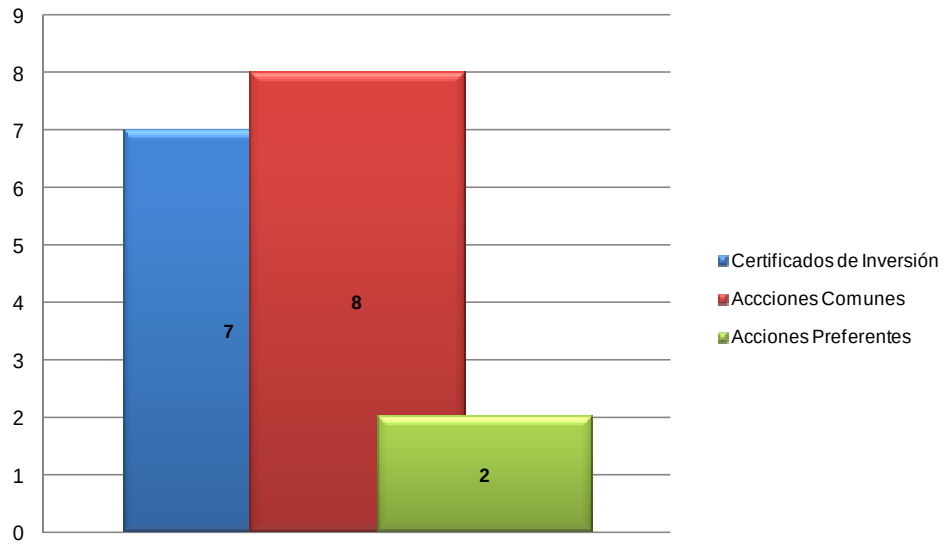
Debido a las políticas de estabilización de la economía, aunado a la confianza del sector productivo es que a finales del año 2009 se muestra un crecimiento del 8.22% respecto al año anterior.

En la actualidad, tal y como lo plantea el plan de Gobierno, la máxima entidad gubernamental, cuenta con un marco legal y político para el impulso y la promoción de las empresas del sector agroindustrial; sin embargo, no se plantean estrategias, proyectos y programas para llevar a cabo estas leyes.
Si bien el apoyo del Gobierno es restringido y los créditos bancarios a parte de ser limitados, cuenta con tasas de interés altas que no permite trabajar a las empresas; otro factor que afecta al sector agroindustrial es la infraestructura, ya que no cuentan con bastante espacio para procesar sus productos.

Bajo dichas circunstancias, el sector agroindustrial a través de los años ha experimentado grandes necesidades de crecimiento, cuyos proyectos de inversión no solo depende de las capacidades propias de financiamiento a través de los aportes de los socios o de la desacumulación de las utilidades retenidas de periodos anteriores; sino más bien, requirieron del mercado de valores costarricense para financiar sus proyectos de largo plazo.

Es así que un estudio realizado por Rodrigo Matarrita en el año 1993, demostró que existió gran participación del sector agroindustrial en el mercado de valores costarricense, lo cual representaba una forma alternativa de apertura de su patrimonio como una fuente de financiamiento. En el siguiente gráfico representamos dicho hecho importante:

Gráfico 9. Emisión de Títulos Valores de Empresas Agroindustriales ligadas a la Comisión Nacional de Valores Año 1993



Fuente: Elaboración Propia a partir de información sumistrada por la CNV

Como apreciamos en el gráfico anterior de 16 empresas con emisiones registradas en la Comisión Nacional de Valores a finales del año 1993 (ver anexo No.1), 7 de ellas ofrecían cotizaciones en Certificados de Inversión (títulos de deuda) y 10 empresas cotizaban sus acciones (8 en acciones comunes y 2 en acciones preferentes) en el mercado de valores en consideración en que una de estas empresas cotizaba certificados de inversión y acciones comunes a la misma vez. Esto nos comprueba que los mecanismos de deuda o generadores de pasivos han sido los métodos de financiamiento más utilizadados por las empresas privadas.

Actualmente la mayoría de las empresas agroindustriales dejaron de participar del mercado búrsatil como una fuente alternativa de financiamiento, lo cual es posible determinar que los proyectos de inversión de este sector estan siendo

financiados por métodos convencionales como el crédito bancario con costos financieros más altos y acarreando con el peso del costo de la tasa activa cobrada por las entidades de intermediación financiera.

4.2. Establecer la importancia del mercado de valores costarricense como fuente de financiamiento para las empresas agroindustriales

En este apartado se pretende conocer las condiciones económicas y financieras actuales de las empresas agroindustriales para sustentar la posibilidad de incrementar o mejorar los proyectos de inversión de largo plazo a través del mercado de valores costarricense (mercado accionario) como una fuente alternativa de financiamiento. Actualmente el sector agroindustrial esta atravesando por condiciones económicas aceptables, según la opinión de la mayoría de encuestados vinculados a dicho sector.

En un total de 61 empresas consultadas acerca de las condiciones económicas por las que ha atravesado el sector agroindustrial en los últimos doce años, tal y como se expone en el cuadro 7, se observa la apreciación de 28 encuestados acerca la condición económica regular para el sector equivalente a un 46% (ver gráfico 8). Existen 29 participantes del sector que concuerdan que las condiciones económicas se ubican entre buenas y muy buenas correspondiente a un 25% y 23% sucesivamente y tan solo sólo un 7% cree que las condiciones del sector han sido malas.

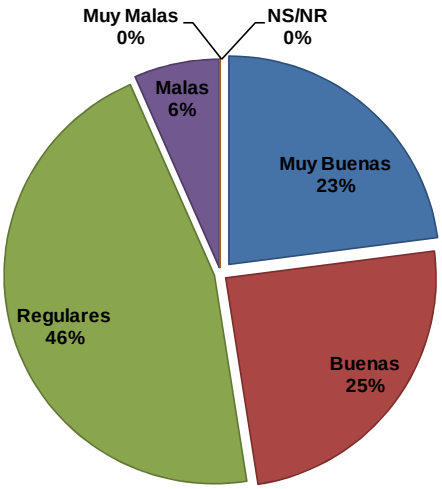
La reacción de los encuestados en la consulta anterior se justifica en parte por los efectos de la crisis internacional, si bien, ha habido ganancia por la evolución mundial en el precio de los alimentos ha sido afectado por otra parte por los aumentos del petróleo en épocas de liquidez, provocando sobrecostos en la producción. En circunstancia donde hay falta de liquidez y la caída del precio del petróleo ha llegado a mínimos históricos de 37 US/Barril (Reuters 2009), los precios de los alimentos decrecieron por la menor demanda; las fluctuaciones de la tasa de cambio, ha lesionado la rentabilidad de las prácticas productivas, asociada con los aumentos de los costos de producción.

Tabla 6. Condiciones económicas del sector agroindustrial según número de encuestados

RESPUESTA	FRECUENCIA
Muy Buenas	14
Buenas	15
Regulares	28
Malas	4
Muy Malas	0
NS/NR	0
TOTAL	**61**

Fuente. Elaboración propia con datos de la BNV

Gráfico 10. Condiciones económicas de las empresas agroindustriales entrevistadas

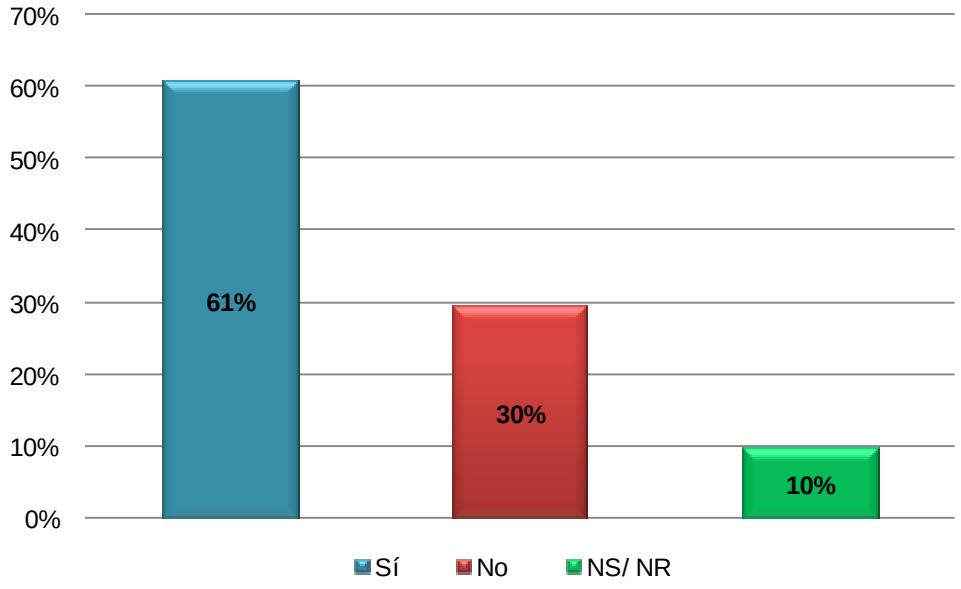


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

En relación a la consulta anterior se realiza la siguiente pregunta a los encuestados: ¿consideran que el avance alcanzado en el sector agroindustrial ha sido relevante en los últimos doce años?

Las respuestas obtenidas de la pregunta anterior muestra un 61% de los encuestados consideran que el avance alcanzado en los últimos doce años ha sido importante para el sector agroindustrial, un 30% difirió de ello y un 10% no respondió ha dicha interrogante.

Gráfico 11. Percepción de Encuestados sobre Avance alcanzado por el Sector Agroindustrial en los últimos doce años



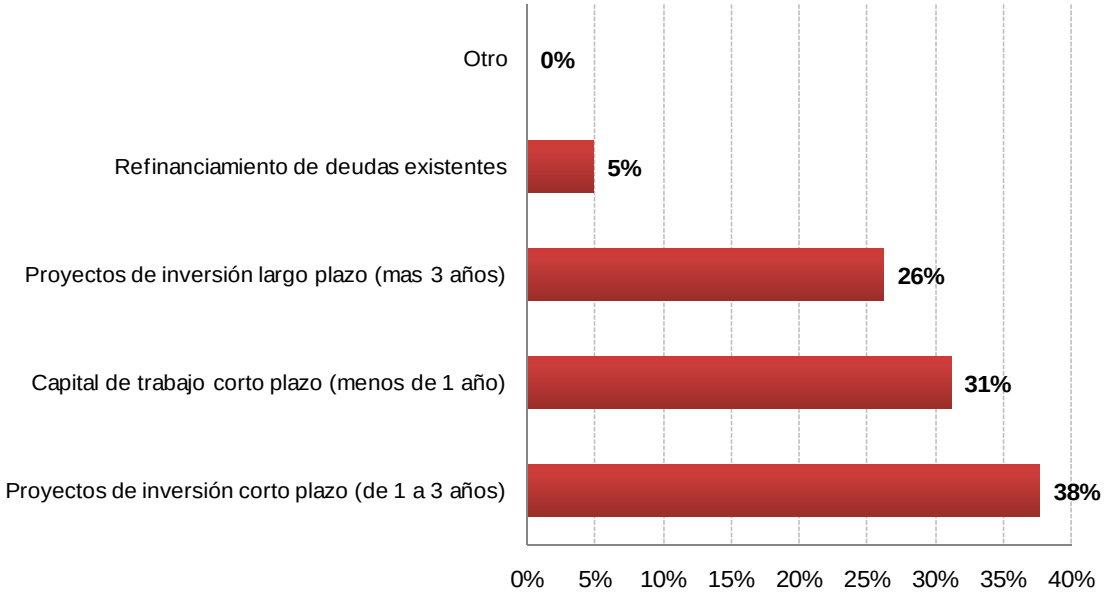
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Las cifras correspondientes al sector agroindustrial para el año 2009 fueron satisfactorias a pesar de las condiciones económicas inestables; según datos presentados por la Promotora de Comercio Exterior (PROCOMER), demuestra que los productos agroindustriales como los purés de frutas, jugos y concentrados de frutas experimentaron un crecimiento positivo, ya que en el

mismo lapso en estudio aumentaron sus exportaciones en un 7,7% y 14% respectivamente y en comparación con el 2008 (El Financiero 2009). En consideración de una caída en las exportaciones del 14,2% en el primer semestre del 2009.

