

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
SISTEMA DE ESTUDIOS DE POSGRADO

“MODELO PARA DETERMINAR LA VIABILIDAD FINANCIERA PARA
ESTABLECER UN PUESTO DE BOLSA PARA EL BANCO CRÉDITO AGRÍCOLA
DE CARTAGO”

Trabajo final de graduación sometido a la consideración de la Comisión del Programa de Estudios de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas para optar al grado y título de Maestría Profesional en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

Víctor Hugo Román Mora
Carné 853467

Dedicatoria

Dedico este esfuerzo a mi familia, empezando por mi madre quien me enseñó lo valiosa que es la vida y a nunca desmayar, a mi padre que dejó en mi siempre la semilla del aprendizaje y la superación; a mis hijos, quienes siempre han sido fuente de inspiración en todos los proyectos que he emprendido, muy especialmente a mi querida esposa, quien siempre me dio su apoyo y comprensión y, finalmente, a Dios que me dio el valor necesario para continuar, a pesar de las dificultades. ¡Gracias a todos!

Agradecimientos

Hago un extenso agradecimiento a los funcionarios de la Superintendencia General de Valores y a los de la Bolsa Nacional de Valores por su colaboración y por todas las molestias que cause para encontrar documentos y facilitar la comprensión de los diferentes temas, no menciona a nadie en particular, porque no quiero omitir alguna persona.

“Este trabajo final de investigación aplicada fue aceptado por la Comisión del Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar al grado y título de Magister en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas”.

Freddy Arturo Jiménez Varela, MBA
Profesor Guía

Ernesto Orlich Dundorf, MBA
Lector

Arnoldo Trejos Dobles, MBA
Lector

Dr. Anibal Barquero Chacón
Director de Programa de Posgrado

Víctor Hugo Román Mora, BA
Sustentante

Tabla de contenido

Dedicatoria	ii
Agradecimientos	iii
Hoja de aprobación	iv
Tabla de contenido	v
Resumen	x
Índice de cuadros	xi
Índice de gráficos	xiii
Índice de tablas	xv
Índice de siglas y abreviaturas	xvi
Introducción	1
1. Capítulo: Contextualización del mercado bursátil y perspectiva teórica	5
1.1. Sistema financiero General	5
1.2. Sistema financiero costarricense	8
1.2.1. Historia y evolución	8
1.2.2. La estructura del sistema financiero costarricense	15
1.2.2.1. Destaca nuestro Banco Central	15
1.2.2.2. Nuestro sistema financiero	16
1.2.2.3. Superintendencia General de Entidades Financieras	17
1.2.2.4. Superintendencia General de Valores	20
1.2.2.5. Superintendencia de Pensiones	21
1.2.2.6. Superintendencia General de Seguros	22
1.3. Mercado de valores costarricense	24
1.3.1. Reseña histórica del mercado bursátil costarricense	24
1.3.2. Evolución reciente del mercado bursátil	26
1.3.3. Después de la aprobación de la Ley Reguladora	27
2. Capítulo: Descripción general del grupo financiero Bancrédito	32
2.1. Historia de Bancrédito	32
2.2. Visión, misión y valores institucionales	36
2.2.1. Visión	36
2.2.2. Misión	36
2.2.3. Valores institucionales	36
2.2.3.1. Compromiso	36
2.2.3.2. Integridad	36
2.2.3.3. Eficiencia	36
2.2.3.4. Responsabilidad	36
2.2.3.5. Trabajo en equipo	36
2.2.3.6. Obsesión por los resultados	36
2.3. Objetivos y Plan estratégico de Bancrédito	36
2.3.1. Mejorar los resultados	37

2.3.2. Incrementar la cartera	37
2.3.3. Aumentar el aporte	37
2.3.4. Buscar nuevos negocios	37
2.4. Plan Estratégico	37
2.4.1. Penetrar el sector	37
2.4.2. Establecer negocios fiduciarios	37
2.4.3. Establecer negocios	37
2.5. Resultados Financieros	37
2.5.1. En los cuadros	37
2.5.1.1. El banco cuenta	37
2.5.1.2. Los principales rubros del activo	38
2.5.1.3. En cuanto al pasivo	39
2.5.1.4. En cuanto a los resultados	40
2.5.1.5. Al igual que los ingresos	41
2.5.1.6. Por ser los rubros más importantes ingresos	42
2.5.1.7. Dentro del análisis se debe reflejar el margen financiero	43
2.5.1.8. En cuanto a los resultados netos	44
2.6. Entorno competitivo sector bancario costarricense	45
2.6.1. Descripción breve del mercado bancario	45
2.6.1.1. Banco Nacional de Costa Rica	45
2.6.1.2. Banco de Costa Rica	45
2.6.1.3. Banco Popular y Desarrollo Comunal	45
2.6.1.4. En cuanto al Banco Crédito Agrícola de Cartago	46
2.6.2. Dentro del ámbito nacional	50
2.6.2.1. Clasificación de bancos	52
2.6.2.2. Por Activos	52
2.6.2.3. Por Patrimonio	52
2.6.2.4. En cuanto a cartera crediticia	53
2.6.2.5. Los ingresos del sector bancario	55
2.6.2.6. El margen financiero	56
2.6.2.7. Los gastos administrativos	56
2.6.2.8. Finalmente exponemos las medidas por las que los accionistas	57
3. Capítulo: Composición del mercado bursátil	59
3.1. Análisis o diagnóstico financiero	59
3.2. Puestos de bolsa	61
3.2.1. La industria de puestos de bolsa	61
3.2.2. Productos y Negociación	63
3.2.2.1. Clasificación por tipo de mercado	63
3.2.2.1.1. Mercado de liquidez	64
3.2.2.1.2. Mercado Primario	64
3.2.2.1.3. Mercado Secundario	64

3.2.2.2.	Clasificación por tipo de producto negociado	65
3.2.2.2.1.	Acciones	65
3.2.2.2.2.	Contratos de diferencia	65
3.2.2.2.3.	Deuda	65
3.2.2.2.4.	El denominado M.L.	65
3.2.2.2.5.	El otro producto es el M.P.	65
3.2.2.2.6.	Las operaciones a plazo	65
3.2.2.2.7.	Participaciones	66
3.2.2.2.8.	Recompras	66
3.2.2.2.9.	Ventas de posición	66
3.2.3.	Puestos de bolsa Públicos	67
3.2.3.1.	Por Negociación	67
3.2.3.2.	Por Activos	69
3.2.3.3.	Por Patrimonio	69
3.2.3.4.	Por pasivo	70
3.2.3.5.	Por ingresos	71
3.2.3.5.1.	Ingresos operativos	71
3.2.3.5.2.	Ingresos financieros	71
3.2.3.6.	La Utilidad	72
3.2.3.7.	Gastos Administrativos	72
3.2.4.	Mercado Total de Puestos de Bolsa	73
3.2.4.1.	Volumen Negociado	73
3.2.4.2.	Por activos de los puestos de bolsa	75
3.2.4.3.	El patrimonio de los puestos	76
3.2.4.4.	Pasivo y nivel de apalancamiento	77
3.2.4.5.	Por ingresos	78
3.2.4.5.1.	Los ingresos financieros	79
3.2.4.5.2.	Ingresos operacionales	79
3.2.4.6.	Gastos administrativos	80
3.2.4.7.	Por utilidades	82
3.2.5.	El ROE	83
3.2.6.	Dentro de las medidas de eficiencia	85
3.2.7.	Cabe anotar que el mercado en todos los rubros de análisis	86
4.	Capítulo: Determinantes del Modelo	
4.1.	El modelo contará	88
4.1.1.	Las consideraciones de Capital	88
4.1.2.	Mercado, productos y volumen	88
4.1.3.	Presupuestación	88
4.1.4.	La Estructura Financiera	88
4.1.5.	Determinantes de valoración del modelo	89
4.2.	Consideraciones de Capital Requerido	89

4.2.1. El capital mínimo	89
4.2.2. Adquirir acciones	89
4.2.3. Garantía de Cumplimiento	90
4.2.4. Adquisición de acciones	90
4.3. Riesgos	91
4.3.1. Riesgo Crediticio	91
4.3.2. Riesgo de mercado	91
4.3.3. Riesgo operativo	92
4.3.4. Garantía de Cumplimiento	92
4.4. Mercado, productos y volumen	93
4.4.1. Determinar los mercados local e internacional	93
4.4.2. Mercado Local	94
4.4.2.1. Emisor	94
4.4.2.2. Instrumento	94
4.4.2.2.1. El mercado accionario	94
4.4.2.2.2. El producto bursátil estrella	94
4.4.2.3. Le sigue el mercado de liquidez	96
4.4.2.4. La compra y venta de deuda	96
4.4.2.5. El mercado primario	96
4.4.3. Mercado internacional	97
4.4.4. Otros servicios	97
4.5. Presupuesto requerido	97
4.5.1. Tecnología de información	98
4.5.2. La inversión en planta y equipo	98
4.5.3. Personal ejecutivo	98
4.5.4. Agentes corredores	99
4.5.5. Contribución con el presupuesto	99
4.6. Estructura Financiera	100
4.6.1. Activos	100
4.6.2. Pasivos	101
4.6.3. Patrimonio	101
4.6.3.1. Aumentar el nivel de apalancamiento	101
4.6.3.2. Permite mayor capacidad de operaciones	102
4.7. Determinantes de variables de valoración del Modelo	102
4.7.1. Capital requerido inicial y proyectado	103
4.7.2. Determinación de los flujos de efectivo	103

4.7.3. Valor presente neto de los flujos	103
4.7.4. Tasa interna de retorno	104
5. Capítulo: Conclusiones y recomendaciones	106
Anexo de Tablas	113
Bibliografía	116

Resumen

Un modelo es una representación de algo que queremos realizar; es un esquema teórico, de un sistema, mercado o de una realidad compleja, que se elabora para facilitar su comprensión y el estudio de su comportamiento. También, puede definirse como un marco formal para representar los rasgos básicos de un sistema complejo por medio de unas cuantas relaciones fundamentales.

En el sistema financiero se comercian, en realidad, dos cosas: de una parte, el riesgo; de la otra, la liquidez. Esta función se lleva a cabo mediante la producción y el suministro de una serie de servicios de acuerdo con determinadas técnicas e instrumentos propios creados por el sistema mismo. Esos servicios se compran y se venden en un conjunto de mercados en los cuales opera una cantidad de instituciones y empresas especializadas, en contacto con los ahorrantes que ofrecen recursos financieros y con los inversionistas y productores que los demandan. Los ahorrantes, inversionistas y productores pueden ser personas físicas o jurídicas, privados o públicos, nacionales o extranjeros.

El mercado de puestos de bolsa costarricense se ha venido estrujando, haciendo cada vez menos rentable la actividad de bolsa, provocando, en los últimos 10 años, que más puestos de bolsa desaparezcan. Los costos de la actividad de intermediación bursátil fueron incrementándose y los márgenes de comisión encogiéndose.

Cabe anotar que el mercado está en todos sus rubros de análisis concentrado en apenas seis puestos de bolsa que manejan volumen de negociación, utilidades, apalancamientos, resultados financieros y operativos, utilidades y niveles de eficiencia, lo que hace que exista poca posibilidad de ingresar por lo menos como puesto de bolsa del sector privado.

El modelo contará con los siguientes factores fundamentales: Las consideraciones de capital requerido. Mercado, productos y volumen que evidencia mayor crecimiento y aporte al flujo de efectivo. Presupuestación y definición de los requerimientos, básicamente la regulación establece una serie de requisitos mínimos además del capital. La Estructura Financiera que de acuerdo con los análisis previos debe manejar el puesto de bolsa de Bancrédito para alcanzar los resultados esperados del modelo. Y determinantes de valoración del modelo, que tienen que ver expresamente con la evaluación cuantitativa y cualitativa de los factores que intervienen llámese: composición de los activos, decisiones sobre los niveles de apalancamiento, distribución de utilidades o capitalización de ellas, entre otros.

Índice de cuadros

CUADRO1: Sistema Financiero Costarricense	24
CUADRO 2: Puestos de Bolsa vigentes años 1990-1999 y 2013	31
CUADRO 3: Entorno Bancario Costarricense 2012	50
CUADRO 4: Matriz de Negocios del Sector Bancario	52
CUADRO 5: Entorno Bancario Costarricense Activo-Pasivo y Patrimonio	53
CUADRO 6: Cartera de Crédito del Sistema Bancario periodo 2012	54
CUADRO 7: Entorno Bancario Costarricense Ingresos Financieros e Ingresos por Servicios	55
CUADRO 8: Ingresos Financieros y de Servicios periodo 2012 y nivel de eficiencia	57
CUADRO 9: Puestos de Bolsa vigentes 2013	62
CUADRO 10: Nivel de Apalancamiento de los Puestos Públicos 2012 y 2011	70
CUADRO 11: Ingresos Operativos y Financieros por Puesto años 2012 y 2011	71
CUADRO 12: Utilidad Neta Puestos del Sector Público años 2012-2011	72
CUADRO 13: Gasto Administrativo Puestos del Sector Público años 2012-2011	73
CUADRO 14: Proporción del Total Negociado por Puesto de Bolsa años 2011-2012 y III Trim. 2013	75
CUADRO 15: Activos de Puestos de Bolsa 2012 y 2011	76
CUADRO 16: Patrimonio de los Puestos de Bolsa para el periodo 2012 y 2011	77
CUADRO 17: Pasivo y Nivel de Apalancamiento de los Puestos de Bolsa periodos 2012 y 2011	78
CUADRO 18: Ingresos Financieros de los Puestos de Bolsa 2012	79
CUADRO 19: Ingresos Operacionales y Porción del volumen negociado, años 2012 y 2011	80
CUADRO 20: Total del Gastos Administrativos Periodo 2012 y 2011	81
CUADRO 21: Utilidades de los Puestos de Bolsa Periodo 2012 – 2011	83
CUADRO 22: ROE de Puestos de Bolsa año 2012 – 2011	84
CUADRO 23: Eficiencia (medida como razón Gasto Administrativo entre el Resultado Financiero y Operativo) para los periodos 2012 y 2011	86
CUADRO 24: Valoración de Acciones BNV	90
CUADRO 25: Capital Base	95

CUADRO 26: Tipos de Suscripción	96
CUADRO 27. Modelo de Viabilidad Financiera	105

Índice de gráficos

GRÁFICO 1: Número de Puestos Inscritos	28
GRÁFICO 2: Comportamiento del Mercado Bursátil durante el periodo 1994 al 2012	29
GRÁFICO 3: Volumen Negociado en BNV por sector público y privado	29
GRÁFICO 4: Volumen Total Negociado vs PIB y relación porcentual	30
GRÁFICO 5: Banco Crédito Agrícola Volumen de activos, pasivos y patrimonio 2007-2012	38
GRÁFICO 6: Composición de los principales componentes del activo periodo 2007-2012	39
GRÁFICO 7: Crecimiento del pasivo del 2008-2012	39
GRÁFICO 8: Nivel de apalancamiento del 2007-2012	40
GRÁFICO 9: Porcentaje de participación de los rubros de ingreso total	41
GRÁFICO 10: Porcentaje de participación de los rubros de gasto en el gasto total	42
GRÁFICO 11: Composición del Ingreso financiero periodo 2007-2012	43
GRÁFICO 12: Ingreso por Comisiones por servicios y cambios relativos	43
GRÁFICO 13: Margen Financiero del 2007-2012	44
GRÁFICO 14: Utilidad Neta representación del ROA y ROE del 2007 al 2012	45
GRÁFICO 15: Resultados de Bancos Públicos periodo 2012	46
GRÁFICO 16: Estado de la cartera de crédito Activos Bancos Públicos periodo 2012	47
GRÁFICO 17: Instrumentos Financieros / Activo Total del 2012 Bancos Públicos	48
GRÁFICO 18: Nivel de Apalancamiento Bancos Públicos 2012	49
GRÁFICO 19: Comparativo entre Bancos Públicos del ROE 2012 y 2011	49
GRÁFICO 20: Cartera de Crédito Bancario 2012	54
GRÁFICO 21: Margen Financiero de la Industria Bancaria periodos 2012 y 2011	56
GRÁFICO 22: ROE 2012 y 2011 Industria Bancaria	58
GRÁFICO 23: Puestos de Bolsa 2013	61
GRÁFICO 24: Volumen Negociado por año 2011- 2012 y octubre 2013	63
GRÁFICO 25: Composición por tipo de mercado 2011 – 2012 y III Trim. 2013	64
GRÁFICO 26: Composición por Producto Negociado del 2006 al III Trim. 2013	67

GRÁFICO 27-28: Proporción del Volumen Negociado en Bolsa Puestos Sector Público 2012-2011	68
GRÁFICO 29: Volumen Negociado por los Puestos Públicos	68
GRÁFICO 30: Activos de Puestos Públicos 2012-2011	69
GRÁFICO 31: Patrimonio de Puesto Públicos 2012-2011	70
GRÁFICO 32: Volumen Negociado por Puesto de Bolsa año 2011-2012 y III Trim. 2013	74
GRÁFICO 33: ROE de los Puestos de Bolsa años 2012 y 2011	85
GRÁFICO 34: Esquema Gráfico del Modelo Financiero	88

Índice de tablas

TABLA 1: Detalle de Riesgos para la valoración del capital requerido para un Puesto de Bolsa según Reglamento Gestión de Riesgos	113
TABLA 1-a: Calificaciones Locales	114
TABLA 1-b: Calificaciones Locales	115

Índice de siglas y abreviaturas

AGB: Auditoría General de Bancos	17
AGEF: Auditoría General de Entidades Financieras	17
BAC: Banco BAC San José, S.A.	19
BNS: Banco Nova Scotia o Scotiabank	19
Bansol: Banco de Soluciones, S.A.	19
BCAC: Banco Crédito Agrícola de Cartago o Bancrédito	32
BCR: Banco de Costa Rica	33
BCT: Banco BCT, S.A.	19
BEV: Bolsa Electrónica de Valores	27
BN: Banco Nacional de Costa Rica	35
BNV: Bolsa Nacional de Valores	20
BP: BPCD: Banco Popular de Costa Rica	18
Canafic: Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito	26
CCSS: Caja Costarricense de Seguro Social	21
Codesa: Corporación Costarricense de Desarrollo S.A.	26
Cofisa: Corporación Financiera S.A.	26
Conassif: Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero	18
CNV: Comisión Nacional de Valores	20
Finade: Fideicomiso Nacional de Desarrollo	35
Fogabona: Fondo de Garantías de la Bolsa Nacional	90
Infocoop: Instituto de Fomento Cooperativo	24
INS: Instituto Nacional de Seguros	27
PIB: Producto Interno Bruto	29
ROA: Rendimiento sobre el Activo	44
ROE: Rendimiento sobre el patrimonio	45
Sugef: Superintendencia General de Entidades Financieras	18
Sugese: Superintendencia General de Seguros	22
Sugeval: SGV: Superintendencia General de Valores	20
Supen: Superintendencia de Pensiones	21
TIR: Tasa interna de retorno	104

VAN: Valor Presente Neto	103
VaR: Valor en riesgo	92

Introducción

Al observar la estrategia de negocios de la mayoría de grupos financieros costarricenses se encuentra que cada uno cuenta con diferentes ramas de negocios, se buscará demostrar que una de ellas y que tiene una relevancia cada vez mayor son los puestos de bolsa¹.

Si se preguntara por qué es tan relevante para un grupo financiero contar con este tipo de negocio, la respuesta surge naturalmente, se citarán algunas razones:

1. Contar con una estrategia de negocios que pueda orientar los recursos de los clientes de la forma más adecuada y objetiva posible.
2. Capacidad para captar clientes con alto potencial de recursos, que permita la transferencia de recursos de ahorrantes a proyectos de inversión.
3. Mejora el valor agregado de la organización de cara una creciente necesidad del medio, de grupos más complejos y avocados a subsanar de forma integral, más eficiente y efectiva las necesidades financieras.
4. Al ser el mercado de valores un componente del sistema financiero.

Sin embargo, se ha venido mencionando desde hace varios años que la actividad bursátil está mermando y de hecho en los últimos ocho años se han retirado de la actividad 8 puestos de bolsa de acuerdo con los registros de la Superintendencia General de Valores (Sugeval), como es lógico pensar el determinar las razones de fondo que condujeron a estos puestos de bolsa a su retiro del mercado, por el tiempo y que los funcionarios que en su momento participaron de la desinscripción son de difícil localización.

Precisamente, para alcanzar un conocimiento encaminado de la realidad de nuestro mercado de valores de cara al desarrollo de un nuevo puesto de bolsa, el trabajo pretende emplear el método científico mediante procedimientos lógicos que permitan establecer un claro panorama y nos brinde explicaciones que fomenten nuestro objetivo, dentro del cual se realizará un análisis del sector.

Nuestro mercado bursátil se ha concentrado, básicamente, en la negociación de deuda, principalmente deuda soberana (emisiones de gobierno y Banco Central), esto sumado a un

¹ Leitón, P. (2012, 1o de junio) Gobierno planea revivir el mercado de valores con decreto ejecutivo. *La Nación*, Economía página No26A.

cada vez más creciente requerimiento en materia regulatoria por parte de las autoridades supervisoras, ha hecho que se vea menos atractiva la actividad.

La cantidad o variedad de servicios que un puesto de bolsa en nuestro actual mercado puede ofrecer se ve limitado por la escasa profundidad del mercado que atiende.

Sin embargo, la posibilidad de que esto cambie se ve manifiesto por las necesidades de contar con mecanismos novedosos para la incorporación de nuevos instrumentos, en virtud de las necesidades de un país para fomentar el crecimiento y desarrollo de obras de infraestructura necesarias, de hecho, las autoridades mantiene mayor interés esto mediante modificaciones sustantivas en la ley reguladora.²

Mediante una metodología lógica pretende insertarse el interés e importancia para la entidad en la dinámica de la actividad y la relevancia de los puestos de bolsa en el medio financiero.

Se revisará la información normativa que regula el mercado bursátil como actividad, análisis de la competencia y los resultados de los puestos de bolsa de los últimos años, su participación como actividad en la producción nacional, las condiciones mínimas que se necesitan para establecerse.

Se hará una reseña histórica y una descripción de Bancrédito y su actividad haciendo una comparación de los servicios que ofrece como parte de la estrategia de negocios con respecto al medio.

Se emplearán herramientas financieras que permitan evaluar apropiadamente a los puestos de bolsa y, con ello, establecer, posteriormente, el modelo financiero que haga viable el puesto de bolsa para Bancrédito.

Nuestro objetivo central será desarrollar un modelo que determine la viabilidad financiera para establecer un puesto de bolsa para el Banco Crédito Agrícola de Cartago. Mediante un análisis situacional del mercado de puestos, que permita la identificación de variables financieras críticas que faciliten una ejecución más eficiente y rentable, para mejorar la estrategia de negocios del grupo financiero.

² Leitón, P. (2012, 1o de junio) Gobierno planea revivir el mercado de valores con decreto ejecutivo. *La Nación*, Economía página No26A.

1. Definir el marco teórico requerido para el desarrollo de la propuesta y contextualizar el mercado de valores costarricense.
2. Describir el grupo financiero su plan estratégico y el entorno competitivo en que se desenvuelve.
3. Analizar las variables necesarias para llevar a cabo la construcción del modelo, incorporando los aspectos legales, estratégicos, operativos y financieros. (cuantitativas y cualitativas)
4. Desarrollar un modelo que determine la viabilidad financiera para establecer un puesto de bolsa para el Banco Crédito Agrícola de Cartago.
5. Presentar las principales conclusiones y recomendaciones derivadas del desarrollo del proyecto.

La premisa en que se basa nuestra propuesta es que sea viable financieramente la constitución de un puesto de bolsa; sin embargo, debe tenerse claro de que para llegar a ese resultado y resolver el supuesto, había que establecer el modelo que permitiera la valoración, de forma tal que eso fue el desarrollo del presente proyecto. Se estableció el modelo queda ahora a la organización emplear dicho modelo para verificar si se cumple o no la hipótesis.

Dentro de las principales limitantes para el desarrollo del presente trabajo, se encuentra dificultad en el acceso a información por parte de la entidad, por lo que no pudo tenerse acceso a las estrategias del grupo para acercar los objetivos del proyecto a los objetivos y planes de la institución, por lo que se tuvo que establecer supuestos nuestros y a partir de ahí hacer inferencias.