Lo anterior revela la importancia del sector agroindustrial como una estrategia para el desarrollo económico de las actividades productivas del país, de manera que estas empresas requieren de necesidades de expansión para su crecimiento. El economista del FMI para Centroamérica Alfred Schipke (La Nación, 2008) expresó que aunque Costa Rica esta en una posición fuerte para hacer frente a las condiciones económicas como las vividas en el año 2009, debe buscar opciones de financiamiento adelantada, para asistir alguna necesidad. Ante esta circunstancia se les preguntó a los encuestados acerca de las necesidades de financiamiento que posee las empresas agroindustriales, cuyos resultados se presentan en la siguiente gráfica:

Gráfico 12. Necesidades de Financiamiento de las Empresas Agroindustriales

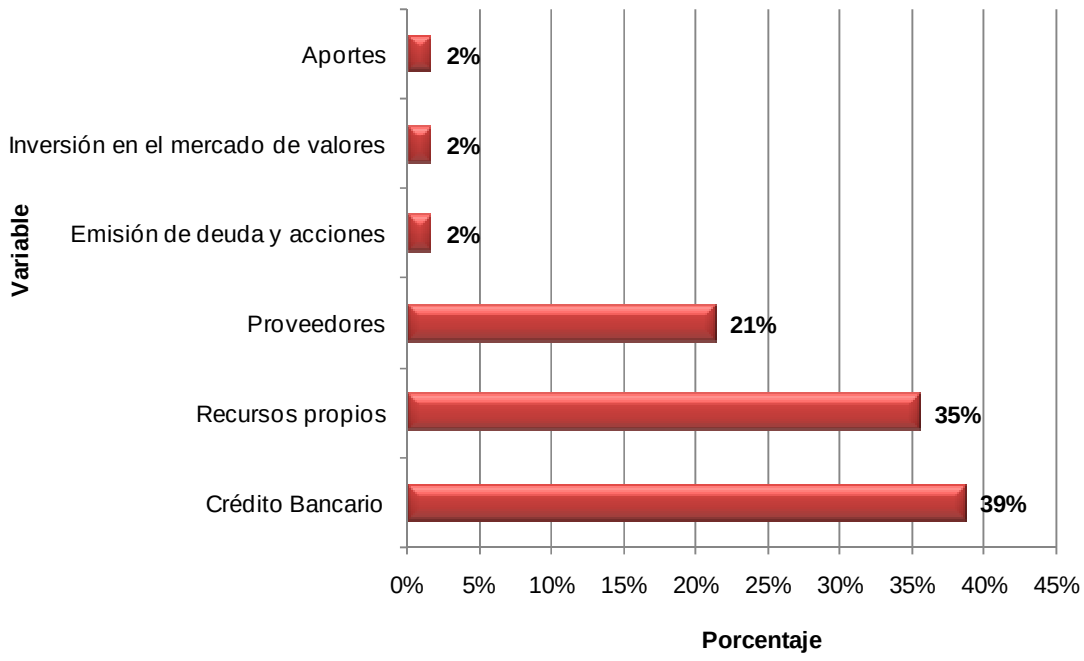


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

De las 61 agroindustrias encuestadas, el 38% expresan sus necesidades de financiamiento para proyectos de inversión a corto plazo (de uno a tres años); el 31% de las empresas requieren de financiamiento para capital de trabajo de corto plazo; el 26% de los encuestados mencionan que emplean el financiamiento para proyectos de inversión a más de tres años y tan sólo el 5% de las empresas necesitan financiamiento para refinanciar las deudas existentes.

Aunado a esto, se indagó a los encuestados sobre los métodos actuales de financiamiento que utilizan las empresas agroindustriales para sufragar sus necesidades de inversión. Las declaraciones evidencian la mayor utilización de los métodos convencionales de financiamiento por parte de las empresas agropecuarias:

Gráfico 13. Métodos Actuales de Financiamiento que utilizan las Empresas Agroindustriales

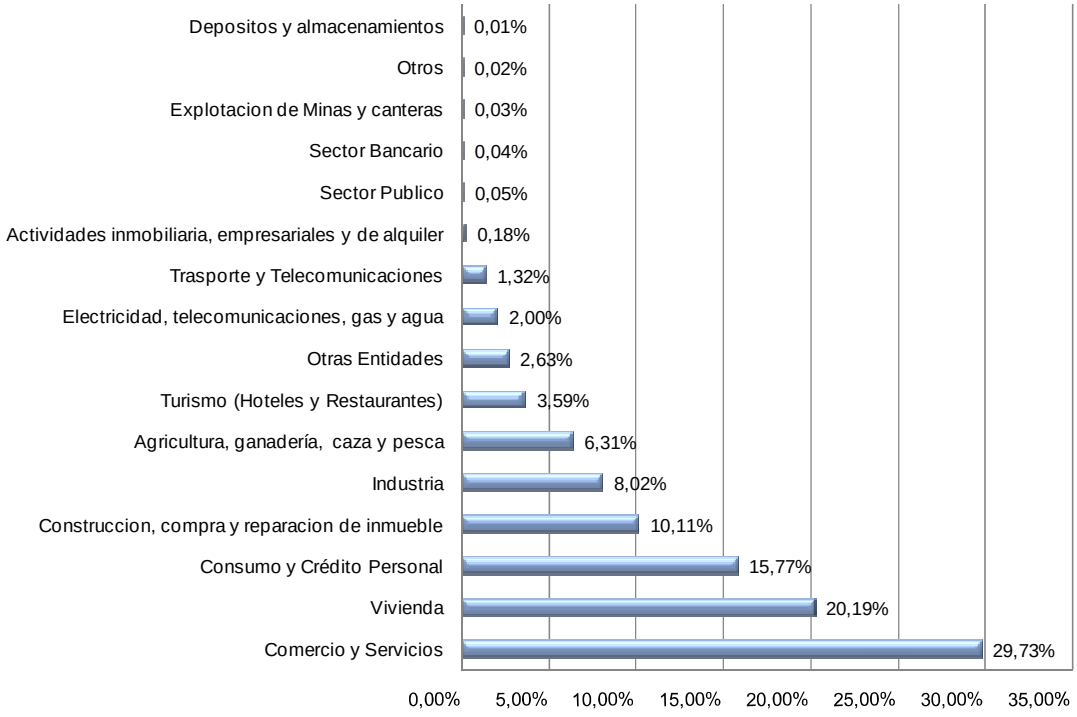


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

El 39% de las empresas utiliza como método de financiamiento el crédito bancario, seguido de un 35% de recursos propios y un 21% de proveedores. De esta manera, el sector agroindustrial emplea el sistema de financiamiento convencional como medio para financiar sus proyectos de inversión, y por consiguiente, el uso de los recursos propios.

En complemento del resultado anterior, es oportuno medir el comportamiento del crédito bancario tanto público y privado según sector económico con el propósito de verificar la existencia de la disparidad en la colocación de fondos destinados por dichas entidades según la actividad económica.

Gráfico 14. Cartera de Crédito de los Bancos Públicos del País por Actividad Económica a Diciembre del 2009



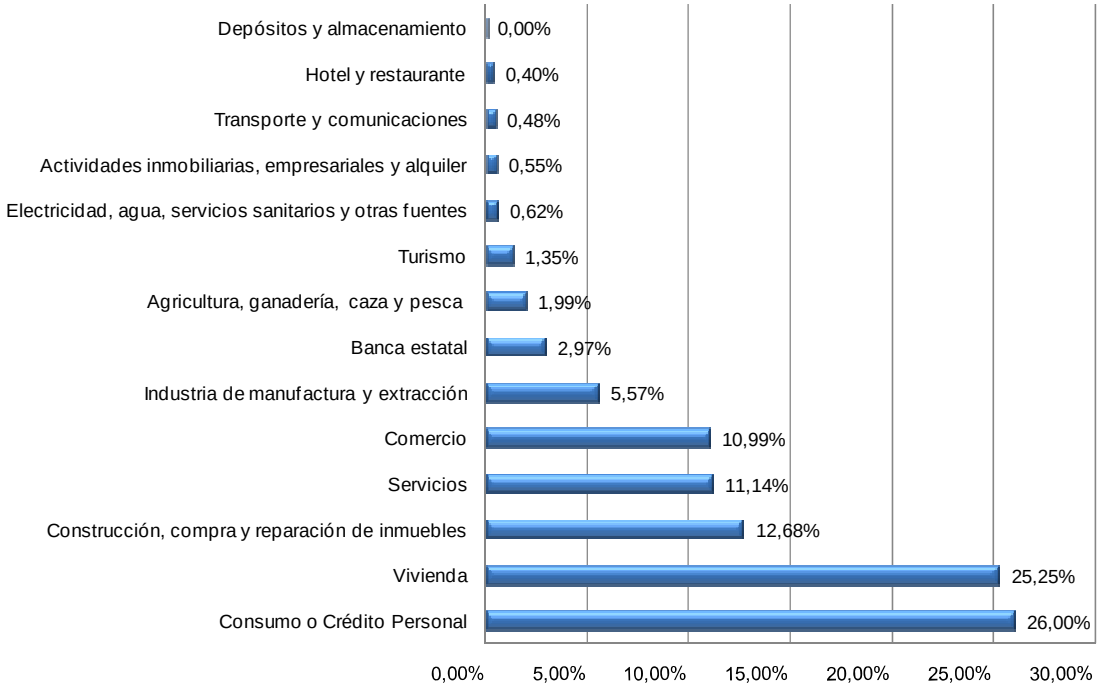
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SUGEF

El gráfico anterior muestra que el crédito de los bancos públicos a diciembre del 2009 esta distribuido en un 29,73% al sector comercial y servicios; en un 20,19% para vivienda; un 15,77% en crédito personal y tan sólo un 6.31% para el sector agrícola, ganadera y pesca.

Caso contrario sucede con la distribución de créditos de la banca privada[12] , donde para diciembre del 2009 la mayor colocación de crédito se ubica en el consumo personal en un 26%, seguido por un 25,25% en vivienda y tan solo un 1,99% en agricultura, ganadería, caza y pesca.

[12] Los bancos privados en estudio para este análisis son los cuatro bancos más importantes del país, Scotiabank, HSBC, Citibank y Bac San Jose.

Gráfico 15. Cartera de Crédito de los Bancos Privados del País por Actividad Económica a Diciembre del 2009



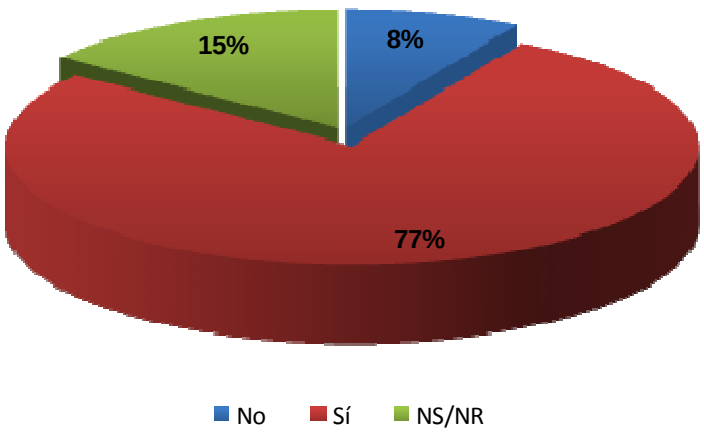
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SUGEF

Es importante destacar que el negocio de la banca privada no esta enfocado a los créditos al sector agrícola ó industrial, pues su mayor colocación depende de los créditos personales con un 26% al mes de diciembre del 2010, seguido por créditos hipotecarios con un 25,25%. El acceso al crédito bancario al sector agroindustrial es más limitado por las entidades financieras privadas que en las públicas observada por los créditos impulsadas a las PYMES.

Lo anterior, puede deberse no sólo por la estrategia de negocios tanto de la banca privada como de la pública, sino también por los costos de intermediación que difieren de un banco a otro y a su vez porque los bancos públicos en alguna medida, deben apoyar el financiamiento a sectores

productivos del país. Bajo este contexto, se le consulta a los participantes del sector agroindustrial si requieren de nuevos métodos alternativos de financiamiento, para lo cual obtuvimos los siguientes resultados:

Gráfico 16. Métodos Alternativos de Financiamiento para el Sector Agroindustrial



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

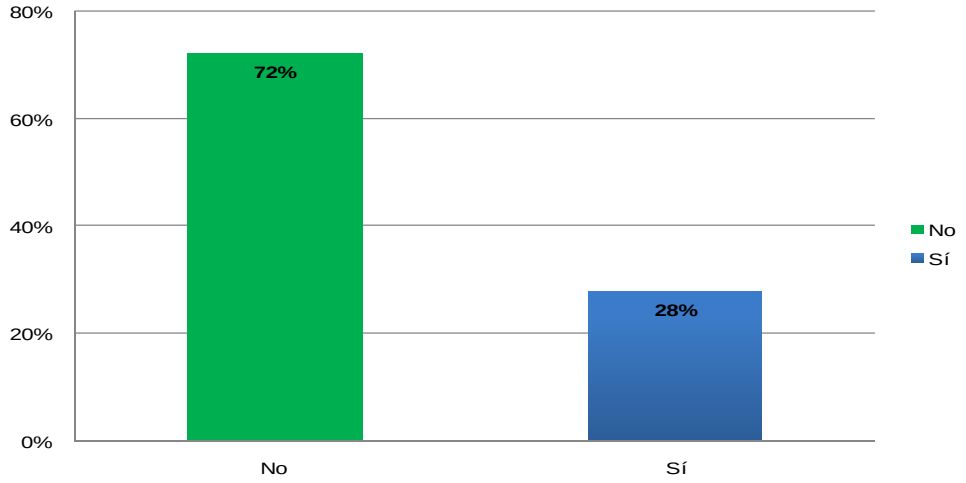
La anterior pregunta demuestra que de los 61 encuestados, el 77% concuerda con que es necesario nuevos métodos de financiamiento, mientras que el resto consideran que no es necesario nuevas alternativas de financiamiento, lo que indica que están conformes con los utilizados hasta este momento.

Esto a su vez confirma la necesidad de nuevas modalidades de inversión, tal y como lo comentan los encargados de proyectos como MAPA y Programa de Emisores en la charla para agentes corredores de Bolsa en Noviembre de 2010, donde señalaban que la BNV, en los distintos estudios de mercado que

ha realizado, esta consiente de la necesidad de nuevas modalidades de inversión.

Según estudios anteriores, empresas del sector agroindustrial habían sido partícipes del mercado de valores costarricense, no obstante hoy día su presencia en dicho mercado es muy baja o casi nula lo cual constatamos ante la siguiente pregunta efectuada: ¿Su empresa ha utilizado como método de financiamiento el mercado de valores costarricense?

Gráfico 17. Utilización del Mercado de Valores como Método de Financiamiento



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

De estos resultados el 72% no han participado en el mercado de valores costarricense y el 28% restante participaron del mercado de valores costarricense como inversionistas, es decir, compradores de deuda a corto o largo plazo y utilizando esta como medio de financiamiento a través del reporto tripartito.

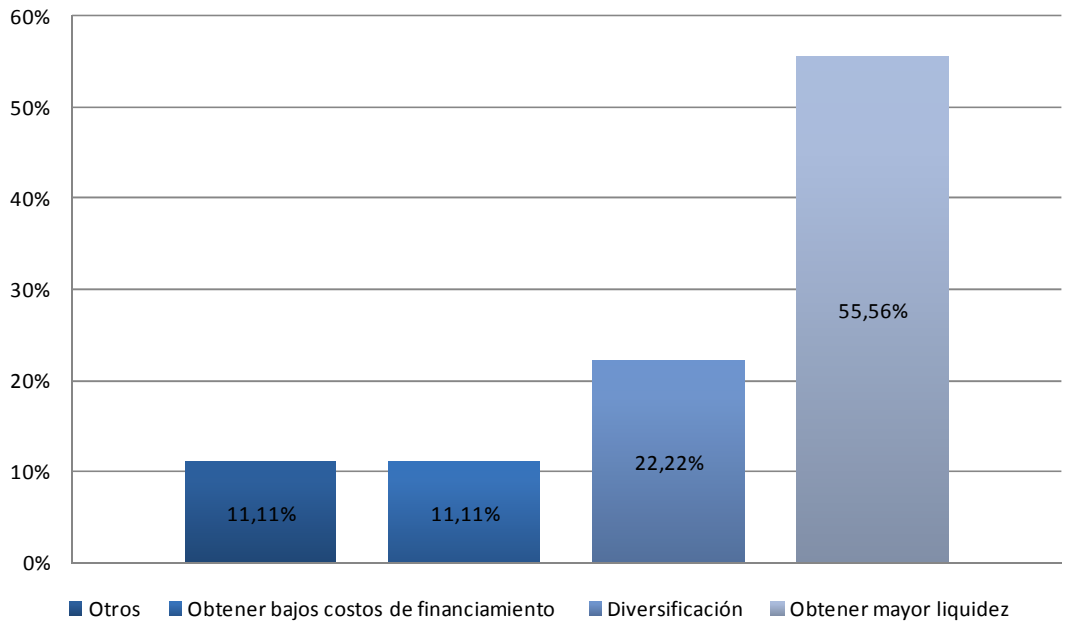
Ante la pregunta ¿qué elementos motivaron a su empresa a ser partícipe del mercado de valores costarricense?, se obtuvo las siguientes respuestas:

Tabla 7. Elementos que motivaron a las empresas a participar en el Mercado de Valores Costarricense

Variable	Frecuencia
Diversificación	6
Obtener costos de financiamiento más bajos	3
Obtener mayor liquidez	15
Otros	3

Fuente. Elaboración propia

Gráfico 18. Elementos que motivaron a la empresa Agroindustrial participar en el Mercado de Valores Costarricense

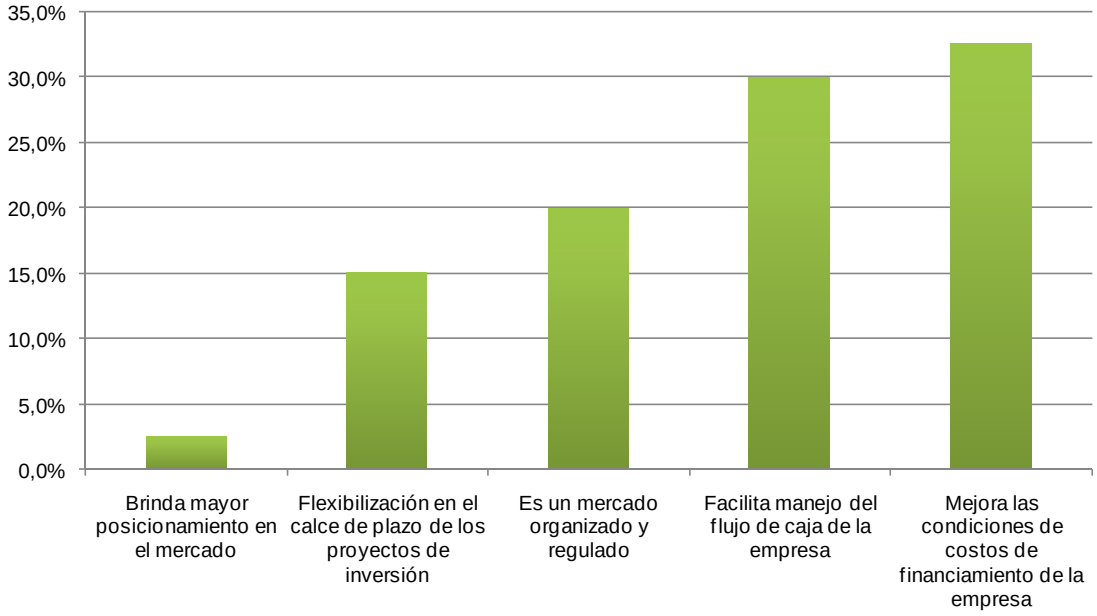


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Dentro de los elementos que motivaron a las empresas agroindustriales a participar del mercado de valores costarricense, el 55% correspondió a obtener mayor liquidez, un 22% a la diversificación de su cartera de inversiones y un 11% para obtener costos de financiamiento más bajos.