Otros elementos que dificultaron el análisis es que no existen estudios formales del mercado bursátil, la Bolsa (BNV) ni tampoco la Sugeval cuenta con archivos suficientes para verificar las tendencias. Existe una carencia de la cantidad y clasificación de los clientes información que nos sería útil para medir la base de clientes y obtener mayor información como rangos de inversión y otros que colaborarían con el modelo y facilitarían la toma de decisiones.(por ejemplo, cantidad de clientes físicos y jurídicos, rangos de inversión, plazos de permanencia, etc.).

La estructura del documento que se presenta es la siguiente: en el capítulo primero buscó explicarse qué es un sistema financiero y de ahí desembocar en el mercado bursátil, desde una perspectiva histórica, a esto se le llama contextualizar el mercado bursátil y establecer la perspectiva teórica. En el capítulo dos se busca conocer al Banco Crédito Agrícola y establecer su posición dentro del mercado bancario. En el capítulo tercero se vio la composición del mercado bursátil y se descubre los productos, volúmenes y niveles de actividad que manejan los puestos, revisamos los informes financieros para descubrir quienes y porque son los que se encuentran en los primeros lugares y, con esto, tener una base de conocimiento del mercado. En el cuarto capítulo hace una revisión de la regulación existente y describen los factores para darle forma al modelo que determine la viabilidad financiera para establecer un puesto de bolsa para Bancrédito. Finalmente, el último capítulo expone las conclusiones y recomendaciones que se lograron encontrar en el desarrollo del presente trabajo.

1. Capítulo: Contextualización del mercado bursátil y perspectiva teórica.

1.1. Sistema financiero General: Podría concluirse que el problema básico de toda sociedad es establecer una forma o método lógico para resolver de forma sistemática la asignación de los recursos que son escasos y limitados, para satisfacer las necesidades de la sociedad, a esta situación se le conoce comúnmente como “el problema económico”³. Dada a esa circunstancia nace el dilema de que producir con esos recursos limitados, puesto que la decisión de producir el bien x , consecuentemente, supone dejar de producir el bien y , o a la inversa; en concordancia con lo manifestado se presenta un concepto básico y “el costo de oportunidad” que no es otra cosa que discriminar o sacrificar la satisfacción de una necesidad respecto de otra, pues se produce un bien en exclusión del otro.

Desde la óptica presentada, la sociedad se plantea la inquietud de cómo priorizar cuáles necesidades deben o pueden satisfacerse primero, o lo que es lo mismo, jerarquizar las necesidades, de ahí surgen varias preguntas que deben ser contestadas: qué producir, cómo producirlo y para quién producirlo. Las necesidades obligan a crear al conjunto de principios para que se establezca un sistema que pueda optimizar el uso, producción y distribución de los recursos.

Estableciendo, de esta forma, el concepto que es la creación de un “sistema de precios” o de soluciones de “mercado”, relacionado con la interacción entre un número de oferentes y un número de demandantes, que conforman el mercado, lo que viene a solucionar el problema de satisfacer la jerarquización de las necesidades, para los individuos particularmente y para la economía de forma global.

Pero, esa perspectiva estática y atemporal resulta ser poco real; por lo que se hace necesario integrar la variable temporal para tomar la decisión de “cuándo producir”. Ese factor elemental facilita que los agentes económicos puedan trasladar su poder de compra del presente hacia cualquier momento en el futuro, acarreado, con ello, la incertidumbre como parte fundamental del contexto en que la sociedad convive y toma decisiones. Esa incertidumbre proviene de fuentes endógenas y exógenas, y para

³ Matarrita, R. (****) Aspectos Generales del Mercado de Valores Costarricense. San José, Costa Rica. Bolsa Nacional de Valores

paliarla es requerida la captación de información que al agruparla permita la formulación de convencionalismos sociales que buscan compensar la intertemporalidad e incertidumbre, convirtiéndose en leyes, reglamentos, normas y procedimientos que generan y componen el ordenamiento social.

Según el Diccionario de la lengua española un sistema es “...*un conjunto de reglas o principios coordinados para formar un todo científico o un cuerpo de doctrina*”.⁴

Con la elaboración de los elementos comentados y explicados a modo de extracto es posible definir el concepto de “*Sistema Financiero*”⁵ de la siguiente manera:

“...como el conjunto de instituciones regidas por leyes, decretos, reglamentos y normas que les faculta para crear, administrar, custodiar, traspasar, garantizar, negociar e incluso destruir activos financieros”.⁶

En el sistema financiero se comercian, en realidad, dos cosas: de una parte, el riesgo; de la otra, la liquidez⁷. Esta función se lleva a cabo mediante la producción y el suministro de una serie de servicios de acuerdo con determinadas técnicas e instrumentos propios creados por el sistema mismo. Esos servicios se compran y se venden en un conjunto de mercados en los cuales opera una cantidad de instituciones y empresas especializadas, en contacto con los ahorrantes que ofrecen recursos financieros y con los inversionistas y productores que los demandan. Los ahorrantes, inversionistas y productores pueden ser personas físicas o jurídicas, privados o públicos, nacionales o extranjeros.

El sistema financiero es un sector más de una economía, su función es la producción de servicios financieros, canalizando los recursos escasos entre los diferentes agentes

⁴ García, R. (2010). Larousse Diccionario Lengua Española (1ª ed. de la 6ª reimpr.). México: Ediciones Larousse, S.A. de C.V.

⁵ Matarrita, R. (s.f.) Aspectos Generales del Mercado de Valores Costarricense. San José, Costa Rica. Bolsa Nacional de Valores (BNV) página 4.

⁶ Según Stephen Ross en Finanzas Corporativas (9ª. ed) es sinónimo de instrumentos financieros: bonos, acciones, etc.

⁷ Lizano, E. (1987). El Sistema Financiero y El Desarrollo Económico. San José, Costa Rica. Serie 67 Banco Central de Costa Rica.

económicos y sectores, tratando de que la cantidad y calidad de los servicios suministrados sean aquellos que enriquezca la productividad y contribuya con el desarrollo económico del país.

El sistema financiero cumple esencialmente cuatro funciones: 1) Proveer medios de pago de aceptación general (monetización), que es crear activos y pasivos financieros que son empleados por la comunidad para llevar a cabo transacciones, ventas y compras, cuyo precio y valor se expresan en medios de pago⁸. 2) Intermediación financiera: entre los agentes económicos que disponen de excedentes de recursos (ahorrantes) y aquellos otros deficitarios que necesitan recursos (inversionistas o productores), sino hubiera sistema financiero los agentes económicos tendrían que autofinanciarse, de la misma manera como si no hubiera trueque, solo existiría el autoabastecimiento, de tal forma que sería un sistema deficiente en la asignación y uso de los factores de la producción y pues no se emplearían los recursos de la forma más eficiente. 3) Facilita la administración de la cartera de activos de las unidades económicas, la riqueza se guarda como reserva para la época de vacas flacas y/o especulación, aprovechando oportunidades de inversión, sin el sistema financiero las unidades tendrían que depositar la riqueza en tierras, joyas u otros bienes. 4) Brinda servicios de apoyo a las finanzas públicas, conforme se amplía y perfecciona el sistema financiero se aperturan nuevas opciones para el sector privado y también para el sector público a través del endeudamiento interno por ejemplo, y no solo por medio de impuestos, emisión monetaria del banco central y otros.

Para cumplir adecuadamente sus funciones el sistema financiero conlleva varios requisitos⁹ que lo caracterizan y que se citan como referencia, para mayor entendimiento:

- a. Desarrollo institucional: es la creación de un extenso abanico de instituciones y entidades financieras, públicas y privadas de diversos fines. Dentro de las cuales pueden citarse el Banco Central, los bancos comerciales, los bancos y fondos de inversión, bancos hipotecarios, las financieras, las bolsas de valores, empresas

⁸ Medio de pago: conocido como profundización monetaria.

⁹ Lizano, E. (1987). El Sistema Financiero y El Desarrollo Económico. San José, Costa Rica. Serie 67 Banco Central de Costa Rica.

dedicadas al ahorro y préstamos, aseguradoras y de seguridad social. Dependiendo de la variedad de esas empresas y los productos que ofrezca (transacciones, títulos y valores), en el sistema así será el tamaño del mercado.

- b. Sistema de regulación y supervisión: para que funcione de manera adecuada se requiere una minuciosa supervisión y regulación. Lo que conlleva leyes, reglamentos, normas y disposiciones para asegurar que el sistema cumpla sus funciones y dar seguridad y transparencia a los agentes económicos que minimicen los riesgos y para garantizar la sana competencia de las entidades participantes, ofreciendo confianza, solidez y liquidez.
- c. Formación de recursos humanos: para un mayor crecimiento de los sistemas financieros es necesario mantener debidamente capacitados a los recursos humanos que es parte de la eficiencia y productividad de los servicios.
- d. Flujo de información: que permita al público en general acceso a información de calidad y oportuna para la toma de las decisiones, para que facilite la competencia entre las entidades financieras y para la adecuada supervisión.
- e. Marco legal: requiere un marco legal preciso que permita a los participantes accesibilidad fácil y seguridad jurídica, en cuanto al cumplimiento de contratos en la compra y venta de servicios sean inversiones, créditos, etc.
- f. Cambio tecnológico: como sucede en cualquier otro sector que facilite e incremente la productividad del sector financiero, es necesario optar por nuevas y mejores técnicas.
- g. Políticas macroeconómicas adecuadas: es necesario de que el sistema financiero cuente con políticas macroeconómicas que impidan la incertidumbre extrema, fluctuaciones acentuadas, y el exceso de riesgo para su buen desarrollo y crecimiento.

En resumidas cuentas, lo que debe buscar el sistema es generar confianza, promover la competencia y propiciar congruencia entre las partes que conforman el sistema, y para que opere de forma sana, dinámica y prudente.

1.2. Sistema financiero costarricense y sus características generales:

1.2.1. Historia y evolución:

Algunos autores ubican en el Medio Oriente en Babilonia, el desarrollo del Sistema Financiero y aunque se afirma que no existían bancos, se sabe de la existencia de familias poderosas que pasaban de generación en generación el arte y negocio de prestar dinero, realizando también negocios con bienes raíces y financiando empresas industriales. Dicha actividad bancaria se infieren por ejemplo en el “*Código de Hammurabi*” y, posteriormente, se expande; cabe mencionar que el siglo IV a.C. se permitió el negocio de los particulares, adquiriendo renombre la “*casa de Igibi*”.¹⁰

Igualmente, se menciona como antecedente, las actividades bancarias que se desarrollaron en “*Grecia y Roma*”, según Rodríguez Azuelo,¹¹ y que a consecuencia de las invasiones bárbaras, se vieron disminuida. Asimismo, Rodríguez señala que la actividad bancaria se ve obstaculizada “...ante las prohibiciones de la Iglesia Católica al reprobar como inmoral el préstamo a interés”.¹² Lo anterior desencadenó que la actividad bancaria quedará en manos de los judíos de Lombardía.¹³

Los acontecimientos más destacados en la historia en la actividad financiera, ocurrieron a finales del siglo XIV y comienzos del siglo XV, surgiendo diversos organismos financieros desde los “montes” para financiar a las municipalidades hasta los bancos en Génova, Italia por medio de “*Casa di San Giorgio*”.

Después gracias a Inglaterra y Estados Unidos, se dio el mayor desarrollo de la banca comercial. El Banco de Inglaterra fue fundado en 1694 por Guillermo Patterson que financió la guerra entre Guillermo de Orange y el Rey francés Luis XIV a cambio del monopolio bancario en Londres y sus cercanías, convirtiéndose en el centro mundial del desarrollo económico, empresarial y cultural de la época, este mismo banco fue el que inició con la potestad de emitir billetes, esa actividad se hace exclusiva en 1844 y, finalmente, en 1946 se nacionaliza, pasando a ser potestad única del Estado y la Corona, así fue como esa entidad sirve de prototipo para el desarrollo ulterior de los bancos centrales.¹⁴

¹⁰ Benevidez, G. Historia de los Bancos, Revista Nuestro Banco No.12, 1 ed. Costa Rica, 1967, p.9.

¹¹ Rodríguez, A. (2002). Contratos Bancarios, su significado en América Latina (5ª. ed.). Colombia: Editorial Legis, pp. 118 – 122.

¹² Idem.

¹³ Cottely, E. (1956). Derecho Bancario, conceptos generales de historia. Aruya, Argentina. p. 38.

¹⁴ Hernández. C. (1980). Banca Central. Euned. San José, Costa Rica. p.12.

Con el descubrimiento del “Nuevo Mundo” la banca adquiere nuevas dimensiones, pues se amplían los mercados y se debilitan las restricciones eclesiásticas, lo cual amplía y fortalece su actividad y aparece la figura de banco central.

Sucintamente, las sociedades fueron desarrollando diversas formas de moneda, moneda que cobró fuerza y protagonismo cada vez mayor con el surgimiento de la moneda metálica y en virtud de la formación del sistema monetario, así fue como a grandes pinceladas fueron evolucionando los sistemas financieros.

En el caso particular de Costa Rica el autor Humberto Jiménez Sandoval señala que en la “época de la colonia hasta 1850 se tuvo ausencia de entidades bancarias, destacándose este periodo por confusión en la materia”.¹⁵

A mediados del siglo XIX, entre 1847 y 1870, San José adquiere el monopolio del tabaco, creándose la fábrica de tabacos, a raíz de esto se presentan en ese entonces las primeras actividades de banca “...el envío de dinero, recibir libranzas y hacerlas efectivas”. Complementariamente la actividad cafetalera se fue incrementando y fue tomando mucha más fuerza origino cambios en los patrones de financiamiento, socioeconómicos y políticos.

Con esos cambios y dadas las necesidades en 1851 el presidente Dr. José María Castro Madriz realiza los primeros esfuerzos ante el Congreso para la fundación del primer banco; sin embargo, los problemas de orden político y personales con el Dr. Madriz evitan que se logre.

Para el año 1857, durante la administración del presidente Juan Rafael Mora Porras, con el aumento de la población y la actividad agrícola, el país exigía una institución que pudiera agilizar el comercio y movilizará los recursos.

El 2 de julio de 1857, se firma el contrato Medina-Escalante (entre el señor Crisanto Medina, empresario argentino y el señor Rafael G. Escalante, Ministro de Hacienda y Guerra)¹⁶; en ese contrato, se establecía el Banco Nacional Costarricense con un capital de ₡250 000,00 (doscientos cincuenta mil colones). Sin embargo, no es hasta el 1 de junio de 1958, que se firma un nuevo contrato “Medina-Cañas” (entre el señor Crisanto Medina y el señor José María Cañas, este último Ministro de Hacienda y Guerra) y se

¹⁵ Jiménez, H. (1986). Derecho Bancario. (1ª ed.). San José, Costa Rica. Editorial Euned. p.56

¹⁶ (1997) *Historia de la banca comercial en Costa Rica*. Preparado por Universidad Estatal a Distancia. <http://www.abc.fi.cr/historia.pdf> (24 de agosto de 2013)

funda bajo el nombre definitivo el Banco Nacional de Costa Rica también conocido como Banco de Medina. Sus operaciones dan inicio el 15 de junio de ese año y concluyen el 31 marzo de 1859, por la mala administración y a la situación política imperante, por el golpe de estado del 14 de agosto, se termina con la posibilidad de reabrir el banco. Con la situación convulsa que se dio en esa época y la oposición para que el Estado tuviera injerencia en la actividad bancaria, que pudiera alterar el monopolio del crédito, según cuentan los cronistas de la época. Sin embargo, durante la segunda administración del Dr. José María Castro Madriz se aprobó el contrato de fundación el 10 de julio de 1867 y 15 de agosto entró en funciones.

Este banco solo funcionó 10 años, pues, los empréstitos internacionales y la no prórroga de su contrato, producto de la negativa a financiar el tren al Atlántico lo llevó a cerrar sus puertas.

El tercer intento ahora con el nombre de Banco Nacional de Costa Rica nació por decreto del General Guardia, tomó luego el nombre de Banco de Costa Rica, y se elevó a ley el 24 de diciembre de 1877 e inicia operaciones en enero de 1878. El cuarto intento fue el 9 de octubre de 1914 cuando mediante el Decreto 16, siendo presidente don Alfredo González Flores se constituye el Banco Internacional de propiedad estatal. Esto motivado ante la negativa de los bancos, que conformaban el sistema bancario, de otorgar un préstamo por dos millones de colones al Gobierno para satisfacer necesidades fiscales producto de la Primera Guerra Mundial. Además, por la necesidad de que el Estado debía participar en las actividades crediticias, sobre todo, las relacionadas con el financiamiento del sector agropecuario, que no fue bien atendido por los bancos existentes. El Banco Internacional se constituyó con un capital de cuatro millones de colones, el 30 de diciembre de 1914, mediante Decreto Ejecutivo 33, se encarga para que cree y organice las Juntas Crédito Agrícola, que sirvieron de base para el crecimiento y fortalecimiento de este sector en el desarrollo nacional. En 1921 se concedió al Banco Internacional ser el único emisor de billetes y moneda y, posteriormente, se estableció la Caja de Conversión como una sección del banco, que era la encargada de restablecer el orden monetario, cambiario y fiscal de la época y, funcionaba mediante un reglamento de la Secretaria de Hacienda. En 1931, a pesar de su relevancia y el logro de la independencia de emisión, deja de funcionar la Caja de

Conversión y se fija un tipo de cambio que trajo como consecuencias un serio desbalance en la balanza de pagos en 1934. El 4 de julio de 1933, el banco quedó facultado para emitir y convertir a billetes, bonos o cédulas para fines fiscales y préstamos a los agricultores. El 5 de noviembre de 1936 cambia su nombre a Banco Nacional de Costa Rica y, en el año 1948, se expropian sus acciones, pasando a manos del Estado, por motivos de interés público.

En 1863, nace el Banco Anglo Costarricense constituido en forma de sociedad en comandita y de capital privado. El banco fue suscrito por los señores Allan Wallis, Eduardo Alpes y Mariano Montealegre Fernández, y su nombre se debió a la nacionalidad de sus socios, los dos primeros ingleses y el señor Montealegre costarricense). Fue el primer banco que estableció el cheque como medio de pago, realizó operaciones crediticias, ventas de lotes y fundó una agencia en Puntarenas y otras Panamá y Guatemala.

En el año 1864 el Banco Anglo inicia la emisión de billetes hasta por la cuarta parte de su capital, el 17 de abril de 1877 cambia su forma de sociedad y se establece como sociedad anónima, pasa a ser banco del estado con la nacionalización bancaria en el año de 1948, y lamentablemente cierra sus puertas en el año de 1994.

Entre los años de 1867 y 1876 se crean diferentes instituciones bancarias privadas y estatales, pero hubo dificultades para reunir el capital por lo que varias entidades particulares tuvieron que cesar y, además, por la actitud negativa de Gobierno; no obstante, es importante señalar que esos bancos ofrecieron varias opciones de servicio a sus clientes y usuarios.

En 1872, se presentó un proyecto en el Congreso, para establecer el Banco Rural de Crédito Hipotecario; sin embargo, el proyecto fracasó, un año después se volvió a presentar un proyecto, el cual tuvo el mismo resultado, así con otros proyectos presentados.

El año 1877 ve nacer el Banco de la Unión en la provincia de San José, fundado el 20 de abril de ese año, opera hasta 1890 con ese nombre, cambiándolo a Banco de Costa Rica hasta hoy. Inició operaciones el 1º de noviembre de 1887, como banco privado y sus principales servicios fueron: descontar, girar, prestar, llevar cuentas corrientes,

recibir depósitos y efectuar cobranzas, comprar letras de cambio y demás negociaciones bancarias; tendría, además, la facultad de emitir billetes al portador por una suma no mayor a la tercera parte del capital suscrito.

Gracias al contrato Soto-Ortuño¹⁷ de 1884, el Banco de la Unión se ve fortalecido con esta negociación, pues logra la emisión en el país hasta por el doble de su capital, alcanza excelentes utilidades y se constituye en la mejor institución financiera del país. En contraprestación, el banco se compromete con el Gobierno en un crédito permanente por doscientos cincuenta mil dólares (\$250 000,00), y a cambio debía recoger todos los billetes emitidos por el Estado; manteniendo ese privilegio hasta el año 1900 cuando se da inicio al “*patrón oro*”.¹⁸

Así surgieron otras entidades de importancia como lo fue el Banco Internacional de Costa Rica.

En 1918, se crea el Banco Crédito Agrícola de Cartago como sociedad anónima y de carácter provincial fue creado por ciudadanos cartagineses y su capital fue aportado por ellos y se constituyó, inicialmente, con cien mil colones. El objetivo del banco fue el de negociar con todas las ramas agrícolas. Entre las actividades que realizaba estaban comprar o vender fincas, granos, y otros; además se podía adelantar, mediante un interés, dinero a los agricultores sobre sus cosechas, hacerles préstamos y darles facilidades con el manejo de sus propios fondos, así como realizar otras funciones bancarias.

En 1843, William Le Lacheur inicia el transporte de café entre Puntarenas y Londres, en sus continuos viajes desde que inició se convirtió en promotor de nuestro país, así fue como atrajo inversionistas hacia Costa Rica, uno de ellos fue el señor Allpress cofundador del Banco Anglo Costarricense. En 1893, el nieto del capitán Le Lacheur, William Lyon Le Laucher funda la compañía exportadora de café Lyon & Cox, empresa que años más tarde y por la crisis mundial y con el propósito de descontar las letras de exportación de café, la empresa solicita la licencia bancaria y cambia de

¹⁷ Denominado el contrato Soto-Ortuño firmado por los señores Gerardo Soto entonces Ministro de Hacienda y Gaspar Ortuño administrador del Banco de la Unión.

¹⁸ Patrón oro: sistema en el que un país declara que su unidad monetaria es equivalente a una cantidad fija de oro.

nombre por Lyon Hermanos & Compañía Sucesores, Sociedad Anónima Bancaria, en el año 1944 sufre una transformación y se consolida con el nombre de Banco Lyon, S.A., este banco a pesar de la nacionalización bancaria es el único que se mantuvo privado. En el año 1996, es absorbido por un grupo panameño cambiando su nombre a Banco del Istmo, S.A.

El Banco Central de Costa Rica nace adscrito al Banco Internacional de Costa Rica, que asumió en un inició las funciones de banco central, dentro de las cuales se encontraba el monopolio de emisión de billete y el manejo de operaciones bancarias del Estado. Con el paso del tiempo amplía sus funciones a mantener la convertibilidad de la moneda, posteriormente, como banco de reserva reguladora del crédito y la moneda.

En 1936, se contrató al Dr. Hermann Max de nacionalidad chilena, para que hiciera un estudio del banco con el propósito de dar una transformación profunda de sus funciones, dentro de los cuales estuvieron:

- Transformar el Banco Internacional a Banco Nacional de Costa Rica.
- Ordenar e integrar los bancos privados.
- Ordenar el sistema monetario.
- Establecer un régimen de fijación de intereses bancarios, por parte del Banco Nacional.
- Coordinar el trabajo del departamento emisor del banco estatal y los bancos privados.
- Crear la Auditoría General de Bancos.
- Introducir la Ley Monetaria.

Para 1948 se procedió a nacionalizar la banca privada, esto es la recepción de depósitos del público y, dada la necesidad de dotar al nuevo sistema bancario de una integración orgánica adecuada, mediante la Ley 1 130, del 28 de enero de 1950, se constituyó y adquirió las funciones del Banco Central de Costa Rica. Sin embargo, a pesar de haber sido sancionada la ley que crea el Banco Central continuaba ligado a la ley que facultó el Departamento Emisor del Banco Nacional, por lo que continuó sujeto, el Banco Central, a ambas leyes, y no fue sino hasta la creación de la Ley 1 552 denominada Ley Orgánica del Banco Central de 1953, asume plenamente sus funciones como ente

rector de la economía costarricense, esta ley es sustituida por la Ley 7 558, del 3 de noviembre de 1995, la nueva Ley Orgánica del Banco Central.

Los objetivos¹⁹ del Banco Central de Costa Rica son:

- Mantener la estabilidad interna de la moneda nacional, procurando, a su vez, la ocupación plena de los recursos productivos.
- Mantener la estabilidad externa de la moneda nacional y asegurar su libre conversión a otras monedas.
- Promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.
- Promover la eficiencia del sistema de pagos interno y mantener su normal funcionamiento.
- Garantizar la excelencia operacional de la Institución, entendida como la ejecución de las funciones esenciales para el cumplimiento de los objetivos institucionales al menor costo posible y bajo condiciones de riesgo aceptables.

Las principales funciones²⁰ del Banco Central de Costa Rica corresponden a:

- El mantenimiento del valor externo y de la conversión de la moneda nacional
- La custodia y la administración de las Reservas Monetarias Internacionales de la Nación.
- La definición y el manejo de la política monetaria y cambiaria.
- La gestión como consejero y banco-cajero del Estado.
- La promoción de condiciones favorables al robustecimiento, la liquidez, la solvencia y el buen funcionamiento del Sistema Financiero Nacional.

1.2.2. La estructura del sistema financiero costarricense:

- 1.2.2.1. Destaca nuestro Banco Central que inició sus funciones como ya se menciono siendo un departamento del Banco Nacional de Costa Rica,

¹⁹ (1ª Ed.). (1998) Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica y Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas, S.A.

²⁰ Ídem.

posteriormente, en 1950, se sanciona la ley que lo crea y asume a plenitud sus funciones mediante la ley Orgánica del Banco Central de 1953, dentro de sus objetivos se destaca:

- Mantener la estabilidad interna de la moneda nacional, procurando, a su vez, la ocupación plena de los recursos productivos.
- Mantener la estabilidad externa de la moneda nacional y asegurar su libre conversión a otras monedas.
- Promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.
- Promover la eficiencia del sistema de pagos interno y mantener su normal funcionamiento.
- Garantizar la excelencia operacional de la Institución, entendida como la ejecución de las funciones esenciales para el cumplimiento de los objetivos institucionales al menor costo posible y bajo condiciones de riesgo aceptables.

Las principales funciones²¹ del Banco Central de Costa Rica corresponden a:

- El mantenimiento del valor externo y de la conversión de la moneda nacional
- La custodia y la administración de las Reservas Monetarias Internacionales de la Nación.
- La definición y el manejo de la política monetaria y cambiaria.
- La gestión como consejero y banco-cajero del Estado.
- La promoción de condiciones favorables al robustecimiento, la liquidez, la solvencia y el buen funcionamiento del Sistema Financiero Nacional.

1.2.2.2. Nuestro sistema financiero se encuentra compuesto por un órgano regulador denominado Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conasiff), sus principales funciones según el artículo 171 de la Ley 7 732 son:

²¹ Ídem.

- Dictar los actos de autorización, suspensión, intervención y revocación del funcionamiento de los sujetos fiscalizados y la realización de oferta pública.
- Dictar los reglamentos correspondientes a las superintendencias.
- Nombrar y remover a cada uno de los superintendentes y sus correspondientes intendentes.
- Aprobar los presupuestos de las diferentes superintendencias.
- Resolver conflictos de competencia, que puedan presentarse, entre las superintendencias.

Por otra parte, se cuenta con varias superintendencias:

1.2.2.3. Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef)²². La Sugef por muchos años fue un departamento del Banco Central denominada “Auditoría General de Bancos” (AGB), constituida a través del artículo 44 de la Ley 1 552, del 23 de abril de 1952, sus principales funciones fueron: *“...la vigilancia y fiscalización permanente de todos los departamentos y dependencias del Banco, de las demás instituciones bancarias del país, incluyendo sucursales y otras dependencias, y cualesquiera otras entidades que las leyes sometan a su control.”* Posteriormente, el 4 de noviembre de 1988 y con la promulgación de la Ley de Modernización del Sistema Financiero de la República, número 7 107, la cual modificó la Ley 1 552, la AGB se transformó en la Auditoría General de Entidades Financieras (AGEF), *“...como un órgano de desconcentración máxima²³ adscrito al Banco Central...”* (Artículo 124, de la Ley 1 552). De acuerdo con esta reforma, correspondía a la AGEF fiscalizar el funcionamiento de todos los bancos, incluidos el Banco Central de Costa Rica, las sociedades financieras de carácter no bancario y las demás entidades públicas o privadas, independientemente de su naturaleza jurídica, que operasen en actividades de intermediación entre

²² <http://www.sugef.fi.cr>

²³ En el artículo 83 de la Ley General de Administración Pública se define la “desconcentración” como: “Todo órgano distinto del jerarca estará plenamente subordinado a éste y al superior jerárquico inmediato, salvo desconcentración operada por ley...”.

la oferta y la demanda de recursos financieros, directa o indirectamente, o en la prestación de otros servicios bancarios. La nueva Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (No. 7 558), vigente a partir de noviembre de 1995, declara de interés público la fiscalización de las entidades financieras y crea la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef), bajo la misma figura jurídica de la desconcentración máxima, pero esta vez dotada de mayores poderes y mayor autonomía administrativa, mediante la institución de su propio Consejo Directivo. Con la promulgación de la Ley 7 732 (Ley Reguladora del Mercado de Valores) trae consigo cambios al mercado bursátil y a la Ley 7 558, pues traslada las funciones del Consejo Directivo de la Sugef y las asume el Conassif. El objetivo de la Sugef es:

“Velar por la estabilidad, la solidez y el funcionamiento eficiente del sistema financiero nacional, con estricto apego a las disposiciones legales y reglamentarias y de conformidad con las normas, directrices y resoluciones que dicte la propia institución, todo en salvaguarda del interés de la colectividad”.

Las principales funciones son:

- Fiscalizar las operaciones de las entidades bajo su control.
- Dictar normas generales que busquen alcanzar prácticas bancarias sanas.
- Vigilar por la estabilidad, la solidez y funcionamiento eficiente del sistema financiero nacional.

La Sugef supervisa a las siguientes entidades:

- Bancos comerciales del estado se fiscalizan 3:
 - Banco Crédito Agrícola de Cartago.
 - Banco de Costa Rica.
 - Banco Nacional de Costa Rica.
- Bancos creados por leyes especiales se fiscalizan 2:
 - Banco Hipotecario de la Vivienda.
 - Banco Popular y de Desarrollo Comunal (BPDC).
- Bancos privados se fiscalizan 11:

- Banco BAC San José, S.A.
- Banco BCT, S.A.
- Banco Cathay de Costa Rica, S.A.
- Banco Citibank de Costa Rica, S.A.
- Banco Davivienda (Costa Rica), S.A.
- Banco de Soluciones Bansol de Costa Rica, S.A.
- Banco General (Costa Rica), S.A.
- Banco Improsa, S.A.
- Banco Lafise, S.A.
- Banco Promérica de Costa Rica, S.A.
- Scotiabank de Costa Rica, S.A.
- Empresas Financieras no bancarias (5):
 - Financiera Cafsa, S.A.
 - Financiera Comeca, S.A.
 - Financiera Desyfin, S.A.
 - Financiera G&T Continental Costa Rica, S.A.
 - Financiera Multivalores, S.A.
- Organizaciones cooperativas de ahorro y crédito se fiscalizan 30:
 En uso de las atribuciones conferidas, la Sugef, mediante resolución publicada en el diario oficial La Gaceta 23, del 01/02/2012, estableció como sujetas a su supervisión a las cooperativas de ahorro y crédito con activos superiores a ₡1 151,02 millones y de naturaleza abierta (compuestas por socios que no laboran para una misma persona jurídica), así como a aquellas con niveles inferiores de activos, pero previamente calificadas como sujetas a dicha supervisión.
- Entidades autorizadas del sistema financiero nacional para la vivienda se fiscalizan 2:
 - Grupo Mutual Alajuela-La Vivienda de Ahorro y Préstamo.
 - Mutual Cartago de Ahorro y Préstamo.

- Otras entidades financieras se fiscaliza 1:
 - Caja de Ahorro y Préstamo de la Ande.
- Entidades Mercado Cambiario se fiscalizan 5.
- Conglomerados se fiscalizan 6 y Grupos Financieros se fiscalizan 12.
- Entidades autorizadas para operar en el mercado de derivados cambiarios 2:
 - Una certificadora (BNV).
 - Tres intermediarios financieros.

1.2.2.4. Superintendencia General de Valores (Sugeval). A partir de la Ley 7 201, del 29 de octubre de 1990, se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV). Con esa ley, se estableció un marco jurídico que dio gran peso a la autorregulación, en consonancia con la realidad el mercado de valores costarricense que, en ese momento, contaba con una bolsa de valores (Bolsa Nacional de Valores – BNV) que tenía cerca de 14 años de existir. El desarrollo del mercado de valores costarricense desde la creación de la BNV y durante la década de los ochentas presentó un crecimiento acelerado. Se caracterizó, inicialmente, por la participación del sector público, captando recursos por medio de bolsa y logrando dar liquidez a sus títulos. Las restricciones crediticias del Banco Central de Costa Rica impulsaron, además, durante el primer quinquenio de la década, el registro por parte del sector privado de certificados de inversión. El 27 de marzo de 1998, entró en vigencia la Ley Reguladora del Mercado de Valores 7 732 y con ella, se crea la Superintendencia General de Valores como órgano de desconcentración máxima del Banco Central de Costa Rica; el objetivo es: *“...velará por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines.”* Entre las funciones principales se encuentran:

- Autorizar, regular y supervisar la oferta pública de valores.
- Autorizar y supervisar el funcionamiento de las bolsas y sociedades administradoras de fondos de inversión, centrales de valores, sociedades de compensación y liquidación y las sociedades clasificadoras de riesgo.
- Suspender o revocar las autorizaciones otorgadas a los sujetos fiscalizados por ella.

La Sugeval supervisa a las siguientes entidades:

- Bolsa Nacional de Valores.
- Puestos de Bolsa se fiscalizan 17:
- Emisores no financieros, se mantienen 45 emisores registrados, de los cuales 24 financieros y 21 no financieros.
- Sociedades administradoras de fondos de inversión se fiscalizan 15.
- Agentes corredores de bolsa.
- Sociedades calificadoras de riesgo se fiscalizan 3.
- Empresas de custodia se fiscalizan 25.
- Otras empresas:
 - Proveedores de precios.
 - Depositarios de valores.
 - Codificadores de isin.
 - Centrales de anotación en cuenta.
 - Registro de empresas de auditores externos.

1.2.2.5. Superintendencia de Pensiones (Supen). Nace producto de la aprobación de la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias y sus reformas 7 523. Sin embargo, apenas regulaba los planes privados complementarios de pensiones. En febrero del 2000, fue aprobada la Ley de Protección del Trabajador 7 983, esta ley cambio el alcance de aplicación se amplió considerablemente abarcando los regímenes básicos de pensiones Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) como los regímenes especiales sustitutos de este, los fondos complementarios de pensiones creados por leyes especiales o convenciones colectivas, el Régimen No Contributivo de la CCSS, así como el Régimen de Riesgos de Trabajo. la Supen le fue encargada la regulación y supervisión de los nuevos

regímenes que creó la Ley de Protección al Trabajador, a saber: el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, los Fondos de Capitalización Laboral, El Ahorro Voluntario, y el Régimen Voluntario de Pensiones Complementarias, ambos basados en sistemas de capitalización individual. Además, la nueva ley le asignó la obligación de velar por el otorgamiento de los beneficios a los afiliados al sistema de pensiones por parte de las entidades autorizadas, regímenes básicos y fondos creados por leyes especiales, aspecto que no estaba contemplado en la legislación anterior. la Ley de Contingencia Fiscal, Ley 8 343, del 18 de diciembre del 2002, modificó la Ley 7 523 en su artículo 36, para encargar a la Supen la supervisión de la labor realizada por la Dirección Nacional de Pensiones del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, en el otorgamiento de las pensiones con cargo al presupuesto nacional, en relación con la legalidad y oportunidad de las resoluciones y en lo relativo a las modificaciones y revalorizaciones de las pensiones que son competencia de la mencionada Dirección. El objetivo de la Supen es autorizar, regular, supervisar y fiscalizar los planes, fondos y regímenes contemplados en esta ley, así como aquellos que le sean encomendados en virtud de otras leyes, y la actividad de las operadoras de pensiones, de los entes autorizados para administrar los fondos de capitalización laboral y de las personas físicas o jurídicas que intervengan, directa o indirectamente, en los actos o contratos relacionados. Dentro de las entidades reguladas se encuentran:

- Regímenes básicos se fiscalizan 4.
- Regímenes no contributivos se fiscalizan 1.
- Regímenes complementarios especiales de carácter colectivo fiscalizados 5.
- Operadoras de Pensiones y fondos especiales fiscalizados 11.

1.2.2.6. Superintendencia General de Seguros (Sugese): Esta superintendencia se crea por la apertura del negocio de los seguros, mediante la Ley Reguladora del Mercado de Seguros 8 653, del 7 de

agosto del 2008. Es la entidad responsable de la autorización, regulación y supervisión de las personas, físicas o jurídicas, que intervengan en los actos o contratos relacionados con la actividad aseguradora, reaseguradora, la oferta pública y la realización de negocios de seguros. Al igual que las otras superintendencias es un órgano de máxima desconcentración y adscrito al Banco Central de Costa Rica. Funciona bajo la dirección del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif). Esta ley tiene como objeto proteger los derechos subjetivos e intereses legítimos de los asegurados y terceros, crear y establecer el marco para la autorización, regulación, supervisión, crear condiciones para el desarrollo del mercado asegurador, entre otros. El mercado de seguros se compone de:

- Aseguradoras (12).
- Sociedades Corredoras (17).
- Seguros transfronterizos (2).
- Sociedades agencias de seguros (34).
- Operadores de seguros autoexpedibles (10).
- Grupos financieros.

CUADRO 1					
SISTEMA FINANCIERO COSTARRICENSE					
BANCO CENTRAL					
CONASSIF					
MERCADO	Sugef	Sugeval	Supen	Sugese	Otros
	Intermediación Financiera	Mercado de Valores	Pensiones	Seguros	
I N S T I T U C I O N E S	Bancos Comerciales del Estado	Bolsa Nacional Valores	Regímenes Básicos	Aseguradoras	Ministerio Hacienda
	Bancos Creados por Leyes Especiales	Puestos de Bolsa	Regímenes no Contributivos	Sociedades Corredoras	Infoccop
	Bancos Privados	Sociedades de Fondos	Regímenes Complementarios Especiales Colectivos	Seguros Transfronterizos	INVU
	Entidades Financieras no bancarias	Calificadoras de Riesgo	Operadoras de Pensiones y Fondos Especiales	Sociedades Agencias de Seguros	
	Cooperativas de Ahorro y Crédito	Emisores no Financieros		Operadora de Seguros Autoexpandibles	
	Asociaciones Solidaristas	Agentes de Bolsa		Grupos Financieros	
	Mutuales	Empresas de Custodia			
	Otras Entidades: derivados, mercado cambiario.	Otras Empresas: Proveedores de Precios			
		Depositorios de Valor Centrales de Anotación en Cuenta			

1.3. Mercado de valores costarricense.

1.3.1. Reseña histórica del mercado bursátil costarricense:

La negociación de valores dentro de un mercado existe desde tiempos antiguos: los atenienses y los romanos llamaban *emporion* y *collegium mercatorum*, respectivamente, a los lugares donde se reunían para celebrar esta actividad. En la Italia y Holanda de la Edad Media se aglomeraba las personas dedicadas al comercio y negociaban tanto valores mobiliarios como títulos.²⁴ El término bolsa aparece concretamente en Brujas, Bélgica, en 1309, una familia de banqueros de apellido Van der Buërse en su escudo de armas representaba tres bolsas de piel, los monederos de la época. Se destaca que entre los siglos XIII y XIV la ciudad de Brujas sobresalió por ser un centro de comercio de primer orden. En muchas de estas ciudades, la actividad de

²⁴ Alvarado, H. (2012). Génesis y realidad actual de la Bolsa Nacional de Valores Análisis jurídico-histórico y sus vicisitudes. Tesis Licenciatura, Universidad de Costa Rica. p.9

bolsa se realizaba al aire libre, entre las calles y aceras, incluso, hubo locales como las casas de contratación conocidas como *“Lonjas”*, fue hasta 1490 cuando se fundó la primera institución bursátil, en el sentido moderno que se conoce, llamada la *“Bolsa de Amberes”*, aparece la negociación de valores mobiliarios.

Luego, aparece la bolsa de Londres (1570), y en Lyon, Francia (1595). En 1602, la bolsa de Ámsterdam negocia las primeras acciones y bonos, en Madrid inician labores en 1831 y en América comienza la primera bolsa, el 17 de mayo de 1792 por medio de la firma del *Buttonwood*²⁵ en Wall Street, Nueva York. En el caso de América Latina fue a finales del siglo XIX que se iniciaron las bolsas en Argentina (1821)²⁶, Brasil (1890)²⁷, México (1894)²⁸ y Venezuela (1840)²⁹.

Según lo comenta Fernando Zunzunegui³⁰: *“...en sus orígenes históricos, banca y bolsa nacen como instituciones vinculadas al cumplimiento de funciones bien distintas. El origen de la banca se sitúa cercano al comercio del dinero, frente al de la bolsa que surge vinculada al auxilio y fomento del comercio. Esta diversidad no será obstáculo para que la evolución histórica convierta estas dos instituciones económicas en piezas de un mismo mercado financiero”*.

La bolsa de valores, en nuestro país, tiene sus orígenes a mediados del siglo XX, en el año 1943 se autoriza el mercado de valores, dos años más tarde se crean los estatutos de la bolsa, pero nunca operó; en 1949, la Junta Gobierno decide aprobar la ley mediante la cual se creaba la Bolsa de Valores de San José (Bolsín), siendo así que fue la primera que se estableció en Centro América, solo operó un año. El primer intento por normar la actividad de la bolsa se presentó en la Ley 3 284, del 14 de abril de 1964 en nuestro Código de Comercio, en ella se estableció todo lo concerniente a la actividad de una bolsa de comercio, mediante 13 artículos. Debe destacarse el hecho de que las transformaciones y el impulso de los cambios políticos que marcaron la época,

²⁵ Acuerdo entre 24 firmas para constituir la bolsa de Nueva York.

²⁶ <http://www.merval.sba.com.ar>

²⁷ <http://www.bmfbovespa.com.br>

²⁸ <http://bmv.com.mx>

²⁹ <http://www.caracasstock.com>

³⁰ Zunzunegui, F. (2000). Derecho del Mercado Financiero. (2ª. ed.). Madrid: Ediciones Jurídicas y Sociales S.A. p.43

por a la instauración de la Junta de Gobierno que creó la “Segunda República”, promovió de forma decidida mejoras en el ámbito económico y financiero.

En el año 1965 la Corporación Financiera, S.A. (Cofisa), que años más tarde se convertiría en Banco, promovió y estableció un pequeño mercado de transacciones básicamente accionarias, siendo un antecedente más de la bolsa de valores. En el año 1970 la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (Canafic) fundó la Bolsa Nacional de Valores, sin embargo su inicio fue intrincado tras no contar con los recursos de capital necesarios que le permitieran operar de la forma planeada, además no se contaba con la legislación apropiada.

En el tercer mandato como presidente de la República de don José Figueres Ferrer (1970-1974) se constituye la Corporación Costarricense de Desarrollo (Codesa), mediante la Ley 5 122 del 16 de noviembre del 1972, según el artículo 1 como empresa de capital mixto, la Corporación se constituye con las características de una sociedad anónima, con el objetivo de promover el desarrollo económico del país, mediante el fortalecimiento de las empresas privadas costarricenses y; sus funciones fueron modernizar, racionalizar y ampliar actividades productivas existentes, desarrollar nuevas actividades productivas, con el propósito de utilizar integralmente los recursos humanos, naturales y de capital, y finalmente impulsar el aprovechamiento de las oportunidades de mercado con que cuenta el país³¹.

En octubre de 1974 siendo presidente del país, don Daniel Oduber Quirós, el Banco Central saca a la venta acciones de la Bolsa Nacional de Valores que son adquiridas por Codesa. El 19 de agosto de 1976 se realiza la primera sesión y se inaugura el 29 de septiembre de ese mismo año. El 21 de septiembre de 1977, Codesa vende una porción de las acciones a inversionistas privados quedándose con el 40%, años más tarde en el Gobierno Calderón Fournier (1990-1994) se vende la totalidad de las acciones y la BNV queda en su totalidad en manos privadas.

1.3.2. Evolución reciente del mercado bursátil:

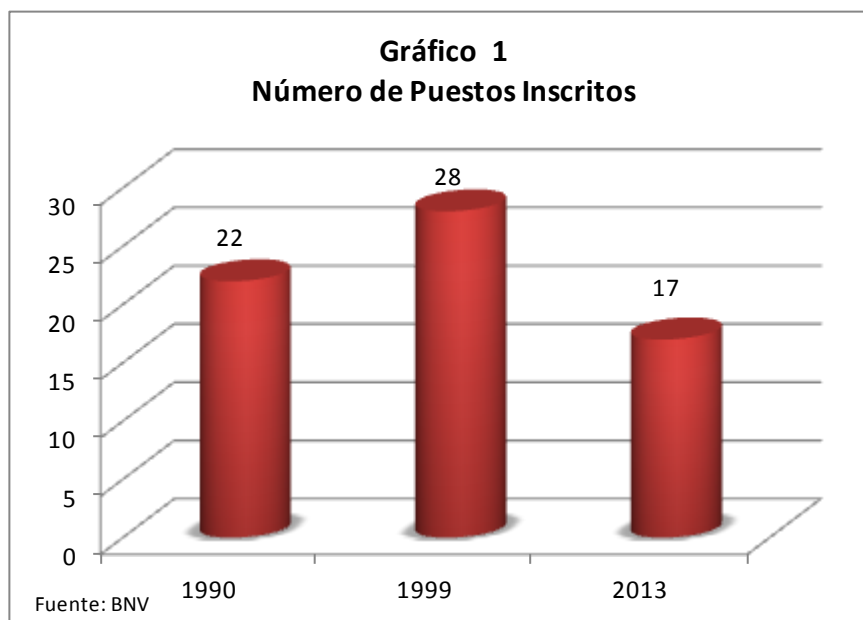
Se podría enmarcar el mercado de valores después de su creación ha venido creciendo consistentemente de la siguiente forma:

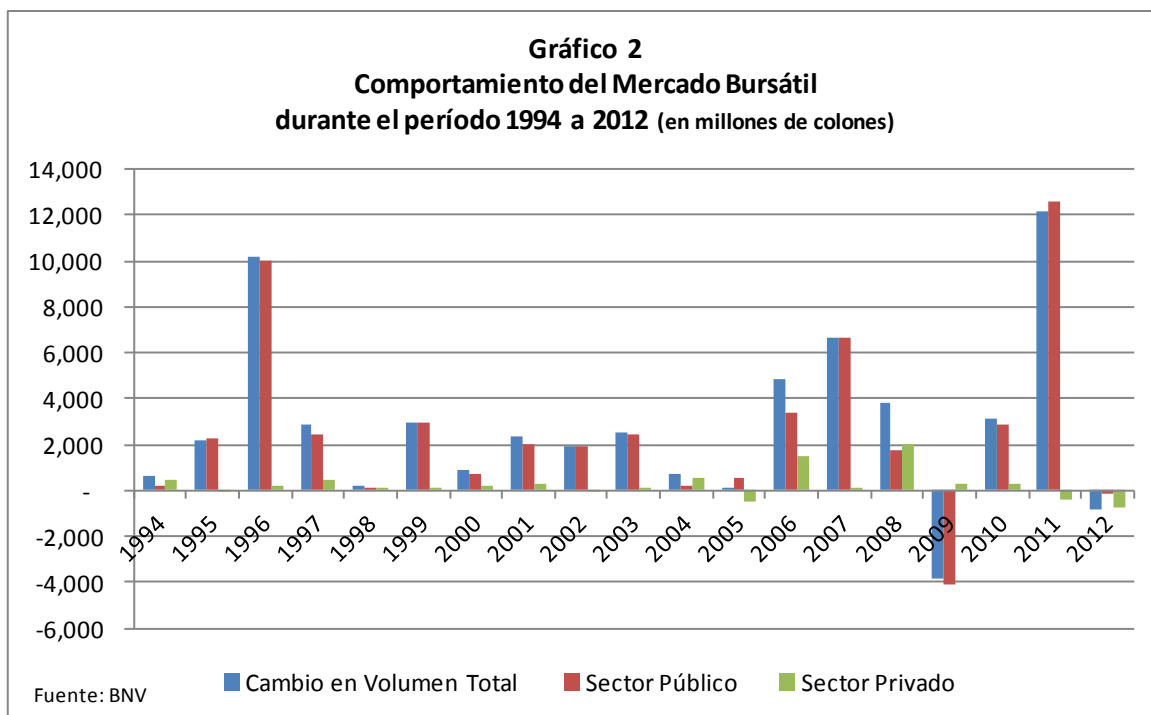
³¹ Tomado de la Ley No. 5 122 del 16 de noviembre de 1972.