A su vez, sobre la consulta a cual consideran es la ventaja de participar en el mercado de valores costarricense obtuvimos lo siguiente:

Gráfico 19. Ventajas que ofrece el Mercado de Valores Costarricense según Encuestados



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Un 33% de los encuestados concuerda en que mejora los costos de financiamiento de la empresa en comparación a un crédito bancario; un 30% expresa que facilita el manejo del flujo de caja de la empresa; por su parte, un 20% considera que es un mercado organizado y regulado; el 15% cree que brinda una mayor flexibilización en el calce de plazos de proyectos de inversión y tan sólo un 3% piensa que brinda un mayor posicionamiento en el mercado.

En conclusión a los resultados obtenidos anteriormente, se valora que bajo ciertas condiciones económicas inestables en los últimos años según la apreciación de los encuestados, y en comprensión de los aspectos

coyunturales de la crisis económica financiera del 2008-2009, existe satisfacción por parte de los participantes acerca el avance positivo alcanzado por el sector agroindustrial amenazado por cierta tensión del mercado productivo. Sin embargo, no deja de ser evidente la necesidad de nuevos métodos de financiamiento fértil que les permita incrementar la productividad del sector.

A la fecha, la mayoría de los métodos de financiamiento utilizados por el sector agroindustrial son el crédito bancario, recursos propios e incluso el financiamiento de los mismos proveedores. Es evidente que la mayoría de los encuestados desconocen de métodos de financiamiento alternativos que les permita crecer económicamente y con ello ser más competitivos en su nicho de mercado. Ahora bien, existe una pequeña parte de la población en estudio que mencionan conocer un poco de los métodos de financiamiento ofrecidos por el mercado financiero, como es el caso del mercado de valores, donde en algún momento han participado en forma conservadora, mediante colocación de certificados de inversión, o comprando emisiones de deuda para apalancarse, sin aprovechar otras alternativas de financiamiento.

Los encuestados con cierto conocimiento del mercado de valores concuerdan que la participación en dicho mercado trae consigo muchas ventajas para el financiamiento de proyectos de inversión de la empresa y es un valor agregado al manejo del flujo de caja. Sin embargo, la falta de asesoramiento e información de los productos ofrecidos por el sistema bursátil les limita tener

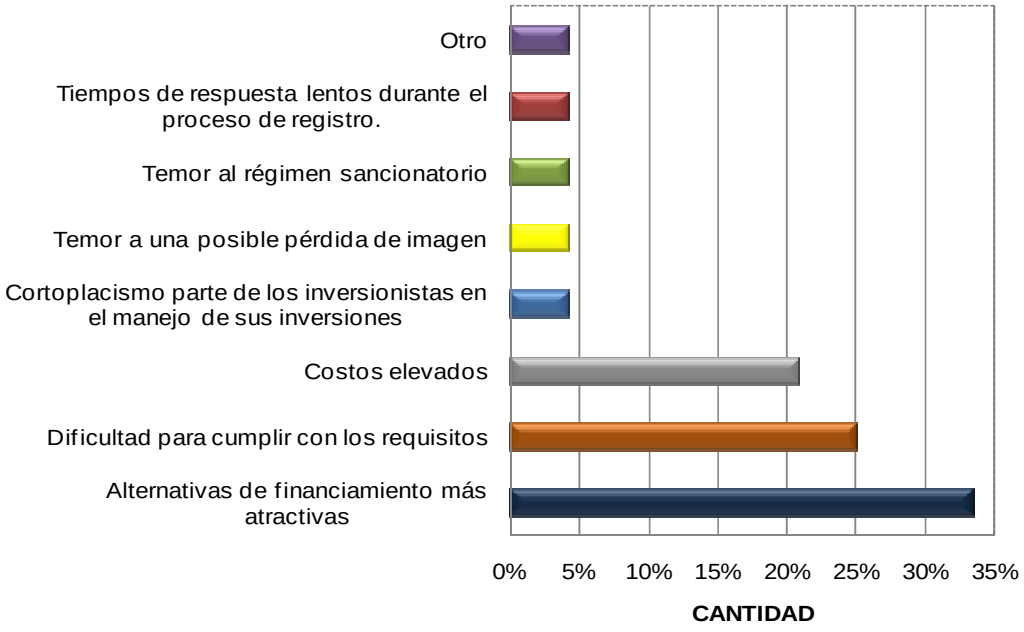
confianza en aperturar su patrimonio para participar directamente como emisor de títulos valores en el mercado de valores.

Actualmente las empresas agroindustriales, que en algún momento participaron reservadamente del mercado de valores costarricense señalan como una de las razones de su salida el hecho del cumplimiento de los requisitos que piden los entes regulatorios. Además, existen otras alternativas de inversión con menos riesgos de perdida y cuya agilidad de procedimientos le resultan más atractivas, por otra parte sienten que los costos de emisión de acciones son altos y los tramites que esto conlleva.

Lo anterior se reafirma mediante la pregunta efectuada a los encuestados: ¿Cuál fue la razón principal del porqué su empresa dejó de ser partícipe del mercado de valores costarricense? El resultado de esta consulta muestra que el 33% de los encuestados coinciden en que se cuentan con alternativas de financiamiento más atractivas, seguido por un 25% que concuerdan con la existencia de cierta dificultad para cumplir con los requisitos exigidos y alrededor del 21% expresan sobre los costos elevados que implica participar en el mercado de valores.[13]

[13] Al hablar de costos en este apartado, nos referimos a los costos de inscripción y mantenimiento que piden tanto la Bolsa Nacional de Valores y la Superintendencia General de Valores,

Gráfico 20. Razones de la no participación en el Mercado de Valores Costarricense de las Empresas Agroindustriales



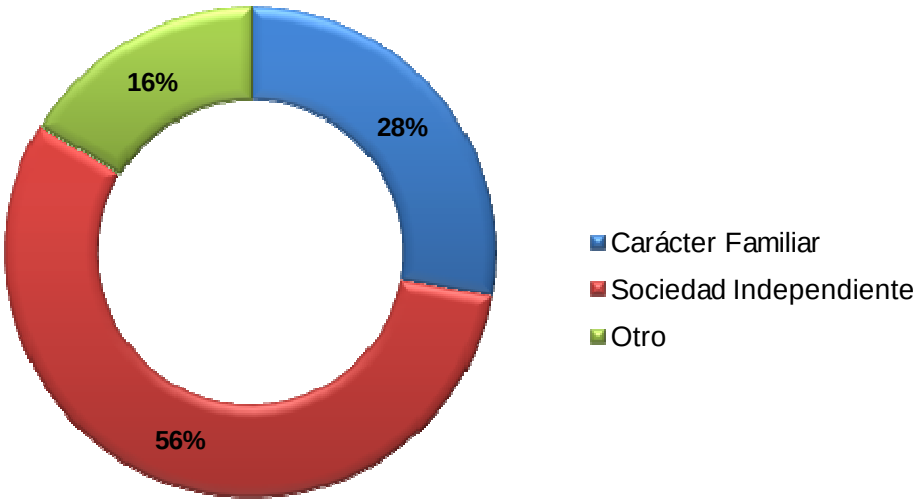
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Las respuestas de las preguntas anteriores presenta cierto desconocimiento de los empresarios agroindustriales sobre el mercado de valores, lo cual les limita acceder a alternativas de financiamiento distintas a los que ofrece normalmente el sistema financiero nacional, con la visión de un mercado de valores donde sólo se transan bonos y acciones, sin analizar que es un espacio que brinda una gran gama de alternativas de financiamiento sano. Además por la alta rentabilidad de los proyectos de inversión de las actividades agropecuarias puede existir una alta correlación con la rentabilidad que pueden obtener con la participación en los mercados bursátiles.

4.3. Analizar las condiciones necesarias para la apertura patrimonial de las empresas agroindustriales

Para analizar las condiciones necesarias para la apertura patrimonial de las empresas agroindustriales, inicialmente resulta importante conocer la naturaleza de las empresas agroindustriales, es decir si las empresas son de carácter familiar, sociedad independiente u otra. Lo cuál en la siguiente representación gráfica se obtiene el siguiente resultado

Gráfico 21. Naturaleza de las Empresas Agroindustriales según Encuestados



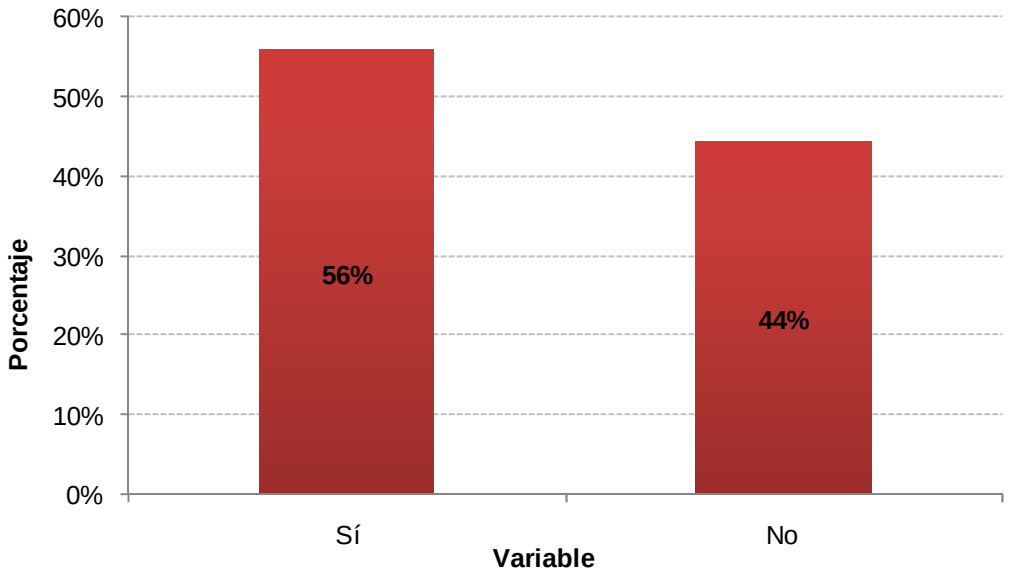
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Del total de empresas encuestadas, el 56% son de carácter familiar y un 28% son sociedades independientes, es decir, sociedades anónimas. Sólo el 16% respondió que corresponde a otro tipo de empresas en algunos casos cooperativas y asociaciones. Este resultado comprueba que las agroindustrias del país por lo general son de carácter familiar, donde las decisiones de

inversión recaen en manos de una o dos personas con perfiles muy conservadoras y con conocimiento del manejo económico y financiero del negocio muy limitado.

Posteriormente se consultó a los encuestados acerca del conocimiento que tienen sobre la forma en que opera el mercado de valores costarricense como medio alternativo de financiamiento. Los resultados fueron:

Gráfico 22. Conocimiento de las Empresas Agroindustriales sobre el Mercado de Valores Costarricense



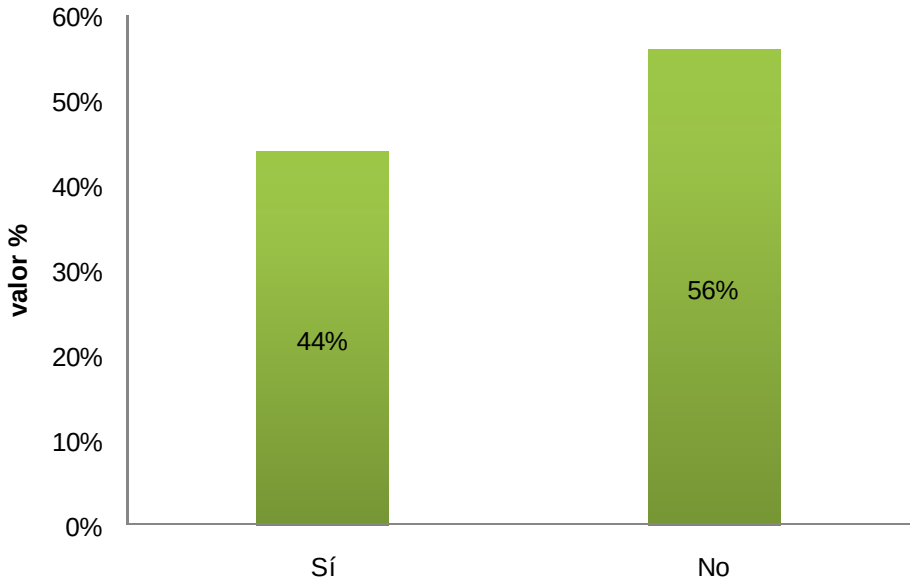
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Treinta y cuatro de las 61 empresas encuestadas indican que sí tienen conocimiento sobre la forma en que opera el mercado de valores costarricense, el resto de las empresas encuestadas concuerdan en que no conocen la operativa de mercado de valores. Es importante destacar que las empresas

con cierto conocimiento del mercado de valores poseen una percepción generalizada de la operativa de éste y no así del objetivo como tal de ser partícipe o inversionista en dicho mercado.

Lo anterior se sustenta ante la siguiente pregunta efectuada a las treinta y cuatro empresas que señalaron tener conocimiento de la operativa del mercado de valores costarricense: ¿Conoce los requisitos que debe cumplir una empresa para ser emisor a través del mercado de valores costarricense?. El resultado se representa en el siguiente gráfico:

Gráfico 23. Conocimiento de Requisitos de Emisión de Títulos Valores en el Mercado de Valores Costarricense



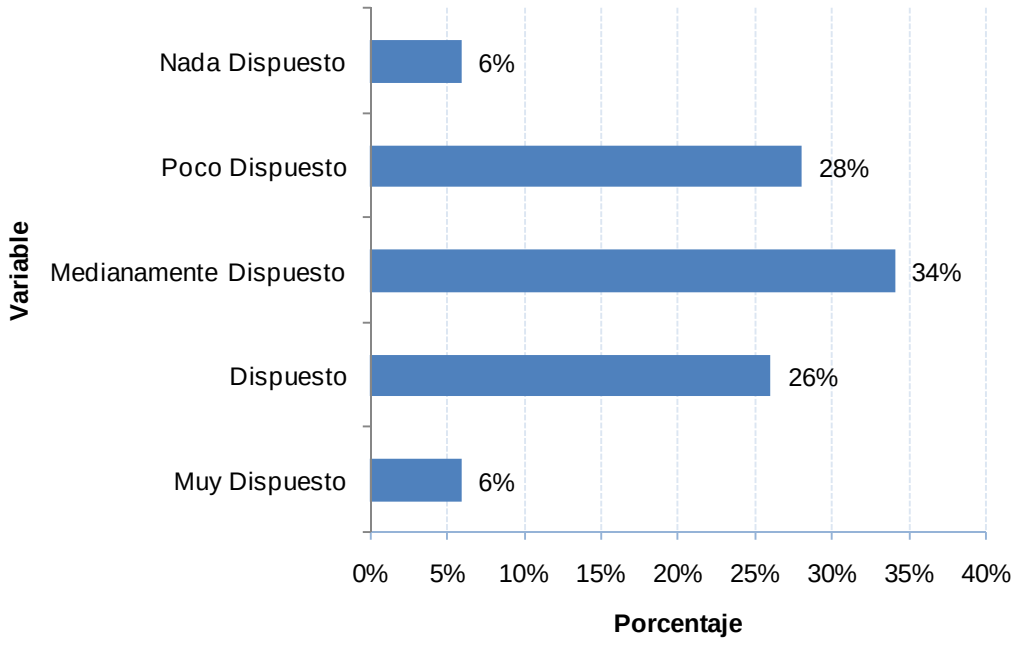
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

De las treinta y cuatro empresas, el 41% de éstas dice conocer algunos de los requisitos para emitir títulos valores mientras que el 59% restante señala no

conocer acerca de los requisitos para ser colocador de bonos o acciones en la Bolsa Nacional de Valores.

También se les preguntó a las empresas encuestadas sobre la disponibilidad de utilizar el mercado de valores como método alternativo de financiamiento y obtuvimos los siguientes resultados:

Gráfico 24. Disponibilidad de Empresas Agroindustriales para utilizar el Mercado de Valores como Método Alternativo de Financiamiento

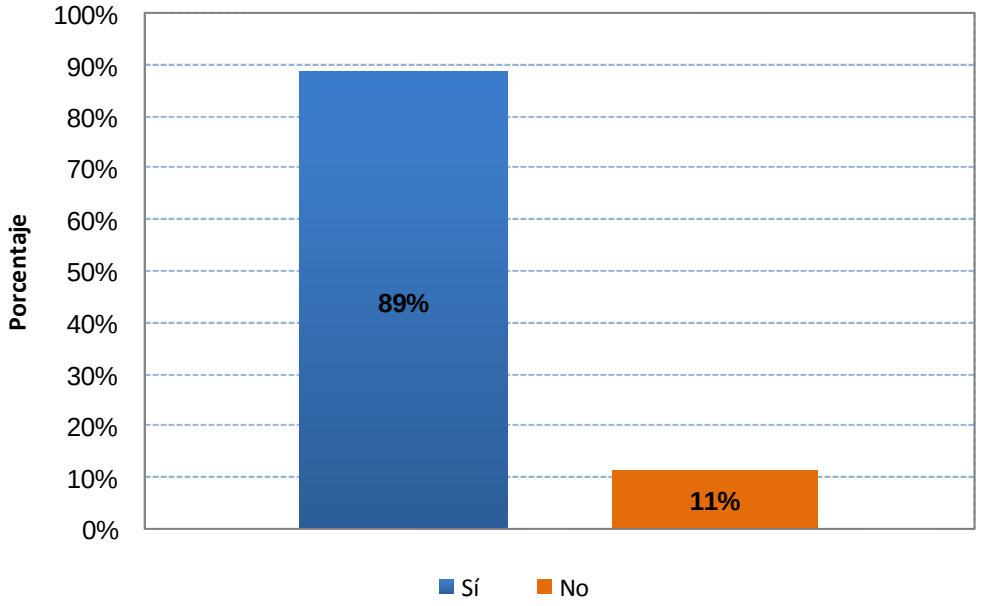


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Tal y como se observa en la gráfica anterior, existe alrededor de un 61% de disponibilidad de las empresas a participar en el mercado de valores, por lo cual, para que esta disposición se haga válida se requiere de inducciones u otros requerimientos planteados por las empresas. Bajo esta premisa se les hizo la siguiente pregunta: ¿Considera oportuno que su empresa reciba algún

tipo de inducción sobre lo que ofrece el mercado de valores costarricense? Los resultados se presentan en la siguiente gráfica:

Gráfico 25. Anuencia de Empresas Agroindustriales a recibir Inducción sobre el Mercado de Valores



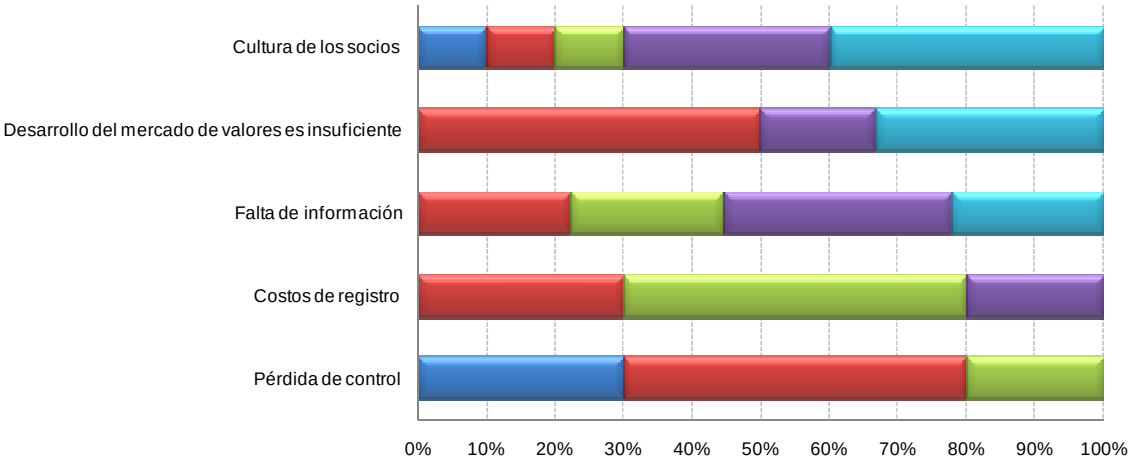
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Cincuenta y cuatro empresas de las 61 encuestadas concordaron de que si es necesario recibir algún tipo de induccion acerca los beneficios que ofrece el mercado de valores costarricense y tan sólo 7 empresas encuestadas opinaron lo contario.

Lo anterior comprueba la necesidad de promover los métodos de financiamiento que ofrece el mercado de valores costarricense a través del suministro de mayor información y asesorías en todo el proceso de registro por parte de los entes regulatorios y la Bolsa Nacional de Valores.

A quienes participaron del mercado de valores costarricense les preguntamos cuáles consideraban eran las razones de la resistencia de las empresas a aperturar su patrimonio. En dicha pregunta, se les planteó cinco opciones de respuesta y obtuvimos los siguientes resultados:

Gráfico 26. Criterios de Resistencia de las Empresas Agroindustriales a la Apertura de su Capital



	Pérdida de control	Costos de registro	Falta de información	Desarrollo del mercado de valores es insuficiente	Cultura de los socios
Nada	30%	0%	0%	0%	10%
Poco	50%	30%	22%	50%	10%
Masomenos	20%	50%	22%	0%	10%
Bastante	0%	20%	33%	17%	30%
Mucho	0%	0%	22%	33%	40%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Como se aprecia, de las cinco alternativas planteadas, los encuestados concordaron que la resistencia a la apertura del patrimonio por parte de las empresas se debe principalmente a la cultura de los socios.