- En 1990 se constituye la Ley 7 201 Ley Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, con esta ley se crea la Comisión Nacional de Valores, ente adscrito al Banco Central de Costa Rica y se le brindan herramientas para regular la actividad de bursátil.
- En 1992, se autoriza el funcionamiento del segundo mercado la Bolsa Electrónica de Valores (BEV), que se enfocó en el mercado secundario, quizá lo que más trajo fue propiciar un desarrollo acelerado de los sistemas tecnológicos, con poco volumen y que, finalmente, termina siendo absorbida por la BNV en el año 1999.
- El 27 de enero de 1998, se aprueba la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores 7 732 trayendo consigo nuevos participantes y constituyendo la Sugeval como órgano de desconcentración máxima del Banco Central, dejando atrás la figura de la Comisión Nacional de Valores. También el Conassif con sus facultades para regular y dirigir el sistema financiero, la Supen, autorizó las sociedades administradoras de fondos de inversión como nuevos participantes, la obligación de los bancos comerciales del estado a crear los puestos bolsa, sociedades administrados de fondos y al Instituto Nacional de Seguros (INS) como sociedades anónimas jurídicamente independientes de la sociedad controladora. Además de dotar al mercado del marco legal más preciso y a tono con las demandas de la sociedad y en procura de un mayor desarrollo del mercado bursátil.

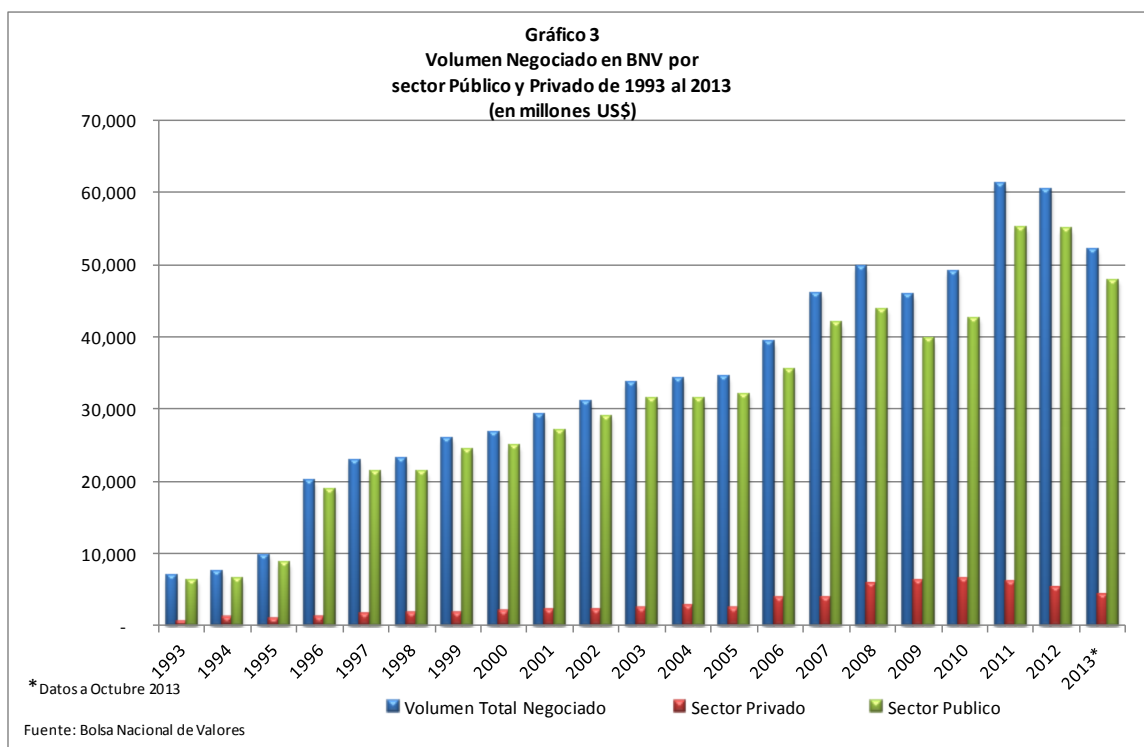
1.3.3. Después de la aprobación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores de 1998: Se contaba con dos bolsas de valores la Bolsa Nacional de Valores y la Bolsa Electrónica de Valores, un año después se fusionan ambas bolsas sobreviviendo la Bolsa Nacional de Valores, en ese momento, el mercado contaba con 28 puestos de bolsa inscritos y operando. En la actualidad quedan inscritos 17 puestos de bolsa, de los cuales dos operan para su propio Grupo Financiero (Citi y Davivienda) y Financorp aún se encuentra inscrito, pero realmente no opera véase al Gráfico 1. En cuanto al

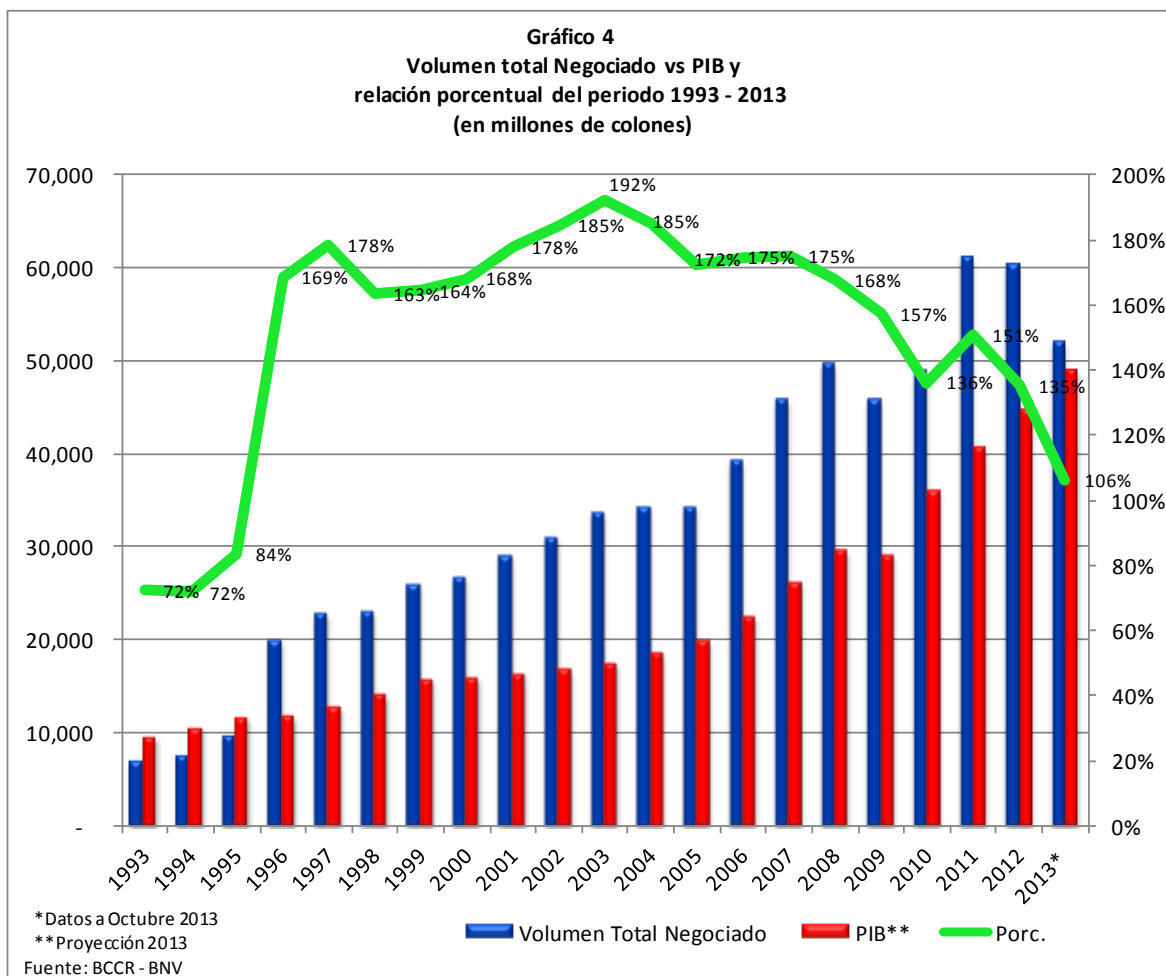
comportamiento del mercado bursátil, se observa inconsistencias, ha habido períodos con mucho crecimiento y también caídas muy importantes que obedecen a los tiempos de crisis, y al comportamiento del mercado. En los últimos 19 años, los volúmenes negociados han mostrado crecimientos no muy consistentes, por ejemplo, entre 1994 al 2012, donde los picos más altos se ubican en los años 1996, 1999, 2007 y 2011, mientras que las crisis del sector se ha visto en los años 1998, 2004 – 2005, 2009 y 2012 (ver Gráfico 2)





Estos datos se respaldan con el Gráfico 3 de volúmenes negociados por sector y Gráfico 4 de volúmenes total negociado y que se comparan con respecto al PIB (Producto Interno Bruto) de los últimos 20 años.





Ambos gráficos así como el número de puestos de bolsa muestran una tendencia a que el mercado se ha estado contrayendo, finalmente se muestran el Cuadro 2 que compara los puestos que se encontraban operando en 1990-1999 y, en la actualidad, es claro y demuestra que ha habido una contracción del mercado bursátil en la última década.

CUADRO 2 Puestos de Bolsa
Vigentes años 1990 - 1999 y 2013

1990		1999		2013	
1	Agentes Corredores de Bolsa	1	Agentes Corredores de Bolsa	1	ACOBOP. B.
2	Aldesa Valores	2	Aldesa Valores	2	ALDESA P.B.
3	Banco Anglo Costarricense	3	Banco Crédito Agrícola	3	BCR VALORES S.A.
4	Banco Crédito Agrícola	4	BCR Valores	4	BN VALORES
5	Banco de Costa Rica	5	BICSA Valores	5	BCT VALORES
6	Banco Internacional de Costa Rica	6	B.F.A. Valores	6	INVERSIONES SAMA
7	B.F.A. Valores	7	BN Valores	7	MERCADO DE VALORES
8	Banco Nacional de Costa Rica	8	Banex Valores	8	SCOTIA VALORES S.A.
9	Bancoop Valores	9	B.C.T. Valores	9	POPULAR VALORES PUESTO DE BOLSA S.A.
10	Banex Valores	10	Corporación Bursátil de Centroamérica	10	CITI VALORES
11	B.C.T. Valores	11	Interbolsa	11	FINANCORP
12	Codesa	12	Inversiones Sama	12	INS VALORES
13	Corporación Bursátil de Centroamérica	13	Mercado de Valores	13	LAFISE VALORES
14	Corporación de Inversiones de Bolsa	14	Scotia Valores	14	MUTUAL VALORES PUESTO DE BOLSA S.A.
15	Fomento Urbano Valores	15	Serfin Valores	15	BAC SAN JOSE P.B.
16	Interbolsa	16	Banco Popular Desarrollo Comunal	16	DAVIVIENDA P.B.
17	Inversionistas Corporativos de C.R.	17	Cathay Valores	17	IMPROSA VALORES
18	Inversiones Sama	18	Citi Valores		
19	Mercado de Valores	19	Financorp		
20	Mercantil Valores Corporación D	20	INS Valores		
21	Reuben Soto y Morera	21	Interfin Valores		
22	Valores e Inversiones Cofisa	22	Lafise Valores		
		23	Metro Valores		
		24	Mutual Valores		
		25	Bancrecen Valores		
		26	Bancomer		
		27	San Jose Valores		
		28	UNO P.B.		

Fuente: Elaboración propia con datos de BNV y Sugeval

2. Capítulo: Descripción general del grupo financiero Bancrédito

2.1. Historia de Bancrédito. Como ya se dijo con anterioridad el Banco Crédito Agrícola de Cartago o Bancrédito fue creado en 1918 como sociedad anónima y de carácter provincial fue creado por ciudadanos cartagineses y su capital fue aportado por ellos y se constituyó inicialmente, con cien mil colones. El objetivo del banco fue el de negociar con todas las ramas agrícolas. Entre las actividades que realizaba estaban comprar o vender fincas, granos y otros; además podía adelantarse, mediante un interés, dinero a los agricultores sobre sus cosechas, hacerles préstamos y darles facilidades con el manejo de sus propios fondos; así como realizar otras funciones bancarias. El objetivo del Banco Crédito Agrícola de Cartago fue el de negociar con todas las ramas agrícolas. Entre las actividades que realizaba estaban comprar o vender fincas, granos, y otros; además se podía adelantar, mediante un interés, dinero a los agricultores sobre sus cosechas, hacerles préstamos y darles facilidades con el manejo de sus propios fondos; así como realizar otras funciones bancarias. Las leyes bancarias de 1936, le permitieron adecuar su escritura social a la evolución del negocio bancario y ampliar sus actividades. En 1938 Bancrédito abrió uno de los primeros almacenes de depósito del país, el Depósito Agrícola de Cartago, S. A., y así entró de lleno al financiamiento de la agricultura mediante la pignoración y custodia de las cosechas. En 1948, la Junta de Gobierno nacionalizó la banca particular en Costa Rica. Esto significó para Bancrédito el paso a una nueva época, en el tanto, su ámbito de acción deja de ser la Provincia de Cartago para abarcar el país, con toda la gama de servicios de la banca moderna. En 1976, participó con los otros bancos comerciales del Estado en la apertura del Banco Internacional de Costa Rica, un banco privado domiciliado en Panamá.

En la actualidad, el Banco Crédito Agrícola de Cartago posee tres subsidiarias:

- El Depósito Agrícola de Cartago, S.A., que como se dijo fue constituido en el año 1936 y operando a partir de 1938, el 100% de las acciones pertenece al BCAC, su actividad principal es la de custodiar bienes muebles nacionales y extranjeros y, con ello, se permite expedir certificados de depósito y vales de prenda y la concesión de préstamos con la garantía de estos documentos.

- Almacén Fiscal Agrícola de Cartago, S.A., pertenece en 100% al Depósito Agrícola de Cartago, S.A., su actividad es la custodia y bodegaje de mercancías sobre las que no se ha pagado impuestos de importación.
- Bancrédito Sociedad Agencia de Seguros, S.A., mediante oficio SGS-R-037 la Superintendencia de Seguros autoriza la constitución y funcionamiento de la sociedad, cuyo objeto social exclusivo es la intermediación de seguros y que inscrita ante el Registro Público el 26 de marzo del 2009 e incorporada por la SUPEN el 22 de abril del mismo año. Inició operaciones el 01 de julio del mismo año y a partir del 23 de noviembre del 2011 la Sugef autoriza la incorporación de esta sociedad al Conglomerado Financiero Bancrédito.

Como hecho relevante se debe considerar que el 23 de febrero del 2000 la Junta Directiva de Bancrédito (BCAC) y el Instituto Nacional de Seguros (INS) firman un acuerdo marco para realizar una Alianza de Negocios con el propósito generar economías de escala entre ambas instituciones y aprovechar las fortalezas bancarias por un lado y las diferentes agencias que posee el banco, mientras que, por el otro lado, buscar la oferta de otros servicios que el Instituto ofrece entre ellos seguros, bursátil y operadora de pensiones. Esta alianza comenzó a mostrar signos de debilidad a partir del surgimiento de la posibilidad de que Bancrédito realizará otra con el Banco de Costa Rica, finalmente para mediados del año 2005 esta alianza llega a su término, con consecuencias importantes para el BCAC pues el negocio bursátil quedo en manos del INS y una gran cantidad de clientes de este mercado, dejando al banco con un servicio o negocios productivo menos de cara a la competencia de los grupos financieros que contemplan este tipo de operaciones dentro de la gama de negocios que ofrecen.

El 31 de agosto de 2004 se firma el convenio y se acuerda realizar la Alianza entre BCAC-BCR, dicha alianza se concreta en el período 2005, suscribiéndose entre ambas entidades una declaración de “principios de alianza” que fue aprobado por las respectivas Juntas Directivas, mediante sesión No 7850, adicionalmente y dentro de los acontecimientos que se vivieron se nombra como gerente general al señor Guillermo Quesada Oviedo el 22 de julio del 2005, ex funcionario del Banco de Costa Rica. El Convenio de Alianza como la Declaración de Principios Generales establecen que es un Proyecto a largo plazo e indefinido, pero que, a la vez, prevé que, anualmente, ambas instituciones revisarán los principios, alcances y estrategias de la misma, con el

propósito de adaptarse a las nuevas necesidades que se logren determinar. La Junta Directiva General del BCAC, mediante acuerdo unánime en Sesión 7 947, celebrada el 4 de julio del 2006, ratifica el “Convenio de la Alianza” con el Banco de Costa Rica (BCR) y mediante Sesión Extraordinaria número 7 966, dispone continuar y fortalecer el proceso de la “Alianza”, así como oponerse a cualquier fusión o absorción del BCAC por parte de cualquier entidad del Gobierno. Como principios se establecen los siguientes:

- Lograr economías de escala.
- Fortalecer situación financiera de ambas Instituciones.
- Enfocar servicios bancarios a productos o segmentos claves determinados por los bancos.
- Expandir el servicio al cliente.
- Fortalecer competitividad de ambos bancos para enfrentar competencia nacional e internacional.
- Prestar recíprocamente toda clase de servicios bancarios.

Con esta alianza esperaba alcanzarse los siguientes objetivos:

- Aprovechar las plataformas de servicios, productos e infraestructura de ambos bancos.
- Reducir el costo operativo en temas tales como: unificación del proceso de cámara de compensación, uso de tesorerías regionales, homologación de tarifas, procedimientos y políticas, utilización del espacio físico.
- Especializar en el nicho enfocado a la micro, pequeña y mediana empresa.
- Mejorar el servicio al cliente en temas tales como: cambios de cheques, pago de préstamos e impuestos y ampliación de la red de cajeros automáticos.
- Implementar de forma inmediata, la estrategia de negocios adoptada en la Declaración de Principios Generales de la Alianza, enfocando al

BCAC en la atención de la micro, pequeña y mediana empresa en el ámbito nacional.

- Atender la Banca de Personas de acuerdo con el perfil que se defina entre ambas instituciones, sin perjuicio de ofrecer otros productos y servicios que, actualmente, tiene y en los que posee una ventaja competitiva por su ubicación física.

Todo lo anterior acorde con el Plan Estratégico del BCAC, Plan Anual Operativo y Presupuesto para el año 2007.

Otro elemento que debemos considerar relevante es que el 17 de diciembre del 2008 y mediante la Ley número 8 703 Bancrédito sufre una capitalización por parte del Gobierno de \$17,5 millones de dólares, con el propósito de mejorar sus condiciones financieras ante la crisis mundial que afectó los mercados y especialmente a la banca mundial, esta crisis se denominó la “Crisis de los Subprime”. Cabe anotar que los tres bancos del Estado fueron capitalizados el BCR y el BNCR, lograron por su parte, una capitalización cada uno de \$50 millones.

Creemos relevante haber incorporado la información referente a la última alianza del BCAC, porque a partir del año 2011 se presentan cambios significativos, que afectaron y, hasta el día de hoy, afectando la gestión y, consecuentemente, los resultados de la institución. Debiendo, entonces, hacer cambios significativos en el timón del barco y, por consecuencia, en los objetivos y el plan estratégico trazados.

Como antecedentes debe indicarse que en el año 2011 el Consejo Rector del que administra los fondos del Fideicomiso Nacional de Desarrollo (Finade)³² publicó en La Gaceta el cartel de licitación de este servicio, que hasta este año es administrado por Bancrédito y que, a partir del periodo 2013, debe ser trasladada su administración al Banco de Costa Rica, con lo cual los ingresos por comisiones de este rubro, afectarán los resultados del banco y deberán buscar servicios que sustituyan esos ingresos.

³² Finade es un fideicomiso que se crea mediante Ley 8 634 del 07 de mayo del 2008, denominada Sistema de Banca para el Desarrollo.

2.2. Visión, misión y valores institucionales.

2.2.1. Visión:

Seremos la corporación financiera que satisfaga las necesidades de sus clientes en banca universal y de desarrollo, por medio de una gestión eficiente, prudente, transparente y rentable, con responsabilidad y en armonía con el ambiente.

2.2.2. Misión:

Somos su banco estatal comercial de banca universal y de desarrollo, enfocado en la eficiencia, en el servicio al cliente y en una adecuada gestión del riesgo.

2.2.3. Valores institucionales:

- 2.2.3.1. Compromiso: Cumplir con la obligación contraída y brindar todas nuestras capacidades para llevar adelante lo que se nos ha confiado.
- 2.2.3.2. Integridad: Actuar congruentemente con los principios de transparencia, respeto, lealtad, justicia y confiabilidad.
- 2.2.3.3. Eficiencia: Brindar un servicio acorde a las necesidades integrales del cliente, competente, rentable, ágil y oportuno, mediante el uso racional de los recursos.
- 2.2.3.4. Responsabilidad: Sustentar las actividades del negocio con estándares de prevención de riesgo; aceptando y reconociendo las consecuencias de sus actos.
- 2.2.3.5. Trabajo en equipo: Ser efectivos trabajando juntos, para lograr los objetivos organizacionales.
- 2.2.3.6. Obsesión por los resultados: Propiciar la eficiencia y el crecimiento de la empresa, en beneficio de clientes, colaboradores y comunidad.

2.3. Objetivos y Plan estratégico de Bancrédito.

Por la imposibilidad de obtener los objetivos y el plan estratégico del banco, debió inferirse con base en los resultados de los estados financieros esta información:

2.3.1. Mejorar los resultados del periodo anterior

2.3.2. Incrementar la cartera de crédito.

2.3.3. Aumentar el aporte de los servicios a los ingresos por este rubro.

2.3.4. Buscar nuevos negocios que contribuyan con el crecimiento del conglomerado.

2.4. Plan Estratégico:

2.4.1. Penetrar el sector cooperativo de ahorro y crédito.

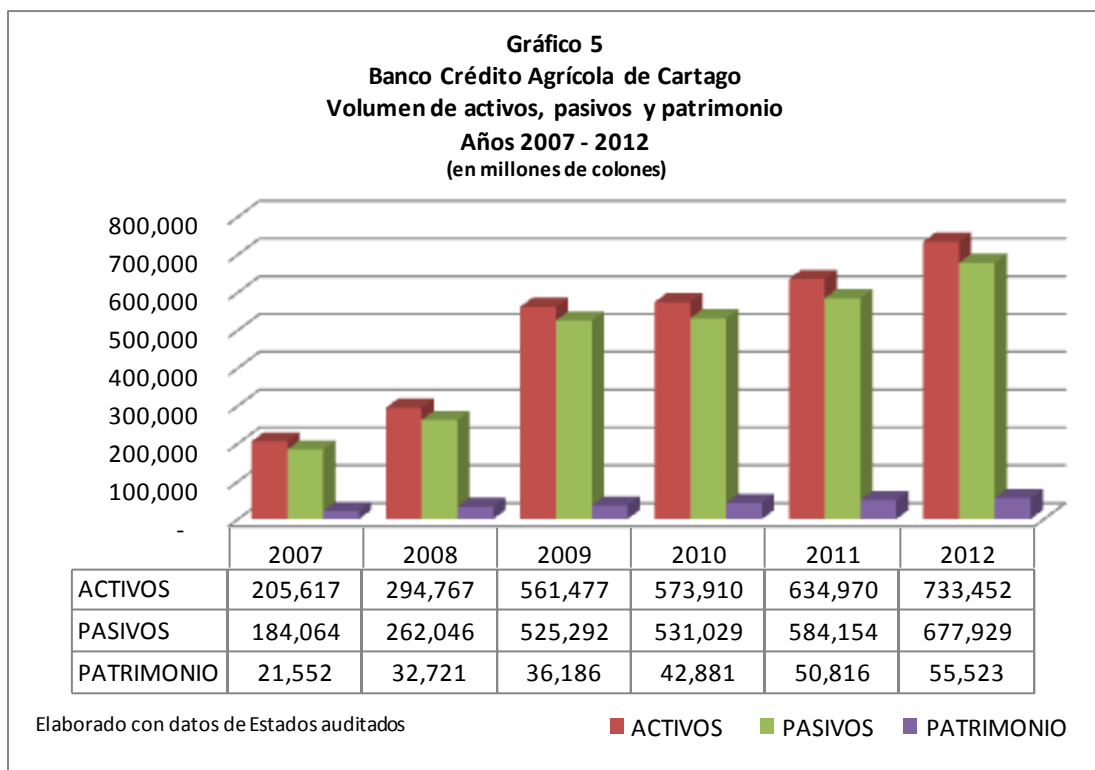
2.4.2. Establecer negocios fiduciarios nuevos que sustituyan la disminución del Finade.