En cuanto a la opción de pérdida de control, el 80% de los encuestados dice que es de poco a nada la relación de ésta a la resistencia de la apertura. En

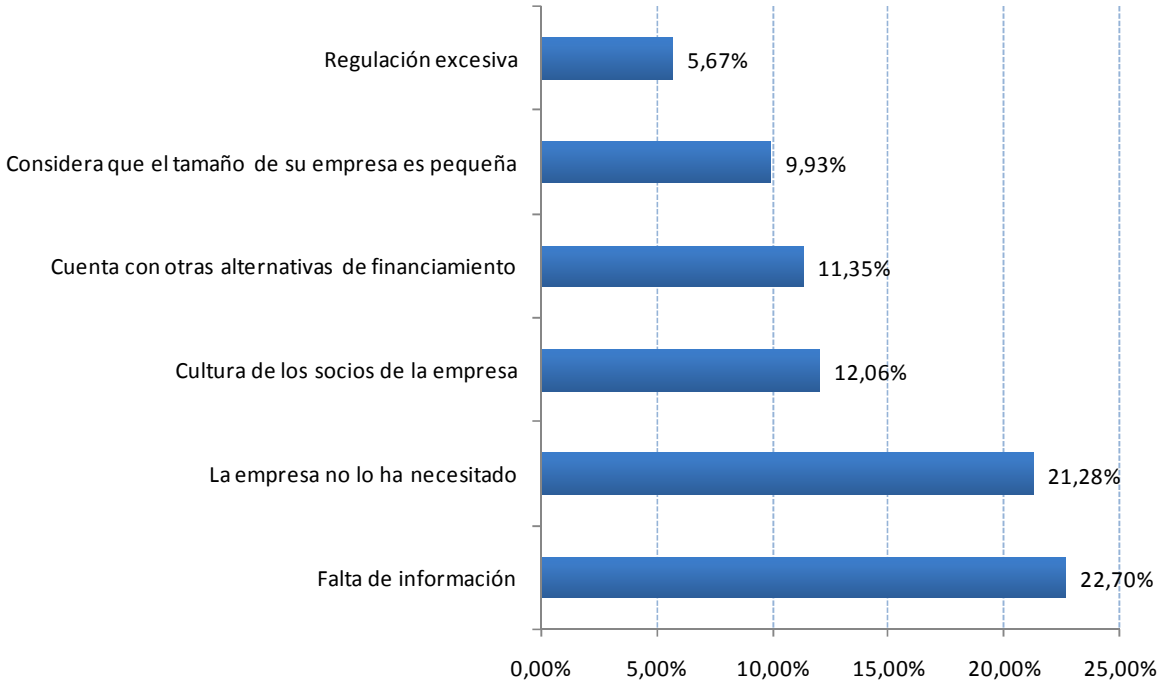
cuanto a costos de registro los encuestados señalan de un 30% a un 50% que esto influye poco a masomenos, y un 20% que su influencia es bastante.
Alrededor del 56% concuerdan que la falta de información tiene relación de bastante a mucho en la resistencia a la apertura y la insuficiencia de desarrollo del mercado de valores costarricense tiene injerencia de bastante a mucho a esta resistencia a la apertura en un 50%.

Asimismo se les preguntó a quienes no han utilizado el mercado de valores como método de financiamiento el motivo de la no utilización del mismo. Para responder esta pregunta se les planteó las siguientes opciones:

1. La falta de información.
2. Las empresas no lo han necesitado.
3. La cultura de los socios.
4. Cuenta con otras alternativas de financiamiento.
5. Considera que el tamaño de la empresa es pequeña.
6. Regulación excesiva.
7. Los trámites son excesivos.
8. La empresa genera el suficiente flujo de efectivo para cubrir sus necesidades
9. Credito bancario
10. Prestamos privados no bancarios
11. La revelación de información puede afectar la operativa de la empresa.
12. Los costos de registro y de mantenimiento de la emisión son altos.

De éstas, los encuestados señalaron como más relevantes las que se muestran en la gráfica adjunta:

Gráfico 27. Razones de la no utilización del Mercado de Valores como Método de Financiamiento



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados por la entrevista

Las respuestas obtenidas confirman los resultados mostrados en preguntas anteriores, ya que tanto quienes han participado en el mercado de valores como los que no lo han hecho concuerdan en que hay carencia de información por parte de las entidades responsables, asimismo esta carencia conlleva a que el sector agroindustrial ni siquiera evalúe otras alternativas de financiamiento distintas a los métodos convencionales. A su vez, la no difusión de información no fomenta un cambio en la cultura de los socios y por ende

existe la percepción de que el capital patrimonial es limitado y que la regulación es excesiva.

Ciertamente tal y como señaló Humberto Trejos, corredor de bolsa y gerente de Mercadeo de Ins Valores Puesto de Bolsa, *“las empresas agroindustriales no tienen claro cuáles son las condiciones necesarias para aperturar su patrimonio y justifican dicho desconocimiento en una carencia de información, sin embargo, no existe tal carencia de información ya que ésta es divulgada por los entes regulatorios mediante diferentes medios de comunicación”.*

Los proyectos de Programa de Emisores así como el Mercado Alternativo Para Acciones desarrollados por la Bolsa Nacional de Valores son ejemplo que existe al menos información e intenciones por parte de los entes encargados de brindar a las empresas alternativas de financiamiento, no obstante, muchos consideran que no han sido tan exitosos como se gustaría puesto que no se ven los resultados en el incremento de emisores.

Tal y como mencionamos en apartados anteriores, la Bolsa Nacional de Valores así como la Superintendencia General de Valores solicita una serie de requisitos y condiciones mínimas para la participación de las empresas privadas ó públicas como emisores, entre ellos tenemos:

1. Solicitud expresa del representante legal del emisor para que la emisión sea admitida a cotización.

2. Certificación de personería jurídica del representante legal del emisor.
3. Registro de firmas de los representantes legales del emisor en la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores S.A.
4. Entrega de treinta y un títulos valores debidamente anulados y sus respectivos cupones para su incorporación en el “Manual de Títulos Valores y Registro de Firmas”.
5. Entrega del prospecto de la emisión autorizado por la SUGEVAL.
6. Remitir de forma mensual un Estado de Captación de las emisiones de deuda admitidas a cotización en la BNV acompañado de carta de Gerente General o Representante Legal y por Auditor Interno o Contador.
7. Remitir trimestralmente los Estados Financieros bajo el formato establecido por la Superintendencia General de Valores a un plazo máximo de treinta días naturales posteriores al cierre del trimestre.
8. Presentar los Estados Financieros Auditados Anuales a más tardar 90 días naturales posteriores al cierre fiscal.
9. Enviar dos copias del prospecto actualizado cada vez que se realice alguna modificación en el mismo en un plazo de cien días naturales después del cierre fiscal.
10. Enviar registro de firmas cada vez que se de una actualización de las mismas.
11. Enviar treinta y un originales de títulos valores y sus respectivos cupones según corresponda cada vez que los formatos sean modificados.

12. Presentar oficio de la SUGEVAL mediante el cual se le autoriza a hacer oferta pública de la ampliación de la emisión de valores que se comunicará en el medio bursátil.

Tal y como se aprecia, la legislación es clara en cuanto a los requisitos necesarios para que las empresas participen como emisores en el mercado de valores costarricense, la limitante que existe para un incremento en la participación es que la difusión de dicha información sea efectiva y que las empresas cuenten con una asesoría adecuada en todo este trámite.

Capítulo 5. Conclusiones y Recomendaciones

En este apartado, procederemos a concluir y recomendar ideas que pueden mejorar las condiciones financieras que limitan las empresas agroindustriales a participar en el mercado de valores costarricense.

Las conclusiones y recomendaciones parten de las encuestas y entrevistas realizadas tanto a participantes del sector agroindustrial como a expertos en los temas financieros y bursátiles.

5.1. Conclusiones

Luego de analizar los datos obtenidos y de acuerdo con los objetivos planteados al inicio de la investigación se concluye lo siguiente:

El buen funcionamiento del Sistema Financiero es fundamental para el crecimiento de la economía de un país, ya que es el medio que permite la asignación eficiente de capital al poner en contacto el ahorro y la inversión.

Partiendo de la premisa anterior, consideramos que el mercado de valores costarricense no se ha desarrollado y es poco profundo. Las instituciones como SUGEVAL y la Bolsa Nacional de Valores han realizado esfuerzos para estimularlo, sin embargo, éstos no han mostrado resultados tangibles que evidencien un crecimiento sostenido para dicho mercado.

La evolución del mercado de valores tiene una relación directa entre el desarrollo de los mercados de capitales y el desarrollo económico evidenciado por mayor atracción de la inversión extranjera, el incremento en el ahorro nacional, el aumento en el nivel de empleo y el crecimiento del ingreso nacional. Así si se profundiza en el progreso del mercado de valores, las empresas agroindustriales por consecuencia van a experimentar un crecimiento importante.

Por otra parte, podemos concluir que hay un conocimiento muy limitado acerca de las diferentes opciones de financiamiento que ofrece el mercado de valores. Es así como se justifica el reducido grado de desarrollo del mercado accionario, mismo que ha dependido de las pocas negociaciones de compra y venta de acciones, lo que a su vez ha determinado la escasa participación de las empresas en este medio de financiamiento.

La insuficiente existencia de oferentes de acciones provoca que la liquidez de dichos instrumentos sea prácticamente nula y que persista una gran concentración de la actividad de muy pocos emisores.

Las empresas costarricenses, ven poco atractivo el mercado de valores y no utilizan los diferentes instrumentos que se ofrecen en él como una alternativa viable de financiamiento. Además al ser éstas en su mayoría de carácter familiar, los empresarios tienen el temor de perder el control de ser adquiridos

por otras empresas más grandes e incorporar a su junta directiva personas ajenas a su familia.

Otro problema que evidencia el poco desarrollo del mercado bursátil y particularmente el del mercado accionario es de índole cultural, ya que las empresas no están dispuestas a revelar masivamente hechos importantes y a su vez porque existe mayor cantidad de profesionales con conocimiento en fuentes de financiamiento bancarios que en lo relacionado con emisión de acciones. Incluso profesionales con conocimiento del mercado bursátil, muestran gran desinterés en el ofrecimiento de acciones a sus inversionistas, provocando un mayor desestímulo al desarrollo del mercado accionario.

Es por ello que resulta necesario que las autoridades y todos los que componen el mercado de valores sean capaces de brindar la información que requieren tanto inversionistas como empresarios ya que si la información está al alcance de todos se crea una cultura bursátil y por ende se fomenta el desarrollo de este mercado.

Por otra parte, para que el mercado accionario resulte atractivo a los inversionistas es necesario que se incremente el número de empresas que coticen en bolsa, ya que mientras más empresas participen, los inversionistas cuentan con mayor posibilidad de diversificarse y a su vez alienta a que más empresas se incorporen.

Por otra parte, el sector agroindustrial al igual que el mercado de valores costarricense muestra un avance poco significativo, sin embargo, es un sector estratégico para el desarrollo económico del país.

El crecimiento de las empresas agroindustriales ha sido limitado y ha experimentado importantes necesidades de expansión cuyos proyectos dependen de las capacidades propias de financiamiento, de los aportes originales de los socios y del crédito convencional.

Si las empresas agroindustriales conocieran el funcionamiento del mercado y los beneficios que este brinda no tendrían tanto miedo de obtener financiamiento mediante éste, ni que sus recursos fueran invertidos en el. El resultado de esto, es que si las empresas agroindustriales desarrollaran sus proyectos más competitivos y estos fueran evaluados constantemente por el mismo mercado, adquirirían un compromiso con los inversionistas ya que se obliga a una mayor transparencia en sus operaciones y por ende tendrían una mayor eficiencia en el manejo de los recursos.

Actualmente, los empresarios agroindustriales prefieren pedir préstamos bancarios en vez de emitir acciones porque consideran que estos préstamos poseen tasas de interés favorables y los requisitos son menores y más fáciles de administrar. Además, la opinión generalizada por parte de los empresarios es que la regulación del mercado bursátil es excesiva con muchos trámites engorrosos y desgastantes para los accionistas y creen que existe gran

ineficiencia en el mercado de valores producto de la dificultad que tienen al inscribir acciones.

De esta manera, las empresas que desean emitir acciones deben cumplir con suministrar información transparente y con factores tales como un historial consistente de generación de utilidades, un tamaño adecuado que permita un mínimo de liquidez para las acciones; administración profesional del campo y la organización necesaria para cumplir con un régimen de información y auditoría. Por ello, en su mayoría las empresas agroindustriales han optado por financiar sus proyectos de inversión de largo plazo a través de opciones transitorias más adecuadas.

A su vez, la cultura cortoplacista y la aversión al riesgo por parte del inversionista costarricense, permite que los títulos públicos sean más atractivos que las acciones. Esto ha provocado gran saturación de este tipo de instrumentos, generando que las empresas privadas no puedan competir con las emisiones gubernamentales, conllevando a una desconfianza por parte del empresario en el tema del costo beneficio al momento de emitir.

En síntesis, la apertura patrimonial de las empresas agroindustriales depende no sólo de un cambio en la cultura bursátil tanto de inversionistas como de empresarios, sino también de una modificación en la legislación que deje de lado los obstáculos políticos que permiten que las empresas busquen otras alternativas de financiamiento distintas a las del mercado de valores.

Es necesario que los esfuerzos que hacen las entidades involucradas en el desarrollo del sistema bursátil se canalicen de una forma más efectiva, ya que si bien hoy día existen diversos programas de ayuda y de asesoría, estos no son conocidos por el mercado meta, lo cual conlleva a un grado de ineficiencia en el manejo de los recursos empleados para este fin.

5.2. Recomendaciones

Partiendo de la información generada en las conclusiones, y de acuerdo al objetivo y tema de nuestra investigación se plantean las siguientes recomendaciones, mismas que están expuestas con el fin de incentivar a las empresas agroindustriales a tomar futuras decisiones en cuanto a la apertura de su patrimonio.

El mercado de valores debe establecer medios de información eficientes que permitan crear una cultura bursátil tanto en los sectores productivos de nuestro país como en la población nacional. Aunque en la actualidad se cuenta con actividades como la Feria y las Jornadas del Inversionista, los juegos virtuales de inversión en las Universidades, entre otras actividades que buscan fomentar dicha sapiencia en la sociedad, se hace necesario que desde la educación secundaria e incluso primaria se estimule el conocimiento bursátil, ya que con ello se impulsa la cultura de ahorro e inversión y por ende se incide en el crecimiento de la producción nacional.

Como se observó en la investigación, el mercado secundario representa más del 90% del total negociado en el mercado valores, si se logra crear una cultura bursátil en los sectores productivos, se lograría una profundización del mercado primario y por ende un mercado secundario más diversificado y con mayor cantidad de participantes. Esto se conseguiría porque al tener un mayor conocimiento bursátil por parte de las empresas, éstas se ven estimuladas a recurrir al mercado de valores para financiar sus proyectos de inversión, lo cual llevaría más recursos a los mercados primarios de deuda y acciones, provocando que los inversionistas cuenten con más opciones de inversión y por tanto se dé un aprovechamiento real del mercado de valores en aras de canalizar eficientemente los recursos a los sectores productivos de nuestro país.

Asimismo es necesario que las entidades responsables de emitir y aprobar las normas y reglamentos para la emisión de deuda u acciones en el mercado de valores costarricense, flexibilicen y redefinan dichos trámites con el objetivo de motivar a una mayor cantidad de participantes a este sector. Los trámites para los emisores deben ser menos engorrosos y contar con una mayor asesoría que les permita acceder al mercado de valores para obtener financiamiento distinto a los créditos convencionales. En el caso de los inversionistas, es necesario que la información que reciban tanto del emisor como del asesor financiero sea clara y oportuna, de manera que forme un mayor criterio en la toma de decisiones.

Por otra parte, para que las empresas agroindustriales tengan condiciones financieras aptas para una apertura patrimonial es necesario que su horizonte de inversión deje de ser cortoplacista y se enfoque en realizar proyectos de inversión de más largo plazo. Al optar por proyectos de mediano y largo plazo, estarían cubriéndose de forma más efectiva de los distintos shocks externos e internos de la economía.

Las empresas agroindustriales deben fortalecer su patrimonio de forma tal que al momento en que opten por una apertura del mismo, los inversionistas tengan la confianza de invertir en sus empresas ya que si no logran el tamaño, la madurez y la estabilidad necesarias, les resultaría casi imposible optar por este tipo de financiamiento.

Finalmente, recomendamos que las empresas del sector agroindustrial puedan tener un desarrollo económico a través de los proyectos impulsadas por la Bolsa Nacional de Valores, como son: El Mercado Alternativo Para Acciones (MAPA) y el Programa de Emisiones. Aunque, el MAPA se enfoca en la colocación de oferta privada, lo cual implica la disminución de requisitos que plantea el Reglamento de Oferta Pública de la SUGEVAL que en algún modo representa una barrera de entrada para dicho sector; este proyecto sería un medio a la transición de la oferta privada a la pública. En unl sentido más amplio las empresas agroindustriales que participen en estos programas no solo van ha obtener el capital necesario para su crecimiento y desarrollo industrial mediante la colocación de acciones de oferta privada, sino por otra

parte una vez consolidadas en el mercado estas puedan realizar colocación de acciones de oferta pública generando una mayor profundización del mercado de valores mediante el incremento en el número de emisores.

BIBLIOGRAFÍA

1. Brenes José R. **La evolución de la Bolsa y los retos que enfrenta a futuro**. Actualidad Económica.Numero 346. Diciembre 2006

2. Buxedas Martín. **Las cadenas agroindustriales en tiempos de incertidumbre**. OPYPA. Anuario 2008.

3. Cachon Blanco (José Enrique). **Derecho del Mercado de Valores**. Tomo I, Editorial Dykinson, S.L. Madrid, 1992.

4. CEPAL, Oficina Regional para América Latina y el Caribe de la FAO, GTZ. Naciones Unidas. **Agroindustria y pequeña agricultura: vínculos, potencialidades y oportunidades comerciales.** Santiago de Chile. 1998

5. Dornbusch R, Fischer S, Startz R. **Macroeconomía.** Madrid España: Editorial Mc Graw-Hill/ Interamericana de España, S.A. U. 2002.

6. Espinosa Rodríguez Julio Cesar. **El Sistema Financiero y su Reforma: Teoría, experiencia internacional y el caso costarricense.** Editorial Fundación- UNA 1997

7. Franco Mejía Alberto. **El Subdesarrollo del Mercado Accionario Costarricense**. Ecoanálisis, 2009.

8. Gómez M. **Elementos de Estadística Descriptiva**. Costa Rica Editorial Universidad Estatal a Distancia. 1985

9. González Villalobos, Karolina. **Análisis de la Eficiencia del Mercado Accionario Costarricense.** San José Mayo 2003.

10. Gurley, John G., and Shaw, Edward S. 1960. **Money in a theory of finance**.

Washington, D.C.: Brookings Institution.

11. Hernández S., Roberto; Fernández C., Carlos y Baptista L., Pilar, **Metodología de la Investigación.** México 2003.

12. J.H. y R.A. Goldberg "**A concept of agribusiness**", Boston, MA, US: Harvard University Press. 1957

13. Ledezma Cubero Johanna**. Mercado de Valores en Costa Rica: evolución y reformas,** C.R. 2002.

14. Lizano, Eduardo. **Escritos sobre reforma financiera**. Academia de Centroamérica, 2004.

15. Matarrita Rodrigo y Ledezma Johanna. **Aspectos Generales del Mercado de Valores Costarricense**.

16. Matarrita V, Rodrigo. **El Mercado Accionario en Costa Rica: Un Análisis de los Determinantes de la Bursatilidad de las Empresas**, Serie "Comentarios Sobre Asuntos Económicos", No. 126 BCCR Mayo, 1994.

17. Matarrita V., Rodrigo. **La Participación del Sector Agroindustrial en el Mercado de Valores Costarricense.** San José, Costa Rica 1993.

18. Quesada Campos Eliar y Retana Fernández Allan. **"Desarrollo del mercado de valores costarricense Para el plazo comprendido entre enero de 1999 y Marzo del 2008: balance entre la eficacia y la Eficiencia".** San José Costa Rica. 2008.

19. Quirós R. Roberto y Segura O. Mario. **Obstáculos que han impedido el desarrollo del mercado primario accionario del sector no financiero en Costa Rica y las alternativas para dinamizarlo.** UNED 2005.

20. Robert E. Hall y Marc Lieberman. **Microeconomía. Principio y aplicaciones**. Tercera edición. Editorial Thomson. 2005

21. Sánchez José Alfredo y Figueroa Luis. **Clima de Negocios para una Agroindustria más competitiva en Centroamérica**. Setiembre, 1998, CLACDS, INCAE.

22. Tamayo y Tamayo, Mario. **El proceso de la investigación científica**. **Incluye Evaluación y Administración de Proyectos de Investigación**. México 1993.

23. Vargas, A., Leiva, S. y Solera, S. **Margen de intermediación financiera**, **Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Administración de Negocios San José**: Universidad de Costa Rica, 1995. pp. 1-9, 36,89.