2.4.3. Establecer negocios que contribuyan en la profundización al mercado de valores y mejoren el alcance de los objetivos de nuevos ingresos.

2.5. Resultados Financieros: estadísticas financieras de los últimos periodos.

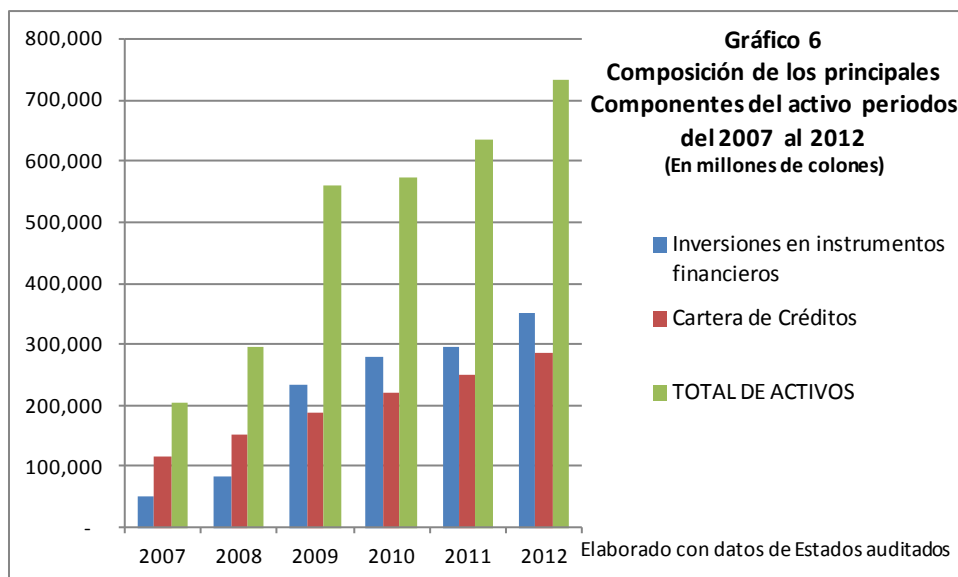
2.5.1. En los cuadros y gráficos siguientes observamos con detalle los últimos resultados de Bancrédito:

2.5.1.1. El banco cuenta con un activo total de ₡733,4 mil millones de colones, pasivos por un valor de ₡677,9 mil millones y un patrimonio que llegó a ₡55,5 mil millones y generó una utilidad neta de ₡5,7 mil millones para el cierre del periodo fiscal 2012. Para comprender y tener una mejor idea de la evolución del banco a lo largo de los últimos periodos se presenta un gráfico y la tabla de la estructura de activos, pasivos y patrimonio:

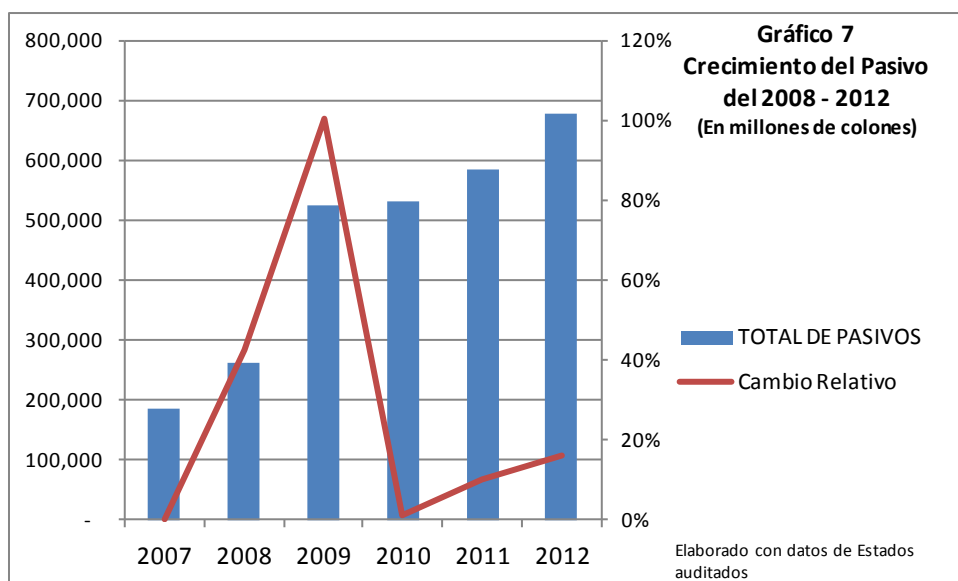


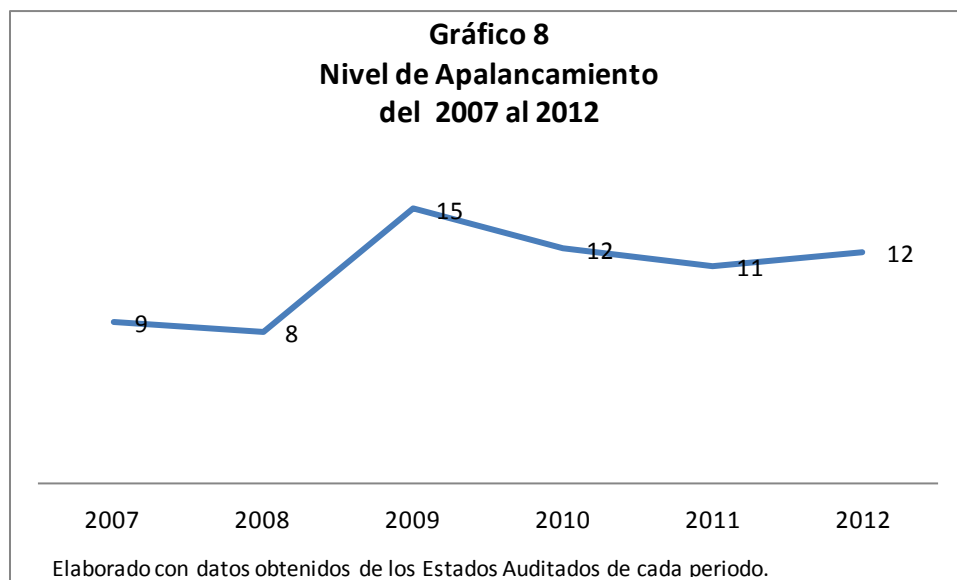
Uno de los hechos que sobresale es la capitalización que se efectuó en el año 2008 por parte del gobierno de la República para los tres bancos del estado, para el caso de Bancrédito esta suma fue de \$17,5 millones, por tal razón se observa un crecimiento en la partida del patrimonio para ese año.

2.5.1.2. Los principales rubros del activo productivo corresponde a las inversiones en instrumentos financieros y la cartera de crédito, lo más relevante del hecho es que a partir del 2009 se revirtió la tendencia que se traía convirtiéndose en el principal rubro del activo con un 48% del total, mientras la cartera de crédito apenas llega a 39% al cierre del 2012, el gráfico 6 muestra el comportamiento.

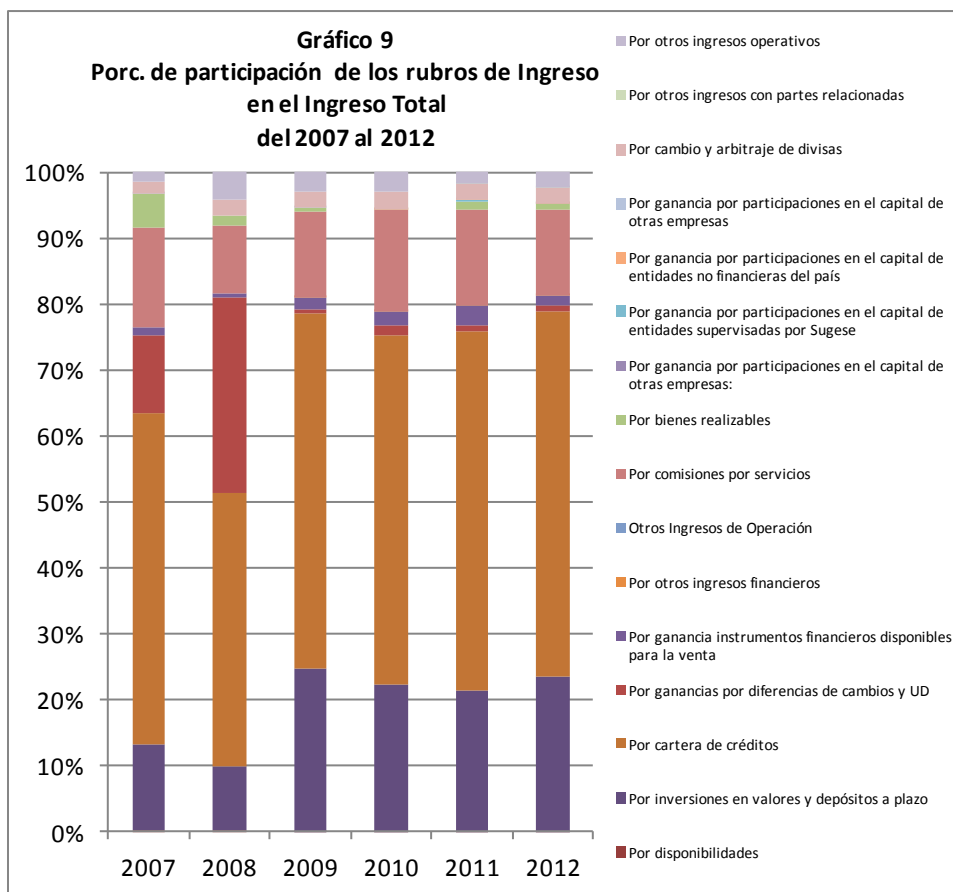


2.5.1.3. En cuanto al pasivo el crecimiento desde el 2007, casi se ha triplicado (2,68 veces) lo cual es consistente con el crecimiento del activo. Otro elemento relevante es el nivel de apalancamiento y que, actualmente, se encuentra en 12 veces el patrimonio, nivel que mantiene desde los últimos cuatro años. Los gráficos siguientes evidencian estos comportamientos.



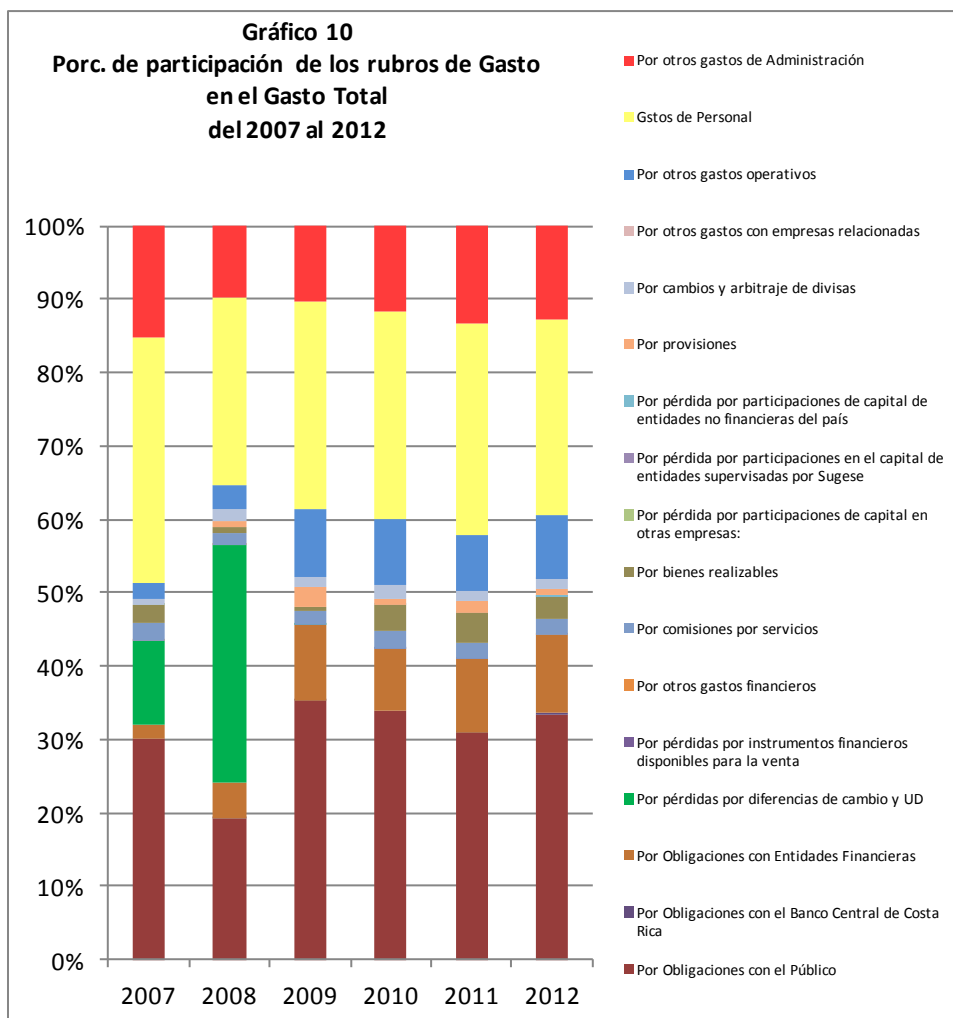


2.5.1.4. En cuanto a los resultados el gráfico que se presenta refleja el total de ingresos y cuáles son las principales partidas. Tres rubros representan el 92% del ingreso: por intereses por cartera de crédito representa en el último periodo un 56% del total, por inversiones en valores y depósitos un 23 y 13% corresponde al ingreso por comisiones por servicios.



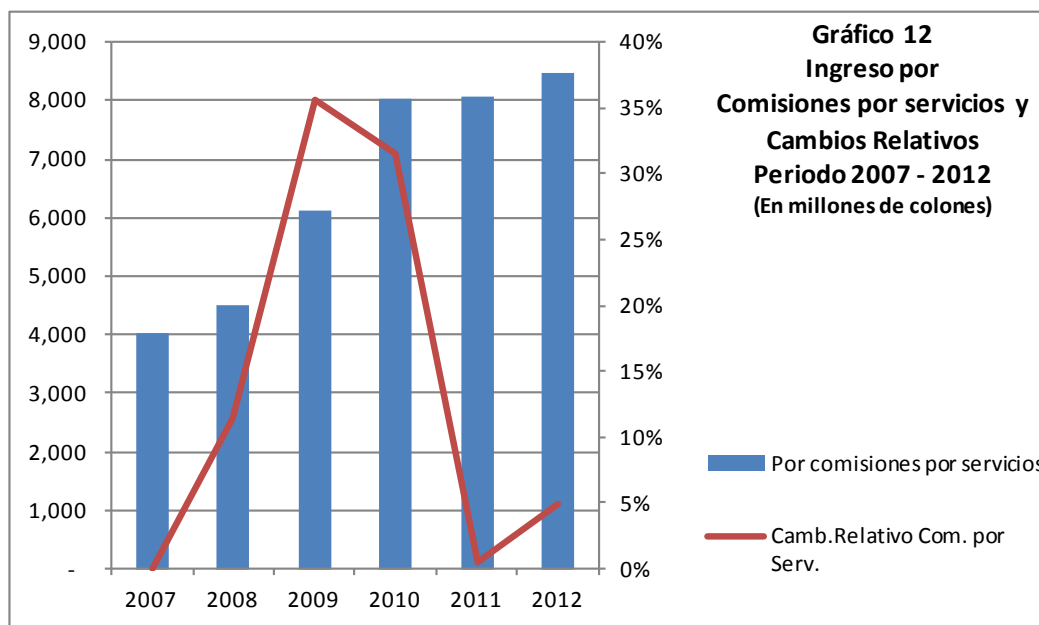
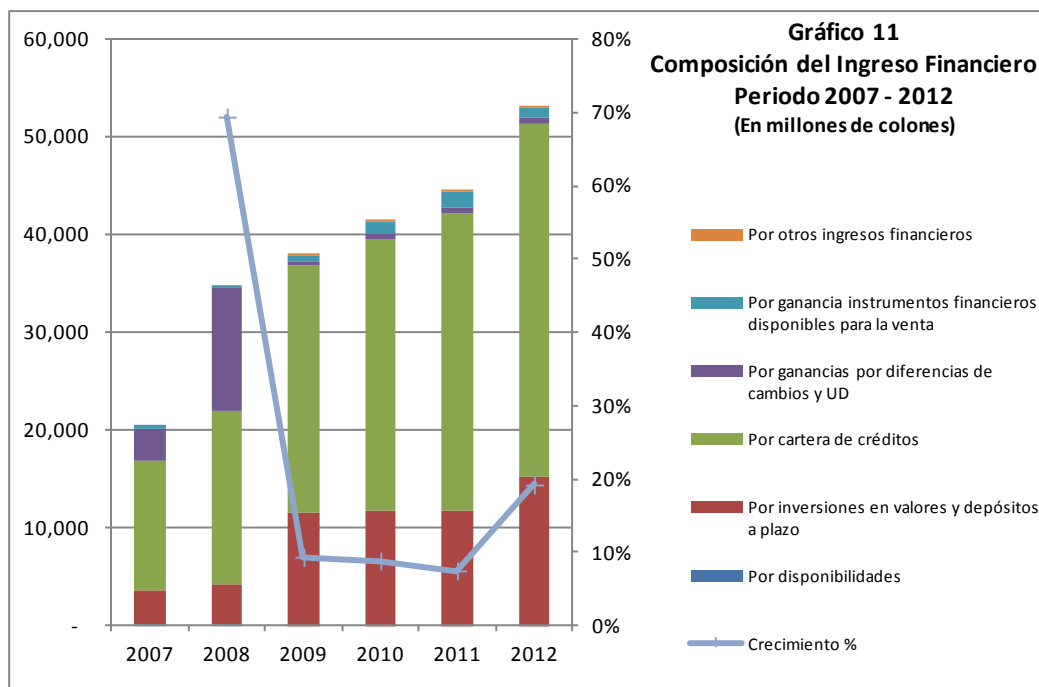
Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

2.5.1.5. Al igual que los ingresos es requerido descomponer, el gasto para reflejar las partidas que representa el mayor elemento del gasto, como se verán estas, son: intereses por concepto de obligaciones con el público y obligaciones con otras entidades financieras representan en conjunto 44% del total, el segundo rubro de importancia es el gasto de personal con un 27%, los gastos administrativos un 13% y otros gastos operativos un 9%. Entre los cuatro suman el 93% del gasto, el gráfico elaborado con datos obtenidos por los estados financieros auditados refleja el comportamiento histórico.



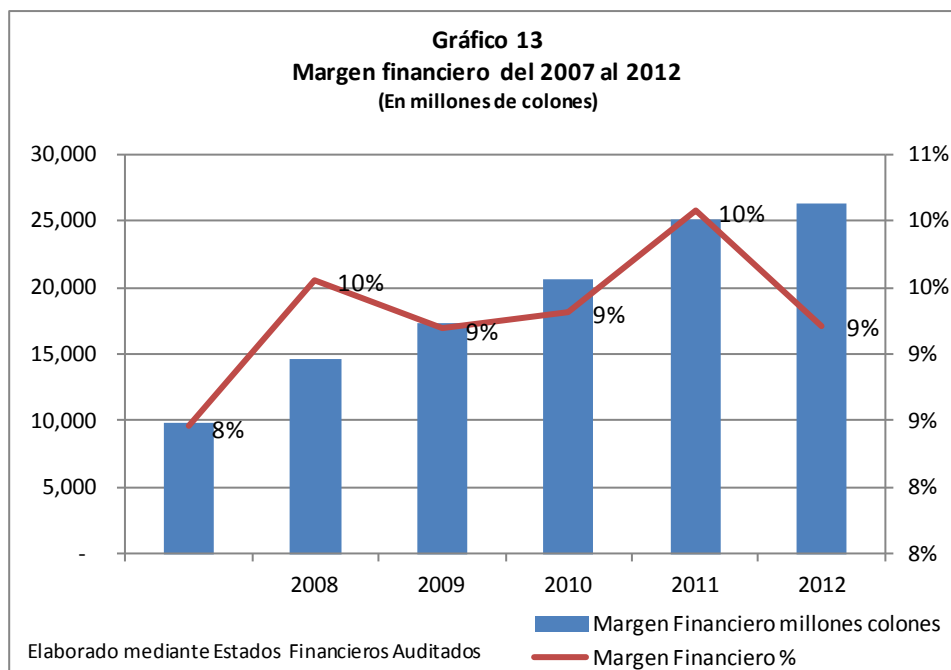
Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

2.5.1.6. Por ser los rubros más importantes ingresos financieros e ingresos por comisiones por servicios, se refleja su comportamiento en los siguientes dos gráficos, el Gráfico 11 muestra el ingreso financiero y su crecimiento relativo en últimos 5 años, donde en el 2008 alcanzó un crecimiento del 69% respecto al anterior, 2009 a 2011 tuvo crecimientos en el orden del 9 a 8% y, en el 2012, tuvo un brinco del 19%. El ingreso por comisiones por servicios nos indica que la entidad depende en gran medida de esta partida para lograr utilidades, por lo que destaca su comportamiento en los últimos 5 años pasando a duplicarse para el año 2012; sin embargo, este producto se ha estancado en los últimos dos años, para apenas haber crecido un 5% en el último periodo.

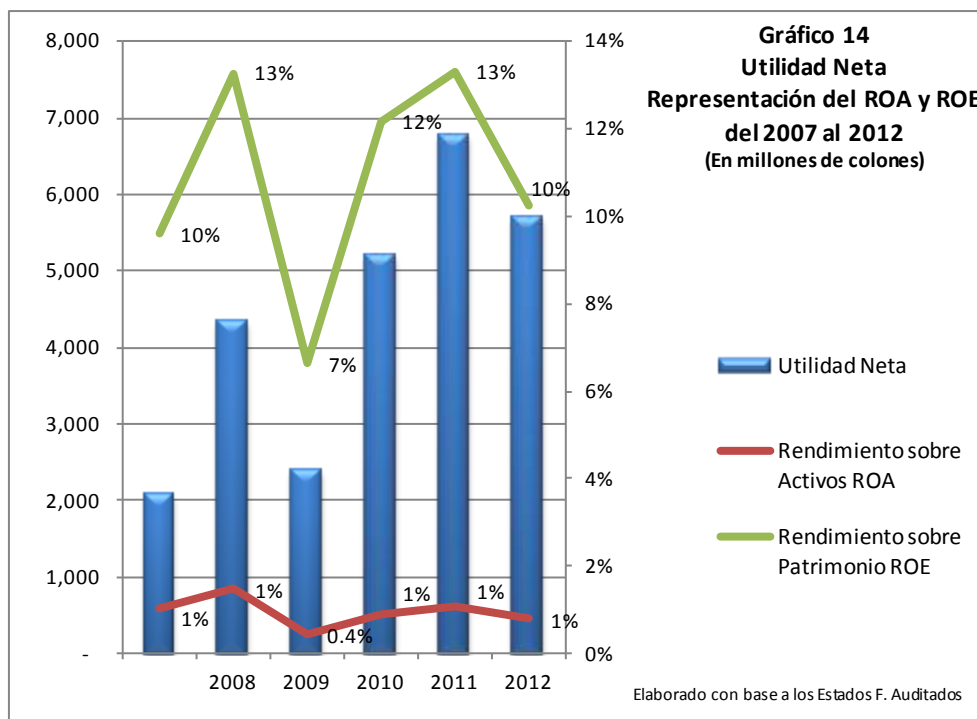


Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

2.5.1.7. Dentro del análisis se debe reflejar el margen financiero de la institución, el cual se ha mantenido en términos relativos entre un 9 y un 10%, como puede apreciarse en el gráfico 13, que, a la vez, muestra el resultado financiero.