Leyes y Reglamentos

1. Ley Orgánica del Banco Central
2. Ley Reguladora del Mercado de Valores Costarricense.
3. Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios
4. Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores.
5. Reglamento sobre Oferta Pública de Valores

6. Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información

Páginas Web

Boucher Francois. Globalización y evolución de la agroindustria rural.

http://www.ciat.cgiar.org/agroempresas/espanol/Rec_de_info/memoriasiicurs/cd_curso/Contenido/Modulo%203/Submodulos%203.3/globalizacion_air_america.pdf

Barsallo Felipe T. , L. M.I.E. Importancia de la Agroindustria :

http://cruvie.iespana.es/articulos1/agroindustria.htm

Bolsa Nacional de Valores:

http://www.bolsacr.com

Estadísticas Bursátiles:

http://www.capitales.com

Superintendencia General de Valores

http://www.sugeval.fi.cr

Villasís Narvaéz, Caudia Helene. Analisis de la reduccion de las empresas emisoras de acciones de la Bolsa Mexicana de Valores, 2003. Universidad de las Americas Puebla

http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/villasis_n_ch/portada.html

ANEXOS

ENCUESTA AGROINDUSTRIALES

La presente entrevista tiene como objetivo obtener información para realizar un análisis de la condición financiera que requieren las empresas agroindustriales para participar como emisores accionarios en el mercado de valores costarricense en contraposición de utilizar como fuente de financiamiento el apalancamiento tradicional. Toda la información que suministre tendrá carácter confidencial y será utilizada únicamente para el análisis propuesto. Muchas gracias por su colaboración

---

*Obligatorio

Datos Generales * Fecha:

Nombre del encuestado * Nombre

Pregunta No. 1 * ¿Cuántos años tiene esta empresa de fundada?

Pregunta No. 2 * De las opciones abajo señaladas, ¿cuál corresponde a la naturaleza inicial de su empresa?:

- ☐ Carácter Familiar
- ☐ Sociedad Independiente
- ☐ Otro:

Pregunta No. 3 * ¿En su opinión, las condiciones económicas actuales por las cuales está atravesando el mercado agroindustrial costarricense son?

- ☐ Muy buenas
- ☐ Buenas
- ☐ Regulares
- ☐ Malas
- ☐ Muy Malas
- ☐ NS/ NR

Pregunta No. 4 * ¿Considera que el avance alcanzado en el sector agroindustrial ha sido relevante en los últimos doce años?

- ☐ Sí
- ☐ No
- ☐ NS/ NR

Pregunta No. 5 * ¿Tiene conocimiento sobre la forma en que opera el mercado de valores costarricense?

- ☐ Sí. . Pasar a la siguiente pregunta
- ☐ No. Pasar a la pregunta 08

Pregunta No. 6* ¿Conoce los requisitos que debe cumplir una empresa para ser emisor a través del mercado de valores costarricense?

- ☐ Sí.
- ☐ No.

Pregunta No. 7* Según su opinión, ordene de mayor a menor según su grado de importancia los siguientes criterios para explicar la resistencia de las empresas a la apertura de su capital, siendo el 1 el de menor importancia y el 5 el de mayor importancia de todos

	1	2	3	4	5
Pérdida de control	☐	☐	☐	☐	☐
Costos de registro	☐	☐	☐	☐	☐
Falta de información	☐	☐	☐	☐	☐
Desarrollo del mercado de valores es insuficiente	☐	☐	☐	☐	☐
Cultura de los socios	☐	☐	☐	☐	☐

Pregunta No. 8 * ¿Considera oportuno que su empresa reciba algún tipo de inducción sobre lo que ofrece el mercado de valores costarricense?

- ☐ Sí
- ☐ No

Pregunta No. 9 * ¿Cuáles son las necesidades de financiamiento que posee actualmente esta empresa?

- ☐ Capital de trabajo de corto plazo (menos de un año)
- ☐ Proyectos de inversión de largo plazo (más de tres años)
- ☐ Proyectos de inversión de corto plazo (de uno a tres años)
- ☐ Refinanciamiento de deudas existentes
- ☐ Otro:

Pregunta No. 10 * Podría señalar el método actual de financiamiento utilizado por su empresa para el alcance de sus objetivos empresariales

- ☐ Crédito Bancario
- ☐ Emisión de deuda a través del mercado de valores costarricense
- ☐ Emisión de acciones
- ☐ Recursos propios
- ☐ Proveedores
- ☐ Otro:

Pregunta No. 11 * ¿Cree usted que el sector agroindustrial costarricense requiere de métodos alternativos de financiamiento?

- ○ Sí
- ○ No
- ○ NS / NR.

Pregunta No. 12 * ¿Su empresa ha utilizado como método de financiamiento el mercado de valores costarricense?

- ○ Sí. Pasar a la pregunta 15
- ○ No. Pasar a la siguiente pregunta

Pregunta No. 13 * ¿Cuáles han sido los motivos por los que su empresa no ha utilizado el financiamiento a través del mercado de valores costarricense?

- ☐ La empresa no lo ha necesitado
- ☐ La empresa genera el suficiente flujo de efectivo para cubrir sus necesidades.
- ☐ Regulación excesiva
- ☐ La revelación de información puede afectar la operativa de la empresa.
- ☐ Los costos de registro y de mantenimiento de la emisión son altos.
- ☐ Falta de información
- ☐ Los trámites son excesivos
- ☐ Considera que el tamaño de su empresa es pequeña.
- ☐ Cultura de los socios de la empresa
- ☐ Cuenta con otras alternativas de financiamiento
- ☐ Otro:

Pregunta No. 14 * En una escala del 1 al 5, donde el 5 corresponde a la mayor disposición ¿Qué tan dispuesta estaría su empresa a utilizar como método de financiamiento alternativo la emisión de acciones en el mercado de valores costarricense? Una vez realizada su respuesta favor pasar a la pregunta 19.

1	2	3	4	5
☐	☐	☐	☐	☐

Pregunta No. 15 * ¿Qué elementos motivaron a su empresa a ser participe del mercado de valores costarricense?

- ☐ Obtener mayor liquidez
- ☐ Obtener costos de financiamiento más bajo
- ☐ Mejorar la imagen y competitividad de la empresa
- ☐ Diversificación
- ☐ Otro:

Pregunta No. 16 * Según su opinión, ¿cuál sería la principal ventaja que ofrece el utilizar el mercado de valores costarricense como fuente de financiamiento en contraposición a otras alternativas de financiamiento?

- ☐ Es un mercado organizado y regulado
- ☐ Brinda un mayor posicionamiento de la empresa en el mercado.
- ☐ Permite una flexibilización para el calce de plazo de los proyectos de inversión.
- ☐ Facilita el manejo del flujo de caja de la empresa.
- ☐ Mejora las condiciones de costos de financiamiento de la empresa.

Pregunta No. 17 * ¿Su empresa sigue formando parte del mercado de valores costarricense?

- ☐ Sí. Pasar a la pregunta 19
- ☐ No. Pasar a la siguiente pregunta
- ☐ NS / NR.

Pregunta No. 18 * ¿Cuál fue la razón principal del porqué su empresa dejó de ser partícipe del mercado de valores costarricense?

- ☐ Tiempos de respuesta lentos durante el proceso de registro.
- ☐ No. Pasar a la siguiente pregunta
- ☐ Costos elevados
- ☐ Cortoplacismo parte de los inversionistas en el manejo de sus inversiones

- ☐ Temor a una posible pérdida de imagen
- ☐ Temor al régimen sancionatorio
- ☐ Alternativas de financiamiento más atractivas
- ☐ Otro:

Pregunta No. 19 * ¿Cuáles de los siguientes incentivos cree usted deben ofrecerse a las empresas para que éstas decidan colocar emisiones de acciones en el mercado de valores costarricense?

- ☐ Obtener una asesoría personalizada durante el proceso de registro e inscripción
- ☐ Reducción de costos de regulación y custodia de emisiones
- ☐ Mayor agilidad en los trámites regulatorios
- ☐ Conocer las ventajas que ofrece el estar listado como emisor del mercado de valores

Pregunta No. 20 * Dadas las condiciones económicas actuales de restricción del crédito y la incertidumbre del mercado financiero, ¿considera usted una ventaja competitiva o una desventaja el utilizar como método alternativo de financiamiento la apertura de su patrimonio a través de la emisión de acciones en el mercado de valores? Comente.

Pregunta No. 21 * ¿Cuáles considera deben ser las condiciones financieras necesarias para que su empresa participe (o continúe participando si ya lo está haciendo) como emisor en el mercado accionario costarricense?

ENCUESTA A EXPERTOS

La presente entrevista tiene como objetivo obtener información para realizar un análisis de la condición financiera que requieren las empresas agroindustriales para participar como emisores accionarios en el mercado de valores costarricense en contraposición de utilizar como fuente de financiamiento el apalancamiento tradicional. Toda la información que suministre tendrá carácter confidencial y será utilizada únicamente para el análisis propuesto. Muchas gracias por su colaboración

---

*Obligatorio

Datos Generales * Fecha:

Nombre del encuestado * Nombre

Empresa * Nombre de la empresa:

Pregunta No. 1 * Opina usted que el nivel de desarrollo que muestra en la actualidad el mercado accionario costarricense es:

- ☐ Muy Alto
- ☐ Alto
- ☐ Medio
- ☐ Bajo
- ☐ Muy bajo

Pregunta No. 1.1 * Porqué:

Pregunta No. 2 * ¿Considera usted que la Bolsa Nacional de Valores ha brindado estímulos suficientes a los emisores para que dicho mercado tenga un mayor impulso?

- ☐ Si
- ☐ No

Pregunta No. 2.1 * Porqué:

Pregunta No. 3 * La Bolsa Nacional de Valores en aras de promover el desarrollo del mercado accionario costarricense, ha elaborado proyectos como el MAPA y el de Emisores. ¿Considera que las empresas han tenido acceso a esta información para aprovechar dichos proyectos y así generar un auge del mercado accionario?

Pregunta No. 4 * ¿Dadas las condiciones económicas imperantes en el mercado cree qué es posible un repunte en el desarrollo del mercado accionario costarricense?

Pregunta No. 5 * ¿Sería oportuno que empresas de carácter agroindustrial participen como emisores del mercado accionario costarricense?

Pregunta No. 6 * Algunas de las necesidades de financiamiento de las empresas agroindustriales recae en proyectos de inversión de corto y largo plazo así como de capital de trabajo a menos de un año, según lo anterior, ¿considera pertinente que este tipo de empresa subsane dichas necesidades mediante la colocación de emisiones en el mercado de valores costarricense?

Pregunta No. 7 * ¿Según su criterio, cuáles deben ser las condiciones financieras que deben poseer las empresas agroindustriales para que participen como emisores accionarias del mercado de valores costarricense?

Pregunta No. 8 * En los años noventa, existían alrededor de 16 empresas agroindustriales inscritas en la Bolsa Nacional de Valores de las cuales en la actualidad ninguna están registradas, ante esta situación ¿Qué situaciones habrán motivado a dichas empresas para no continuar como participantes en el mercado de valores costarricense?

Pregunta No. 9 * Según su conocimiento del mercado de valores, ¿una empresa agroindustrial sería atractiva para los inversionistas y bajo que condiciones lo sería?

Pregunta No. 10 * ¿Qué aspectos considera usted han sido los limitantes para que se de un incremento en las negociaciones de acciones a través de la Bolsa Nacional de Valores?