2.5.1.8. En cuanto a los resultados netos reflejamos su comportamiento alcanzando una disminución en cerca del 15,75% en el último periodo. El rendimiento sobre el activo (ROA), manteniéndose en un nivel histórico del 1% y el rendimiento sobre el patrimonio con altibajos entre el 7 y 13%, durante el periodo estudiado.



2.6. Entorno competitivo sector bancario costarricense, durante el periodo 2012:

2.6.1. Descripción breve del mercado bancario “la banca estatal”. El mercado bancario comercial en Costa Rica destaca por tener tres bancos estatales y un banco constituido por ley especial, estos bancos son:

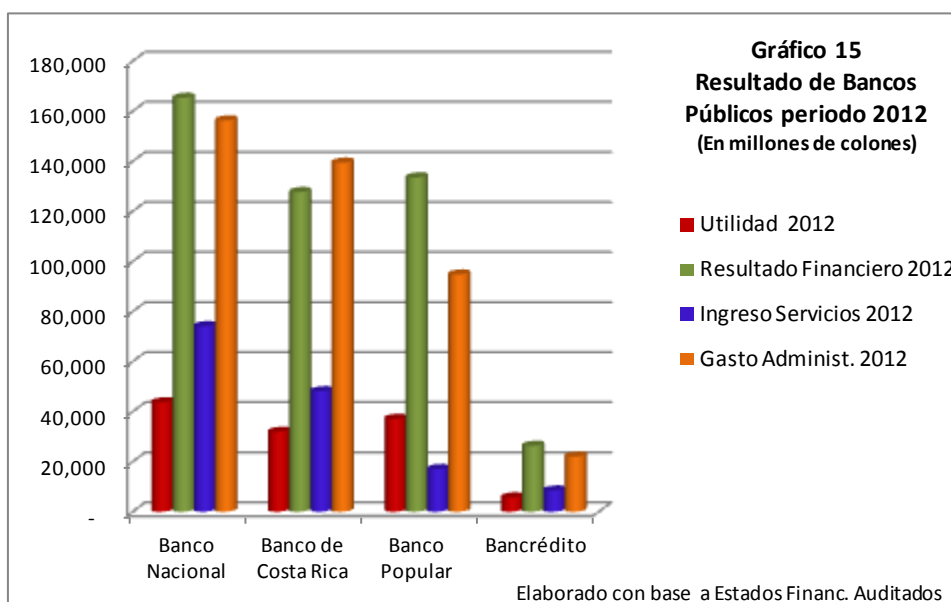
2.6.1.1. Banco Nacional de Costa Rica, el banco más grande del país con activos por más de ₡4,0 billones de colones, patrimonio que sobre pasa los ₡420 mil millones, cartera de crédito superior a los ₡2,5 billones de colones y utilidades después de impuestos alrededor de ₡44 mil millones.

2.6.1.2. Banco de Costa Rica, es el segundo en tamaño respecto al mercado total sus activos tienen un volumen de aproximadamente ₡3,08 billones de colones, patrimonio cercano a ₡334 mil millones, su cartera crediticia ronda los ₡2.0 billones de colones y sus utilidades después de la carga impositiva están cerca de los ₡32 mil millones.

2.6.1.3. El Banco Popular y Desarrollo Comunal fue creado mediante ley especial y es llamado el banco de los trabajadores esto por cuanto su junta directiva se conforma mediante funcionarios que lideran a grupos

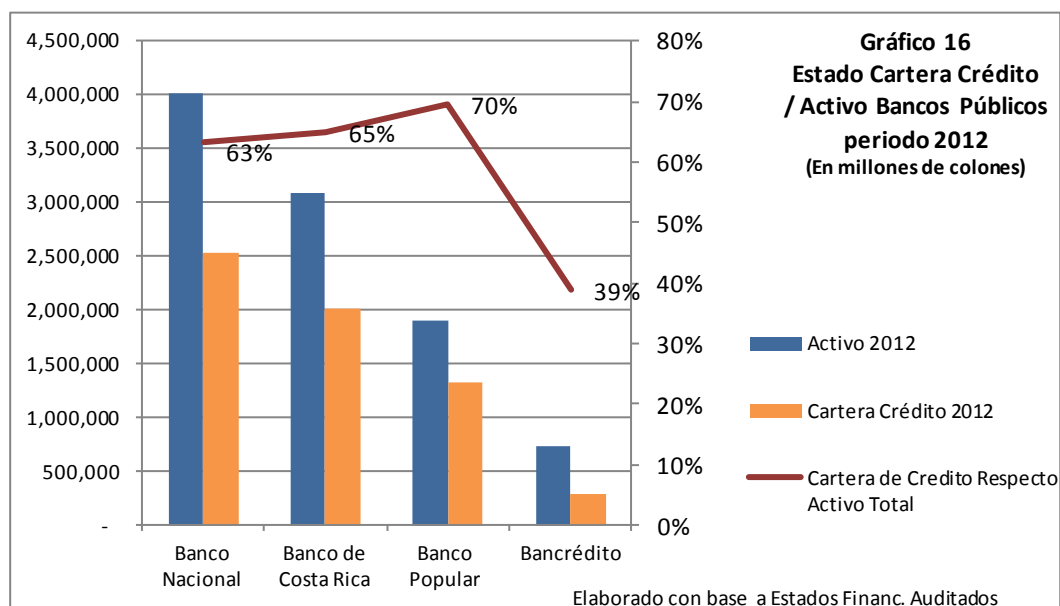
de trabajadores a saber: los sindicatos, sector cooperativo y asociaciones solidaristas, este banco cuenta con activos cercanos a los ₡1.9 billones de colones, patrimonio de ₡381 mil millones de colones, ₡1,32 billones de colones en cartera de préstamos y una utilidad neta de ₡37,07 mil millones de colones.

2.6.1.4. En cuanto al Banco Crédito Agrícola de Cartago, el más pequeño de los cuatro, sus activos llegan a ₡733,4 mil millones, su patrimonio es de ₡55,5 mil millones, su cartera de crédito tiene un volumen de ₡285,5 mil millones y utilidades netas de ₡5,7 mil millones. El siguiente gráfico muestra el estado de los cuatro bancos estatales y su posición relativa en este contexto de mercado:



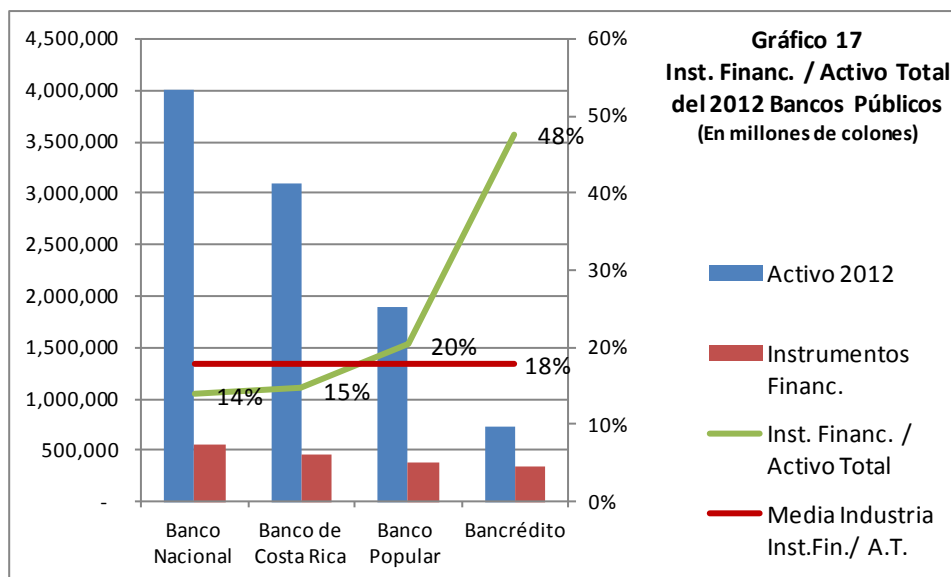
Como puede observarse en el gráfico anterior en los cuatro rubros que se exponen a saber: activo, pasivo, patrimonio y resultados Bancrédito ostenta la cuarta posición. En cuanto a la cartera de crédito cabe destacar que con respecto a las entidades públicas la relación de cartera crédito activo total, mientras que el promedio de la industria tiene un 63% de su activo en cartera crediticia, el BCAC apenas llega al 39%. Esto quiere

decir que el banco destina a esta actividad una porción mucho menor que sus competidores del sector público.



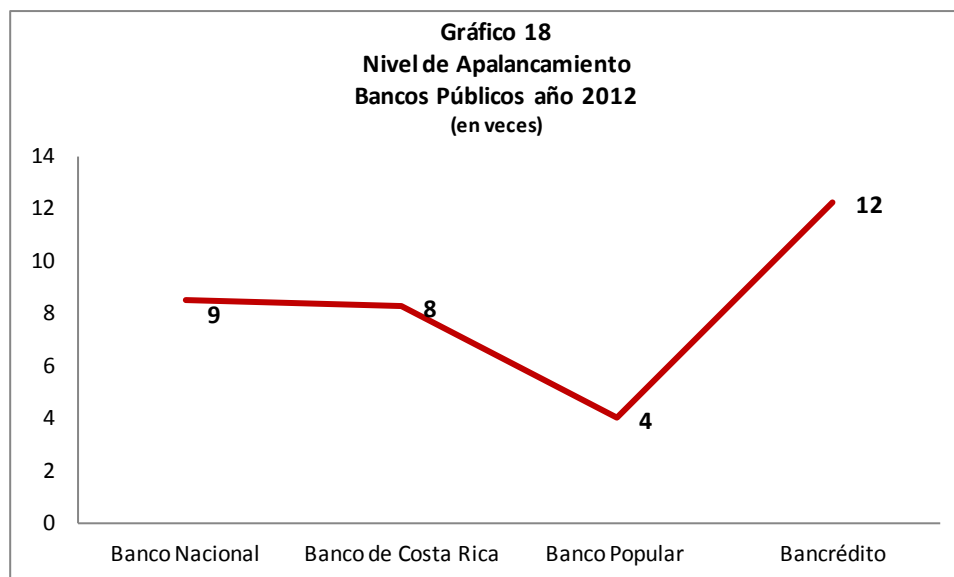
El Banco Nacional (BN) destina 63% de su activo a prestar, el Banco de Costa Rica (BCR) un 65% aproximadamente y el Banco Popular (BP) un 70%.

Encontraste con lo anterior en lo que respecta a instrumentos financieros el BCAC dedica una porción mayor 48% del total del activo, que el resto de los bancos públicos que en promedio emplean un 18% del total del activo, como puede observarse en el Gráfico 17, lo que parece indicar que la estrategia del BCAC se diferencia del resto del mercado. Viendo el caso individualmente se tienen 14% de BN, 15% de BCR y 20% de BP.



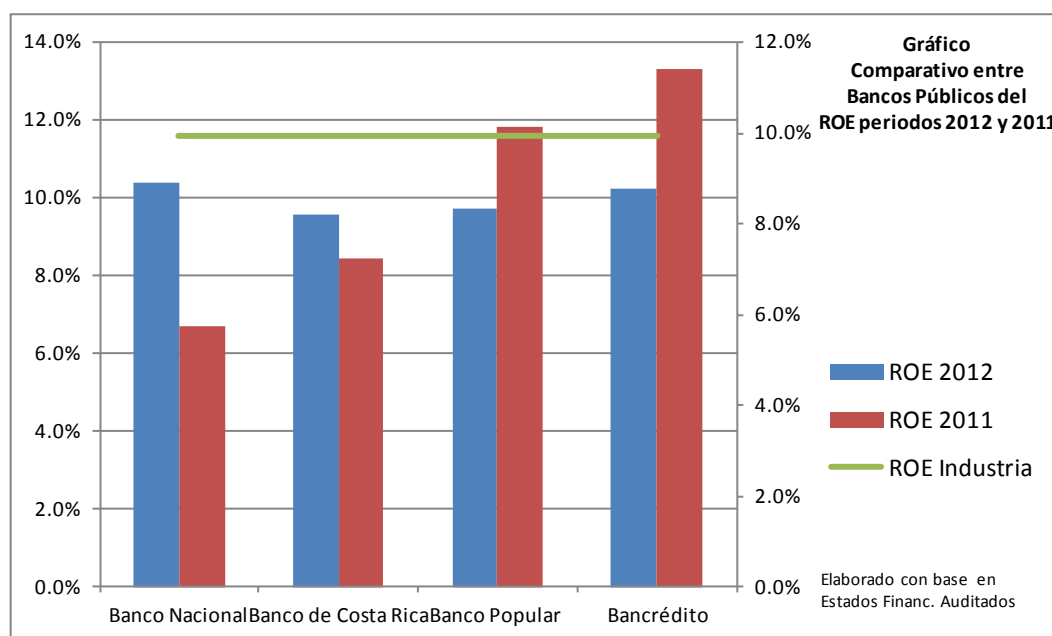
Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

Como se observa en el Gráfico 18, el nivel de apalancamiento sobre el patrimonio corresponde a 12 veces, mientras que la industria corresponde a 7 veces, este indicador también muestra que el BCAC mantiene un nivel muy alto de apalancamiento en relación con el patrimonio del banco; no obstante, esto es un dato histórico como ya se observó en estudio de la gestión del banco en el apartado anterior. Otro elemento es que gran parte de la captación que realiza el banco la orienta no al crédito como otras entidades, sino a la cartera de inversiones en instrumentos financieros.



Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

El rendimiento sobre el patrimonio (ROE) muestra que el BCAC se encuentra por encima de la industria en el periodo en cuestión, 10,3% y 13,3% para el 2012 y 2011, respectivamente, mientras que la industria se localiza en un 9.9% y 9,1% para el mismo periodo, este resultado muestra que la estrategia seguida por el banco durante los últimos dos periodos ha sido efectiva, véase el gráfico siguiente.



Empleando otras herramientas de análisis se encuentran que el BCAC muestra signos de eficiencia en su operación, pues al relacionar el gasto administrativo con los ingresos financieros y las comisiones por servicios, obtiene mejor nota que el resto de los bancos públicos para el periodo 2012 obtuvo un 63% y para el 2011 58%, quiere decir que el costo de cada colón generado es de ₡0,63 y ₡0,58, respectivamente, para el BN ₡0,65 y ₡0,68, el BCR es el más costoso alcanzó ₡0,79 y ₡0,80 y finalmente el BP se acercó con ₡0,63 y ₡0,59 para cada uno de los periodos. La industria tiene un promedio de ₡0,69 y ₡0,68, quiere decir que Bancrédito ha manejado sus gastos de forma eficiente.

2.6.2. Dentro del ámbito bancario nacional existen además de los cuatro bancos estatales 11 bancos que compiten en el mercado en el siguiente cuadro se muestra esta composición:

Cuadro 3 Entorno Bancario Costarricense Periodo 2012	
Banco Nacional Bancos Comerciales Estatales (Públicos) Banco de Costa Rica Bancrédito Banco Popular	BAC Credomatic BNS Davivienda Banco Promerica Citibank Bancos Privados BCT Lafise Improsa Banco General Bansol Cathay

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

Como nota informativa el mercado bancario a sufrido grandes transformaciones y, actualmente, de los once bancos que compiten, tres pertenecen a capital costarricense (Banco Bansol, Banco Improsa y Banco BCT), cuatro a grandes corporaciones transnacionales, a saber: Banco BAC de capital colombiano, Banco Nova Scotia grupo canadiense, Davivienda grupo colombiano y Banco Citibank grupo estadounidense. En cuanto a Banco Promérica pertenece a capital centroamericano al igual que Banco Lafise y el Banco General es de capital panameño. Todos estos bancos compiten en plazas a nivel mundial y regional, con lo que puede demostrarse que son altamente competitivos y poseen fuertes capitales.

Los segmentos de negocios que consideran estos grupos son: banca de personas, banca corporativa y banca de pequeñas y medianas empresas. Adicionalmente, los grupos cuentan en su mayoría con otros segmentos que complementan las estrategias de negocios, a saber: puestos de bolsa, sociedades operadoras de seguros, sociedades de fondos de inversión, comercializadoras de tarjetas de crédito y los de mayor tamaño sociedades operadoras de pensiones y otros que son regionales utilizan su red de bancos para efectuar negocios, el cuadro No 4 muestra las estructuras de negocios en forma global.

Cuadro 4						
Matriz de Negocios Sector Bancario						
Entidades	Puesto Bolsa	Sociedad de Fondos Inversión	Sociedad de Seguros 1/	Sociedad Operadora de Pensiones	Comercializador de tarjetas de crédito	Red Regional Negocios
Estatales						
Banco Nacional	X	X		X	X	
Banco de Costa Rica	X	X		X	X	
Bancrédito			X		X	
Banco Popular	X	X	X	X	X	
Privados						
BAC Credomatic	X	X		X	X	X
BNS	X	X		X	X	
Davivienda	X		X		X	X
Banco Promerica					X	x
Citibank	X				X	X
BCT	X	X			X	
Lafise	X	X	X		X	
Improsa	X	X	X		X	
Banco General					X	
Bansol					X	
Cathay					X	

Nota: Elaborado mediante la información obtenida de los estados financieros y de las páginas web de cada institución en la red

2.6.2.1. Clasificación de bancos: en los siguientes ítems se presentará de forma más detallada la situación del mercado bancario costarricense, con esto pretende ubicarse la posición del Banco Crédito Agrícola de Cartago en su entorno de negocios, en todo el contexto de negocios del sector.

2.6.2.2. Por Activos, el cuadro No. 5 ubica a Bancrédito en el puesto número 6, por debajo de los bancos BAC con ₡1,6 billones, Banco Nova Scotia (BNS) con ₡1,1 billones, periodo 2012.

2.6.2.3. Por Patrimonio, el mismo cuadro señala a Bancrédito en la posición 8 en esta partida, cae dos puestos más, superado por BAC ₡181 mil millones, BNS CON ₡129 mil millones, Davivienda ₡82,2 mil millones y Citibank con ₡64 mil millones, aproximadamente.

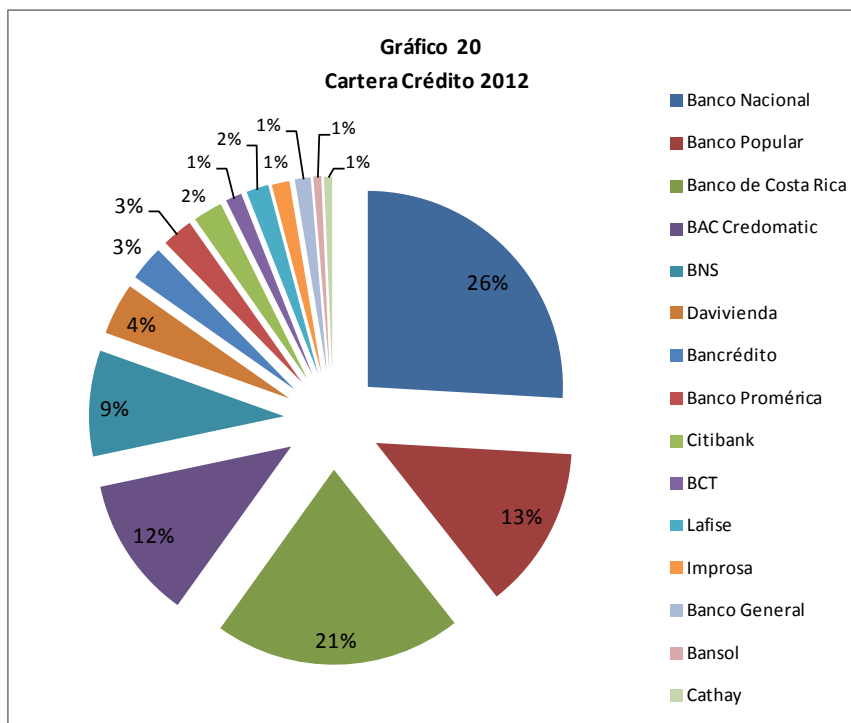
Cuadro 5										
Entorno Bancario Costarricense Periodo 2012 (En millones de colones)										
BANCOS	Activo 2012	Activo 2011	RK	Var.	Patrimonio 2012	Patrimonio 2011	RK	Var.	Pasivo 2012	Var.
Banco Nacional	4,011,139	3,563,853	1	12.6%	420,819	376,929	1	11.6%	3,590,320	12.7%
Banco Popular	1,896,917	1,610,171	3	17.8%	381,056	328,399	2	16.0%	1,515,862	18.3%
Banco de Costa Rica	3,087,769	2,629,816	2	17.4%	333,677	302,681	3	10.2%	2,754,092	18.3%
BAC Credomatic	1,572,679	1,246,160	4	26.2%	181,085	147,591	4	22.7%	1,391,593	26.7%
BNS	1,102,596	1,061,241	5	3.9%	129,198	119,687	5	7.9%	973,398	3.4%
Davivienda	656,851	694,799	7	-5.5%	82,209	74,741	6	10.0%	574,642	-7.3%
Bancrédito	733,452	634,970	6	15.5%	55,523	50,816	8	9.3%	677,929	16.1%
Banco Promérica	347,413	288,240	9	20.5%	33,339	26,597	9	25.3%	314,074	20.0%
Citibank	461,909	254,601	8	81.4%	63,871	51,485	7	24.1%	398,038	96.0%
BCT	197,300	166,073	12	18.8%	23,908	20,256	12	18.0%	173,392	18.9%
Lafise	259,961	207,685	10	25.2%	16,128	14,720	13	9.6%	243,833	26.4%
Improsa	213,571	204,234	11	4.6%	24,929	24,421	10	2.1%	188,642	4.9%
Banco General	146,254	133,342	13	9.7%	24,288	23,345	11	4.0%	121,966	10.9%
Bansol	94,555	74,051	14	27.7%	11,308	9,548	14	18.4%	83,247	29.1%
Cathay	91,882	65,015	15	41.3%	10,583	9,421	15	12.3%	81,299	46.2%
TOTALES / INDUSTRIA	14,874,248	12,834,252		15.9%	1,791,923	1,580,637		13.4%	13,082,325	16.2%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

2.6.2.4. En cuanto a la cartera crediticia Bancrédito ha alcanzado la séptima posición, ubicándose a la mitad de la tabla, del total del pastel la entidad tiene un 2,92% superando a penas al Banco Promérica que tiene un 2,57, el resto de bancos Citibank, BCT, Lafise, Improsa, Banco General, Bansol y Cathay apenas si alcanzan entre el 2% y 1% del mercado crediticio. El Cuadro 6 y el Gráfico 20 son testigos y nos muestran visualmente el estado competitivo de las entidades. Debe notarse que el crecimiento de la cartera de crédito de la industria anduvo por el 14,1% y Bancrédito logró superarlo con un crecimiento del 14,6%, tres bancos con mucho mayor tamaño lograron superar la media del mercado (BP, BCR y BAC) y otros estuvieron muy por debajo de la industria entre ellos (BN, BNS, Davivienda), bancos con mayor solvencia patrimonial y de activos. Los que destacan por su crecimiento son Banco Promérica y Citibank que lograron un incremento notable de 26,8% y 43,3%, respectivamente y durante el periodo 2012 respecto al anterior.

Cuadro 6 Cartera de Crédito del Sistema Bancario Periodo 2012 (En millones de colones)				
BANCOS	Cartera Crédito 2012	Cartera Crédito 2011	RK	Var.
Banco Nacional	2,537,738	2,284,401	1	11.1%
Banco de Costa Rica	2,006,460	1,749,343	2	14.7%
Banco Popular	1,319,321	1,125,201	3	17.3%
BAC Credomatic	1,154,816	932,602	4	23.8%
BNS	858,992	826,822	5	3.9%
Davivienda	421,047	425,322	6	-1.0%
Bancrédito	285,513	249,093	7	14.6%
Banco Promérica	251,481	198,351	8	26.8%
Citibank	239,676	167,307	9	43.3%
Lafise	181,501	150,117	10	20.9%
Improsa	144,067	138,606	11	3.9%
BCT	132,052	123,977	12	6.5%
Banco General	128,449	114,046	13	12.6%
Cathay	66,140	42,022	14	57.4%
Bansol	63,175	55,384	15	14.1%
TOTALES / INDUSTRIA	9,790,429	8,582,593		14.1%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.



Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

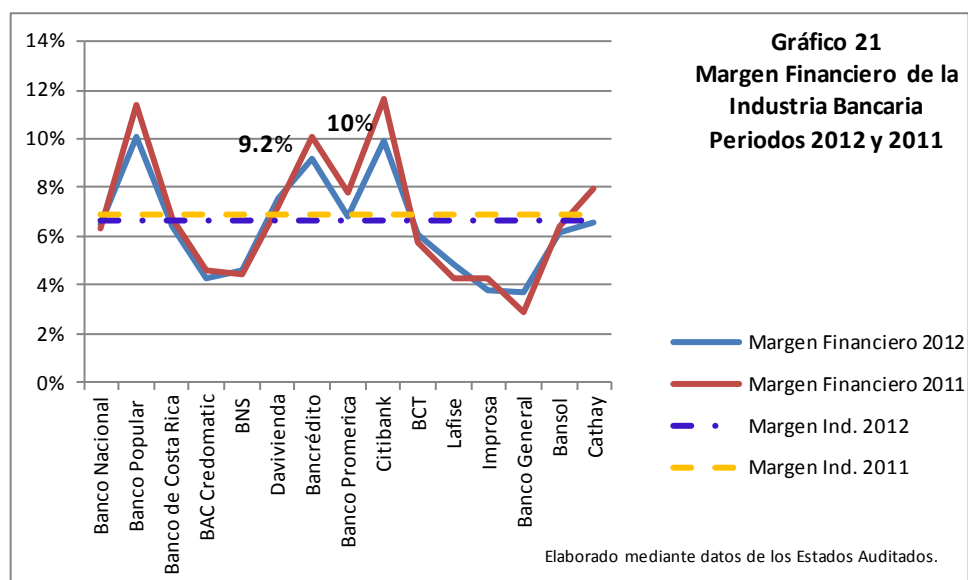
2.6.2.5. Los ingresos del sector bancario están compuesto por ingresos financieros y los producidos por comisiones por servicios, los ingresos financieros provienen principalmente de las operaciones crediticias y de los obtenidos por intereses producto de las inversiones en instrumentos financieros. Para la industria bancaria durante el 2012 el ingreso financiero creció, como un todo, en 17.9% y Bancrédito lo hizo en un 19.2%, eso evidencia un buen comportamiento de la cartera crediticia 69% del ingreso y las inversiones proporcionaron un 28%.

Cuadro 7 Entorno Bancario Costarricense Período 2012 Ingresos Financieros e Ingresos por Servicios (En millones de colones)						
BANCOS	Ingresos Financieros 2012	Ingresos Financieros 2011	Var.	Ingreso Servicios 2012	Ingreso Servicios 2011	Var.
Banco Nacional	319,593	265,833	20.2%	74,108	63,921	15.9%
Banco Popular	235,553	210,747	11.8%	17,016	15,443	10.2%
Banco de Costa Rica	234,050	186,494	25.5%	48,127	42,999	11.9%
BAC Credomatic	93,386	74,209	25.8%	24,069	20,000	20.3%
BNS	70,282	64,293	9.3%	2,912	1,674	74.0%
Davivienda	50,345	47,848	5.2%	8,884	8,594	3.4%
Bancrédito	52,978	44,428	19.2%	8,458	8,067	4.8%
Banco Promérica	36,114	31,372	15.1%	10,985	9,095	20.8%
Citibank	38,608	35,049	10.2%	14,155	11,279	25.5%
BCT	13,753	11,970	14.9%	771	668	15.5%
Lafise	18,090	14,437	25.3%	3,032	2,007	51.0%
Improsa	15,251	14,291	6.7%	2,167	1,880	15.3%
Banco General	8,683	5,876	47.8%	352	371	-5.1%
Bansol	8,150	7,318	11.4%	344	425	-19.0%
Cathay	7,343	5,120	43.4%	572	339	68.4%
TOTALES / INDUSTRIA	1,202,179	1,019,283	17.9%	215,951	186,762	15.6%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

El ingreso por servicios creció un 4,8% respecto al 2011 y la industria logró un 15,6% de incremento, lo cual evidencia una necesidad por redoblar esfuerzos para mejorar estos ingresos que, en épocas de crisis y como parte de la gama de negocios, logra mejorar la posición de las entidades y diversifica el ingreso.

2.6.2.6. El margen financiero del mercado tiene una media de 6,6% y 6,9% para el periodo 2012 y 2011, respectivamente. Mientras que para el caso de Bancrédito se ha mantenido por encima de esa media alcanzando el 9,2% y 10,1% para los mismo periodos. Esto demuestra que el fondeo de recursos se ha manejado de forma eficiente, ver Gráfico 21.

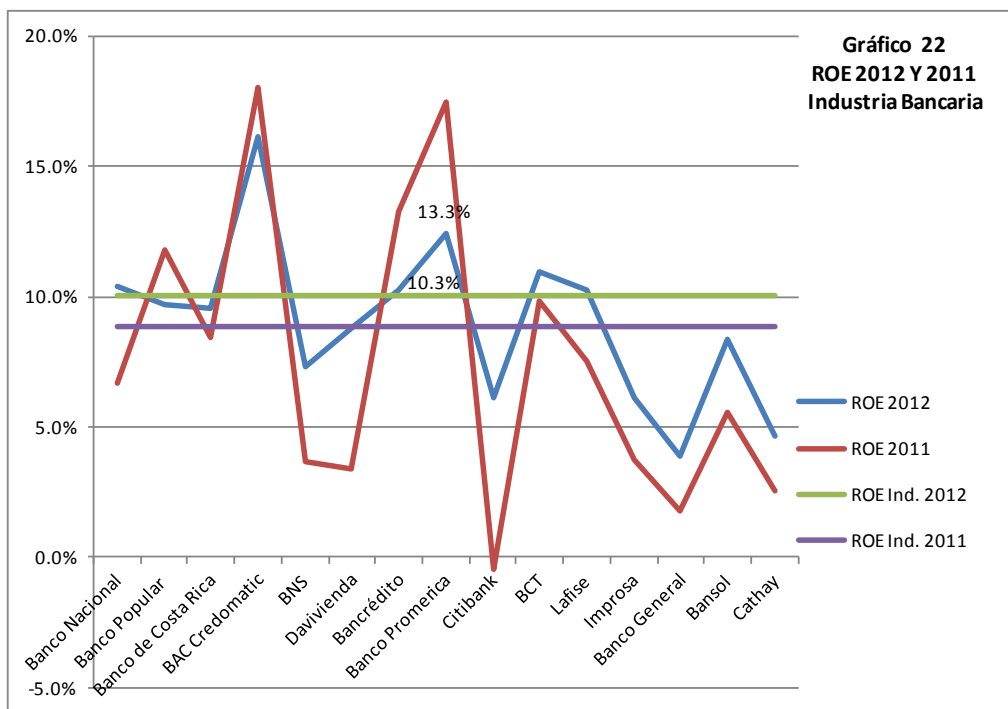


2.6.2.7. Los gastos administrativos lo evaluamos mediante una medida de eficiencia para lo cual se suma los ingresos financieros y de servicios y se divide el gasto entre el producto de los ingresos, como resultado se obtiene que para producir cada colón debe incurrirse en un gasto que mide la productividad o eficiencia de la entidad y que para el caso de la industria el valor para el periodo 2012 y 2011 es ₡0,68 por cada colón generado y en este rubro Bancrédito ha logrado situarse en lugar privilegiado pues ha logrado mantener niveles inferiores de costo por debajo de la industria para los dos periodos ₡0,63 y ₡0,58, para cada año, respectivamente.

Cuadro 8										
Ingresos Financieros y de Servicios Periodo 2012-2011 y nivel de eficiencia (En millones de colones)										
BANCOS	Ingresos Financieros 2012	Ingresos Financieros 2011	Var.	Ingreso Servicios 2012	Ingreso Servicios 2011	Var.	Gasto Administ. 2012	Gasto Administ. 2011	Eficiencia 2012	Eficiencia 2011
Banco Nacional	319,593	265,833	20.2%	74,108	63,921	15.9%	156,318	142,687	65%	68%
Banco Popular	235,553	210,747	11.8%	17,016	15,443	10.2%	94,766	83,948	63%	59%
Banco de Costa Rica	234,050	186,494	25.5%	48,127	42,999	11.9%	139,426	127,513	79%	80%
BAC Credomatic	93,386	74,209	25.8%	24,069	20,000	20.3%	33,484	22,837	45%	36%
BNS	70,282	64,293	9.3%	2,912	1,674	74.0%	40,498	38,390	95%	100%
Davivienda	50,345	47,848	5.2%	8,884	8,594	3.4%	26,478	27,289	65%	69%
Bancrédito	52,978	44,428	19.2%	8,458	8,067	4.8%	22,010	19,170	63%	58%
Banco Promerica	36,114	31,372	15.1%	10,985	9,095	20.8%	16,646	13,973	59%	57%
Citibank	38,608	35,049	10.2%	14,155	11,279	25.5%	25,989	25,522	69%	83%
BCT	13,753	11,970	14.9%	771	668	15.5%	6,218	5,798	71%	75%
Lafise	18,090	14,437	25.3%	3,032	2,007	51.0%	10,305	9,095	87%	108%
Improsa	15,251	14,291	6.7%	2,167	1,880	15.3%	6,357	6,186	84%	79%
Banco General	8,683	5,876	47.8%	352	371	-5.1%	3,194	2,711	62%	74%
Bansol	8,150	7,318	11.4%	344	425	-19.0%	3,260	2,694	77%	68%
Cathay	7,343	5,120	43.4%	572	339	68.4%	4,066	3,264	83%	89%
TOTALES / INDUSTRIA	1,202,179	1,019,283	17.9%	215,951	186,762	15.6%	589,015	531,076	68%	68%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

2.6.2.8. Finalmente exponemos las medidas por las que los accionistas miden el desempeño de una empresa y los bancos no escapan a esta realidad. El mercado bancario costarricense mantuvo un promedio de la industria en 10,1% y 8,8% para los años 2012 y 2011, respectivamente, y el BCAC mantuvo para esos mismos periodos índices de rendimientos superiores ubicándose en 10,3% y 13,3%.



Una vez observados los diferentes aspectos y sin ser exhaustivo en la verificación del mercado bancario y respecto del Bancrédito se ubica, en general, en una posición intermedia dentro de la tabla en los diferentes indicadores y partidas revisadas. Sin embargo si es relevante observar que existe una merma en los ingresos por servicios que podrían afectar los resultados futuros del banco. Debe tomarse en consideración que parte de esos ingresos provenían hasta el año 2012 del Fideicomiso de Nacional para el Desarrollo, y que para los periodos posteriores, ya no se contará con este ingreso, porque fue licitado y esta licitación fue ganada por el BCR, por lo que la cartera y sus ingresos dejarán de estar del lado del Banco Crédito Agrícola, afectando sus indicadores.

Por lo que será necesario que el banco evalúe con minuciosidad nuevos negocios que deberán incorporarse al paquete comercial de la entidad para mejorar los ingresos y las utilidades del grupo.

3. Capítulo: Composición del mercado bursátil

3.1. Análisis o diagnóstico financiero de los puestos de bolsa últimos dos años:

El mercado de puestos de bolsa costarricense se ha venido estrujando haciendo cada vez menos rentable la actividad de bolsa, lo que provoca en los últimos 10 años, que más puestos de bolsa desaparezcan.

Los costos de la actividad de intermediación bursátil fueron incrementándose y los márgenes de comisión, encogiéndose por aspectos, tales como:

- la regulación, cuyos requerimientos de control son cada vez más exigentes, implicando esta situación mayor inversión en tecnología, así como incrementos en el requerimiento de capital mínimo de funcionamiento y requerimientos de capital por riesgos, lo que aunado a la necesidad de mayor nivel de especialización de funcionarios (por ejemplo, agentes de bolsa con conocimiento de mercados internacionales y riesgos asociados, gestores de portafolios y personal administrativo con mayor conocimiento en estos temas).
- A la vez, el mercado de valores costarricense fue adquiriendo mayor cultura, gracias a la nueva ley y a la participación activa de las entidades reguladoras que buscaron generar mayor educación en los participantes, especialmente en los inversionistas, provocando que se fueran estrechando los márgenes de negociación con un costo operativo de los puestos cada vez más pesado y menor ingreso.

El mercado de valores costarricense se ha visto impulsado por dos leyes que lo han hecho evolucionar:

- La primera Ley Reguladora del Mercado de Valores nació en 1990 número 7 201 y reguló la actividad bursátil de ese entonces y constituyó la Comisión Nacional de Valores, que sería precursor de la Superintendencia General de Valores.
- Y la segunda Ley Reguladora del Mercado de Valores aprobada en 1997 Ley 7 732, entró en vigencia en el año 1998, con esta última y como se indica en el capítulo I, provocó que se crearán instituciones públicas, que no solo regulan el

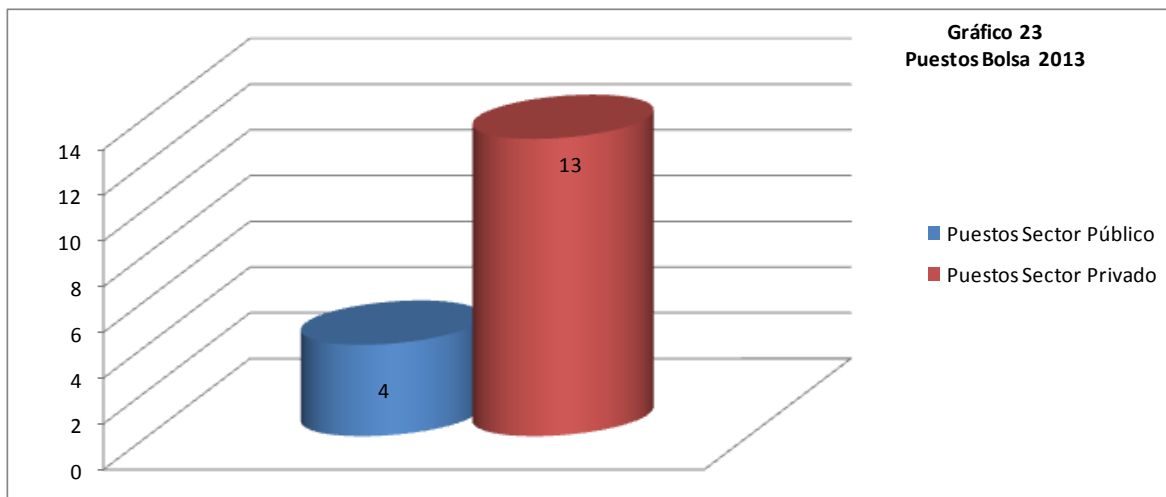
mercado bursátil, sino que dirigen el mercado financiero como un todo, por medio de la ley se creó:

- El Conassif o Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y dice: ***“Artículo 169: La Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones funcionarán bajo la dirección de un gran órgano denominado Consejo nacional de supervisión del sistema financiero, también llamado Consejo nacional, el cual estará integrado en la siguiente forma...”*** el resaltado es nuestro.
- Superintendencias General de Valores, mediante el artículo número 3 de la ley y señala: ***“Creación y funciones. Créase la Superintendencia General de Valores, denominada en esta ley Superintendencia, como órgano de máxima desconcentración del Banco Central de Costa Rica. La Superintendencia velará por la transparencia de los mercado de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines. Regirá sus actividades por lo dispuesto en esta ley, sus reglamentos y las demás leyes aplicables. La Superintendencia regulará, velará y fiscalizará los mercados de valores, la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos y los actos o contratos relacionados con ellos, según lo dispuesto en esta ley.”*** el resaltado es nuestro.
- También logró mejorarse la organización del mercado por medio de las bolsas de valores, constitución de puestos de bolsa como personas jurídicas independientes con objeto único “la actividad de mercado bursátil”, un nuevo participante como lo son las sociedades de fondos de inversión y las operadoras de pensiones. El establecimiento sociedades anónimas independientes para los bancos públicos y el Instituto Nacional de Seguros que permitieran una sana competencia y la figura del agente de bolsa.

- El orden de mercados como el primario y secundario, estableciendo la oferta pública de valores mediante emisiones seriadas y debidamente registradas, así como las ofertas públicas de adquisición.
- Establecimiento de calificadoras de riesgo, sociedades de custodia y la constitución del sistema de anotación en cuenta.
- Promover las normas de conducta en el mercado.

3.2. Puestos de bolsa:

3.2.1. La industria de puestos de bolsa se compone de 12 puestos de grupos del sector privado y 4 del sector público, esto se aprecia en el Gráfico 24:



Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

Los puestos de bolsa del sector público son BN Valores, Popular Valores, BCR Valores e INS Valores, y los del sector privado se presentan en el cuadro 9, de ahí el Puesto de bolsa Financorp aunque se encuentra todavía inscrito, dejó de operar desde el 2004 por impedimento sancionatorio y judicial.

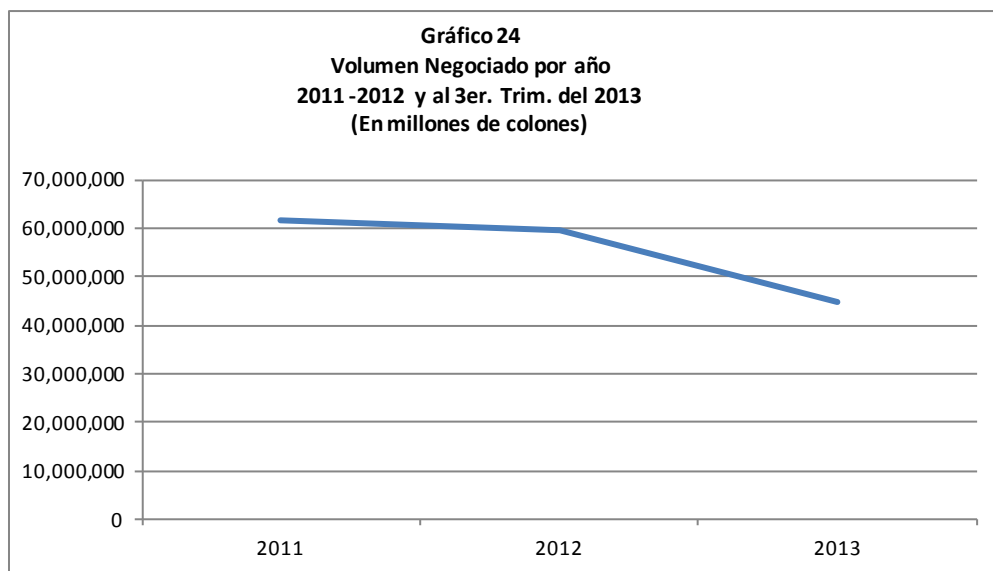
CUADRO 9					
Puestos de Bolsa Vigentes 2013					
Puestos Sector Público		Agentes	Puestos Sector Privado		Agentes
1	BCR VALORES S.A.	27	1	ACOBOP. B.	10
2	BN VALORES	23	2	ALDESA P.B.	17
3	POPULAR VALORES PUESTO DE BOLSA S.A.	18	3	BCT VALORES	14
4	INS VALORES	20	4	INVERSIONES SAMA	15
			5	MERCADO DE VALORES	15
			6	SCOTIA VALORES S.A.	19
			7	CITI VALORES	2
			8	FINANCORP	0
			9	LAFISE VALORES	8
			10	MUTUAL VALORES PUESTO DE BOLSA S.A.	8
			11	BAC SAN JOSE P.B.	15
			12	DAVIVIENDA P.B.	3
			13	IMPROSA VALORES	5

Fuente: Elaborado con datos BNV

El mercado bursátil costarricense se caracteriza por ser un mercado de deuda más que de capitales, esto quiere decir que la participación en el capital de empresas es muy bajo, aunque existen 12 empresas registradas con emisiones accionarias, realmente el volumen de negociación diario no alcanza ni siquiera el 1% del valor transado de negociación.³³

En cuanto al mercado de deuda se concentra en más de un 80% en operaciones con títulos del sector público siendo los mayores participantes el Banco Central y el Ministerio de Hacienda por medio de las subastas conjuntas que realizan cada semana, también y como consecuencia de las últimas dos crisis que atacaron nuestros sistemas financieros se observa en el Gráfico 24 el comportamiento de volúmenes negociados de los últimos períodos 2011, 2012 y 2013, este último a cierre del tercer trimestre.

³³Datos obtenidos mediante la página web de la Sugeval www.sugeval.fi.cr/



Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

Como puede observarse en la curva hubo una disminución de volumen de 3,4% del 2012 respecto al 2011 y para el presente año se proyecta un estancamiento en la negociación.

Por otra parte, a raíz de lo anterior, es importante anotar, pero sin llegar a profundizar, por limitaciones de espacio y tiempo, que el año pasado el Gobierno de la República estableció un decreto, señalando de interés público el desarrollo del mercado de valores mediante el Decreto 37151 - H³⁴. Esto conllevó, por medio de este decreto se constituya un órgano consultivo denominado el “Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores” y por medio de este, un documento denominado “Hoja de Ruta” que procura trazar la vía por la cual deben hacerse las reformas necesarias para encaminar al mercado de valores hacia un verdadero desarrollo del mercado de capitales.

3.2.2. Productos y Negociación:

3.2.2.1. Clasificación por tipo de mercado:

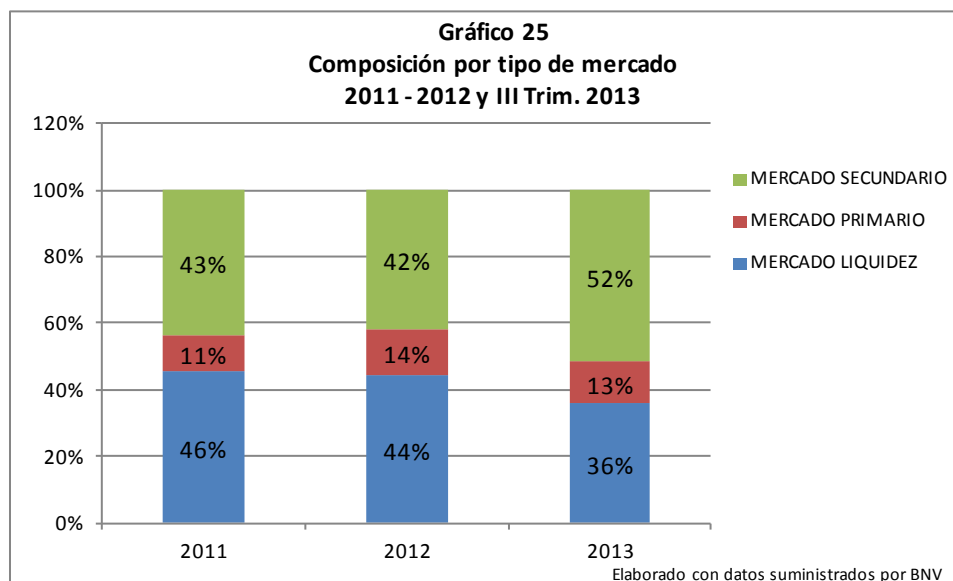
³⁴ Alcance Digital 116 “La Gaceta” Diario Oficial, 22 de agosto del 2012.

3.2.2.1.1. Mercado de liquidez: es el medio a través del cual los puestos de bolsa negocian los excedentes de muy corto plazo a los participantes deficitarios, se incluye sus propias disponibilidades (las de los puestos).

3.2.2.1.2. Mercado Primario: es el mercado que realiza la emisión de un determinado emisor por primera vez, el cual una vez que este emitido el instrumento puede ser negociado por segunda, tercera o más veces.

3.2.2.1.3. Mercado Secundario: es en el que se negocian por segunda y más veces cualquier instrumento del mercado (acciones, participaciones, certificados de depósito, bonos, etc.).

El gráfico siguiente muestra el comportamiento de la negociación definido por mercado desde el 2011 hasta el tercer trimestre del 2013, como se puede observar el mercado secundario es el que mantiene el mayor volumen de negociación al 2013 corresponde un 52% del total negociado en bolsa, le sigue con un 36% el mercado de liquidez y posteriormente el mercado primario con un 13%, esto es así por la naturaleza propia de los mercados secundarios y el de liquidez mismo.



3.2.2.2. Clasificación por tipo de producto negociado:

3.2.2.2.1. Acciones: Corresponden a las acciones de empresas privadas registradas e inscritas ante el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) de la Sugeval. El volumen que se negocia en bolsa de este producto es ínfimo el porcentaje negociado del total apenas si llega a 0.10% como se verá en el gráfico que representamos.

3.2.2.2.2. Contratos de diferencia: son un mecanismo para generar una cobertura cambiaria es un producto creado por la Bolsa Nacional de Valores, pero realmente ha tenido poca acogida por los puestos de bolsa. Su volumen de negociación es inferior al de las acciones.

3.2.2.2.3. Deuda: se refiere a los bonos y certificados de deuda de todas las modalidades que los diferentes emisores públicos y privados, nacionales o extranjeros, que negocian a través de la bolsa y que previamente han sido inscritos o registrados en el RNVI. El volumen que representa al tercer trimestre del 2013 es un 19%, para el año anterior se colocó en 9,4% y para el 2011 fue un 12,7%-.

3.2.2.2.4. El denominado M.L. o mercado de liquidez, que es la plataforma mediante la cual cuando algún participante requiere liquidez puede optar por obtenerla mediante la colocación de instrumentos que estén aceptados por la Bolsa (por medio del reglamento para tal fin) para que sirvan de garantía y de esta forma obtener la liquidez que se requiere. Este producto y mercado alcanza un volumen de las operaciones del 35,8% a septiembre del 2013, un 44,5% en el 2012 y 45,6% en el 2011.

3.2.2.2.5. El otro producto es el M.P. o mercado primario, como se dijo es la colocación que hacen los emisores públicos o privados de instrumentos registrados que se emiten en teoría por primera vez. El volumen negociado al 2013 es 12,5% del total y para el 2012 y 2011 fue 13,6% y 11,1%, respectivamente, en cada año.

3.2.2.2.6. Las operaciones a plazo: son aquellas en las que se pacta a partir del día de la negociación una fecha futura mayor a un día, para

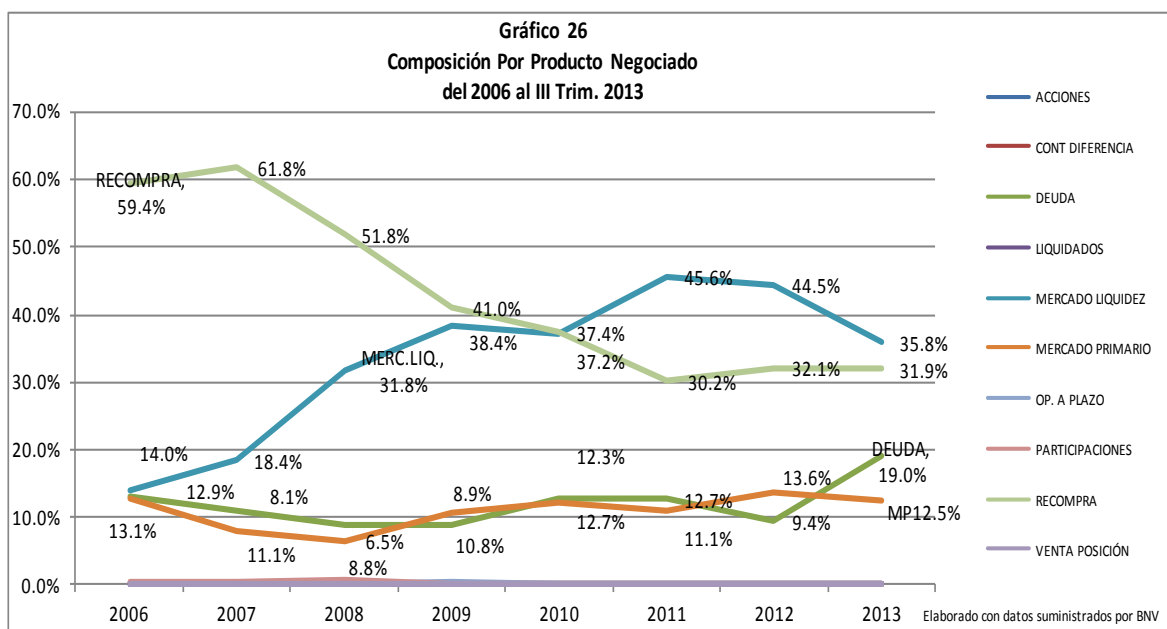
que se ejecute o perfeccione la operación y donde se liquidan tanto para la parte compradora como vendedora del instrumento o instrumentos que se vayan a negociar. En tipo de operación casi no se realiza sin embargo al tercer trimestre del 2013 se ha negociado el 0,2% para los periodos anteriores casi no ha habido negociaciones de este tipo.

3.2.2.2.7. Participaciones: Corresponde a un instrumento creado principalmente por las sociedades de fondos de inversión por medio de los fondos de inversión. En nuestro caso la mayoría de estos representan a fondos inmobiliarios y su volumen dado el crecimiento de este segmento del mercado ha venido en aumento, sin embargo y dadas la crisis recientes el volumen se ha visto reducido como proporción del total para el 2013 está en 0,3% o sea unos \$120 billones de colones aproximadamente, para los años 2012 y 2011 la proporción respecto al mercado se ha mantenido en el mismo nivel actual, la apreciación de esto se verá en el Gráfico 26.

3.2.2.2.8. Recompras: o también conocido como reportos tripartitos, es un producto que nace para dar liquidez a los tenedores de bonos, acciones u otros títulos autorizados para servir de garantía, para solicitar por ellos liquidez sin tener que desprenderse del instrumento, más que depositarlos temporalmente en un fideicomiso de la Bolsa. Este producto ha sido el más representativo del medio y hasta en ocasiones ha logrado alcanzar casi un 62% (año 2006) del mercado, para los años que hemos venido observando este producto del sistema de bolsa se ha venido disminuyendo por los riesgos de precio/tasa y liquidez que tienen, alcanzando 31,9% para el tercer trimestre del 2013, 32,1% en el 2012 y 30,2% en el 2011.

3.2.2.2.9. Ventas de posición: este producto se incorpora con las recompras y lo que permite es que se pueda vender las posiciones de la recompra, que consisten en dos posiciones una de comprador a plazo y la otra de vendedor a plazo. Normalmente las que se venden son las de

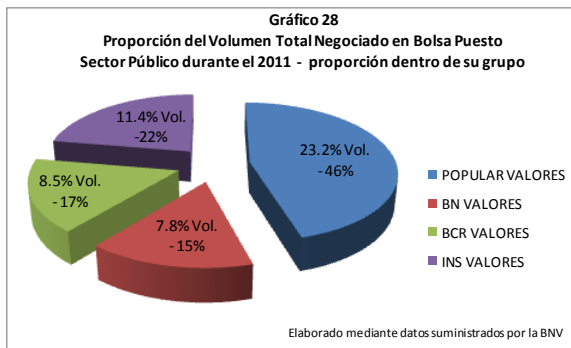
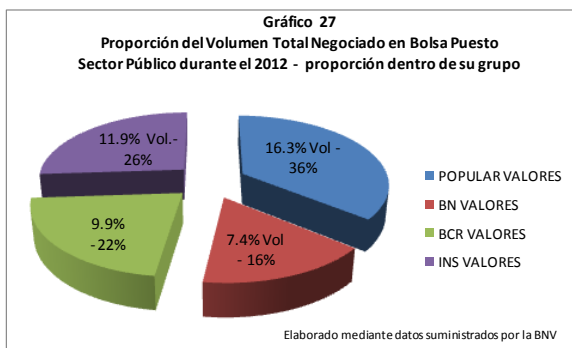
vendedor a plazo. Este producto tiene un volumen de 0,1% para el 2013 y para los años previos 2012 y 2011 en igual nivel.



3.2.3. Puestos de bolsa Públicos:

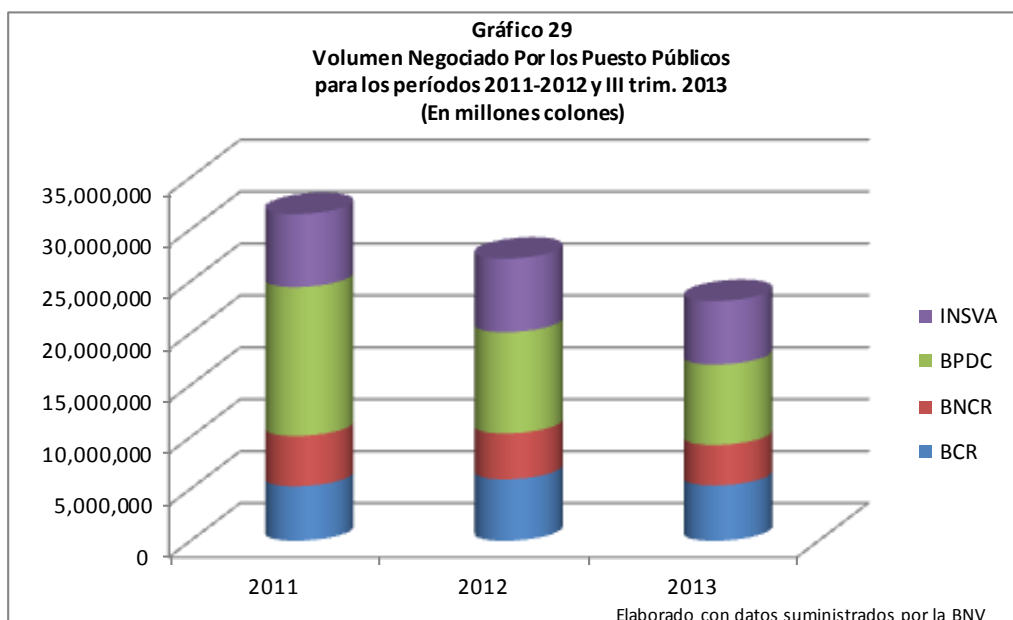
Los puestos públicos son sociedades anónimas con su propia personería jurídica, totalmente independiente del grupo controlador. La Ley Reguladora del Mercado de Valores lo establece así en los artículos 54 y 55 – el espíritu de la ley establece que los puestos y sus operaciones no tienen garantía del estado como ocurre con las emisiones de los bancos públicos, esto define una separación para efecto de igualar el mercado bursátil y definir los riesgos que implican para los inversionistas el invertir por cuenta y riesgos propios por medio de estos intermediarios.

- 3.2.3.1. Por Negociación: Como se indicó previamente el mercado de puestos cuenta con 4 puestos de bolsa del sector público que en conjunto negociaron en el año 2012 y 2011 el 45.6% y el 51%, respectivamente, del volumen total negociado esto se muestra en los gráficos No. 27 y No 28.

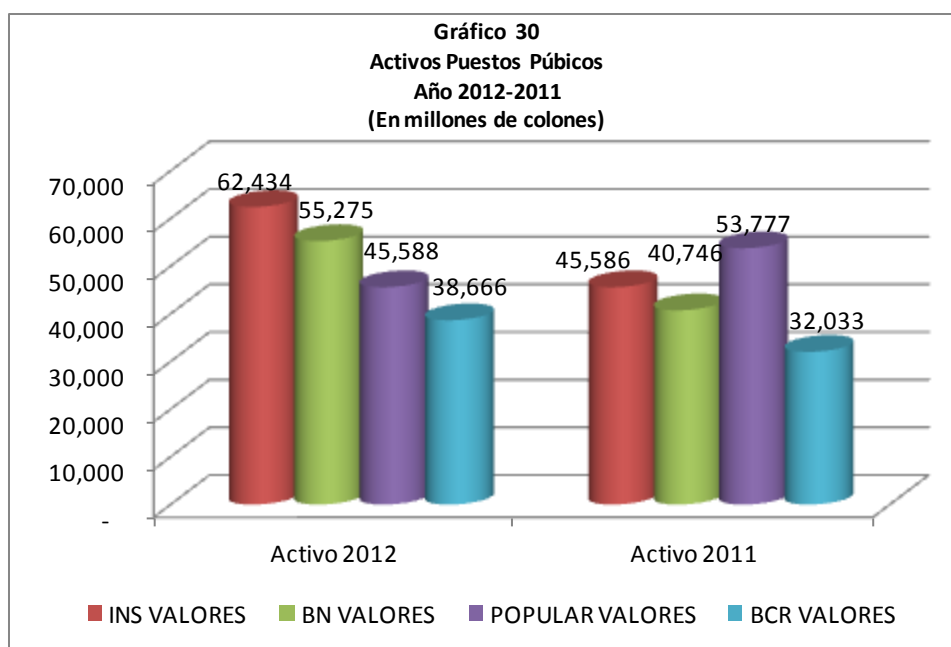


Para tener una idea el volumen negociado por estos cuatro puestos en conjunto fue de aproximadamente ₡31 500 billones en el 2011, ₡27 180 billones en el 2012 y al cierre del tercer trimestre del 2013 había llegado a ₡23 200 billones, véase el Gráfico 29.

También notamos que Popular Valores se ubica a la cabeza con un 36% - 46% de éste segmento del mercado, para los períodos 2012 y 2011, respectivamente. En segundo lugar, se ubica INS Valores con el 26% y 22%, para los mismos períodos. Le siguen en su orden BCR Valores para un 22 y 17% de la participación de mercado y finalmente BN Valores en el último lugar para obtener el 16 y el 15% en los períodos 2012 y 2011 de forma respectiva.



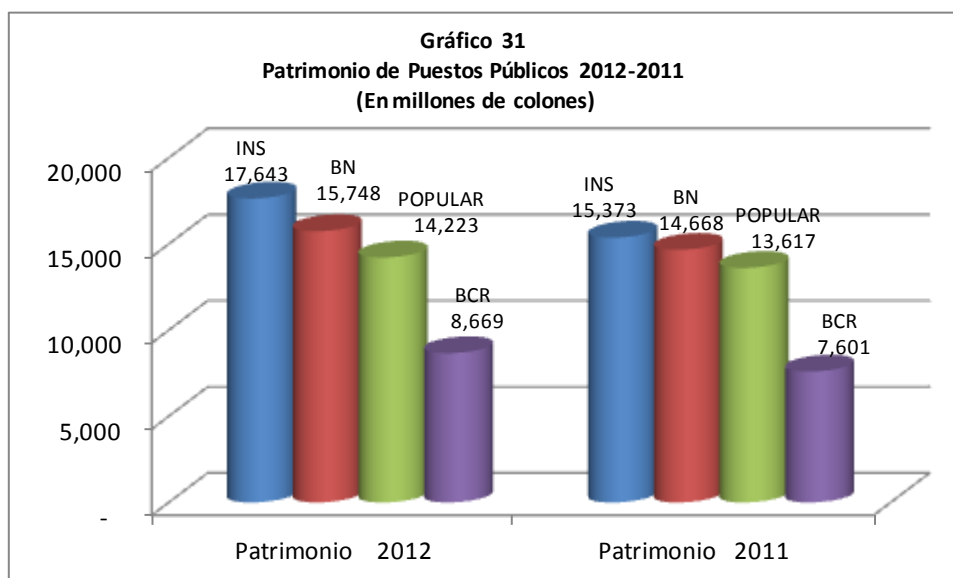
3.2.3.2. Por Activos: En lo que respecta En lo que respecta al nivel de activos en el 2012, INS Valores incremento en un 37% respecto del 2011 para alcanzar ¢62 434 millones, y se ubica, en el primer lugar, en segundo puesto esta BN con ¢55 275 millones un crecimiento de casi 36%, Popular fue desplazado al tercer puesto con decrecimiento del 15,2% al 2012 y un nivel de ¢45 588 millones y finalmente en el último se ubica BCR con un incremento aproximado de 21% con ¢38 666 millones, el Gráfico No. 30 muestra este comportamiento.



Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.3.3. Por Patrimonio: En lo que respecta al patrimonio de estas organizaciones el gráfico No. 31 nos muestra su volumen y dimensión, quizá, lo más importante de esto es el destacar un patrimonio abultado con respecto al mercado, como posteriormente se verá y a diferencia de la mayoría estos puestos han logrado incrementarlo vía retención de utilidades de periodos anteriores, y no mediante aportes extraordinarios. Esto ha servido para que los niveles de operación que manejan puedan

incrementarse por la capacidad que tienen para apalancarse sea por cuenta propia como por cuenta de terceros.



Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.3.4. Por pasivo (nivel de apalancamiento): Otros datos relevantes del análisis son los niveles de apalancamiento o mejor dicho la razón pasivo a patrimonio de cada puesto. Y es que como se verá más adelante, cuando se compara la industria total, estos cuatro puestos sobresalen por no solo el volumen negociado, sino también por los activos, pasivos y patrimonio. El Cuadro 10 muestra las veces en que se han apalancado.

Cuadro 10 Niveles de apalancamiento de los Puestos sector Público años 2012 y 2011 (en veces)		
Puestos Públicos	Pasivo a Patrimonio 2012	Pasivo a Patrimonio 2011
INS VALORES	2.54	1.97
BN VALORES	2.51	1.78
POPULAR VALORES	2.21	2.95
BCR VALORES	3.46	3.22

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.3.5. Por ingresos: los ingresos de los puestos de bolsa principalmente se dividen en dos:

3.2.3.5.1. Ingresos operativos: principalmente por comisiones por servicios. En el caso de los puestos del sector público conjuntamente sumaron \$9 900 millones para el 2012 y para el 2011 \$11 086 millones, obteniendo un -10,6% de disminución de un año respecto al otro. Siendo BN el que mayor generación por este rubro, y Popular con una diferencia de apenas 12,6% respecto al primer lugar en el periodo 2012 y para el año 2011 si fue significativo pues represento una diferencia entre estos dos puestos de casi 50%, ver Cuadro 11.

3.2.3.5.2. Ingresos financieros: producidos por las ventas e intereses de los instrumentos de cartera propia, fueron mucho más significativos incluso que los ingresos operativos, esto se debió a las operaciones de apalancamiento y la realización de ganancias observadas en el año 2012, y que fueron muy superiores que en el 2011. En este caso, es el INS quien se encuentra en primer lugar seguido de BN y Popular, siendo ingresos que van desde un 91% hasta un 66% mayores que los producidos por los ingresos operativos. En el caso del BCR esto no ocurrió así, pues apenas si represento 5%. Finalmente sobre estos ingresos puede decir que crecieron más de un 58% en promedio en el 2012 con relación al 2011.

Cuadro 11					
Ingresos Operativos y Financieros por Puesto años 2012 y 2011					
(En millones)					
Puestos Sector Público	Ingresos por Operaciones 2012	Ingresos por Operaciones 2011	Var.	Ingresos Financieros 2012	Ingresos Financieros 2011
BN VALORES	2,580	3,619	-28.7%	4,291	3,632
BCR VALORES	2,555	2,454	4.1%	2,684	2,603
INS VALORES	2,484	2,535	-2.0%	4,746	3,777
POPULAR VALORES	2,291	2,477	-7.5%	3,974	3,570

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.3.6. La Utilidad: Muestra que INS y BCR crecieron en utilidad de un año respecto al otro, pero no gracias a los ingresos operacionales, más bien fue por los ingresos financieros. En el caso del INS creció un 24% mientras, que BCR logró apenas un 5% de incremento. Para Popular y BN la utilidad no creció más bien disminuyó alcanzando tasas negativas de -21 y -28%, de forma respectiva para cada puesto. Lo que demuestra que, a pesar de que fue un año bueno para el ingreso financiero no lo fue para la gestión y razón de ser de los puestos, pues su ingreso operativo fue negativo como se observó en el apartado anterior.

Cuadro 12 Utilidad Neta Puestos del Sector Público años 2012 - 2011 (En millones)		
Puestos	2012	2011
INS VALORES	1,802	1,451
BCR VALORES	1,171	1,113
POPULAR VALORES	939	1,187
BN VALORES	821	1,141

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

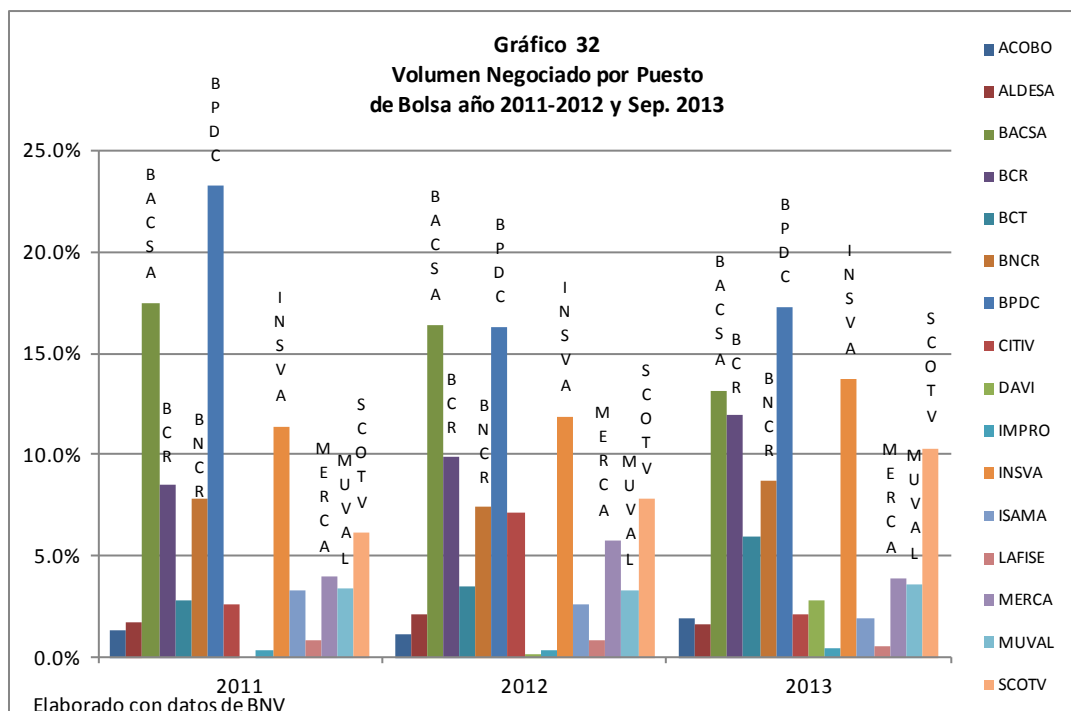
3.2.3.7. Gastos Administrativos: Hubo una contracción importante pues los cuatro puestos del sector público no crecieron más bien disminuyeron hasta sus planillas, como se observa en el Cuadro 13, como se ve el promedio del gasto disminuyó un -5%, el BN fue el que más disminuyó su gasto, seguido por BCR y el INS.

Cuadro 13 Gasto Administrativo Puestos del Sector Público años 2012 - 2011 (En millones)			
Puestos	2012	2011	Cambio %
BN VALORES	3,211	3,581	-10%
POPULAR VALORES	2,575	2,584	0%
INS VALORES	2,336	2,349	-1%
BCR VALORES	1,631	1,797	-9%
Totales	9,753	10,311	-5%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.4. Mercado Total de Puestos de Bolsa: En el apartado anterior hicimos la separación del mercado por cuanto esos cuatro puestos como lo dijo aglutinan alrededor del 50% del mercado total, por lo que era relevante verlos separados ahora se tratará de ver el global de la industria ranqueando al grupo como un todo, al igual que se hizo anteriormente se empezará por el volumen negociado al final se verá algunas medidas del desempeño como el ROE y de eficiencia.

3.2.4.1. Volumen Negociado: aquí vamos a observar como realmente se polariza el mercado, donde existen puestos que tienen un volumen tan bajo que no llega ni al 0,5% del total negociado en los últimos años, a saber: al III trimestre del 2013, año 2012 y año 2011.



Es claro observar que Popular alcanza el primer lugar (17% en 2013) los tres periodos, posteriormente se encuentra el INS 14%, el BAC con 13% el de mayor volumen en el sector privado, se verá esto mejor en el Cuadro 14, BCR con el 12%, Scotia Valores con 10%, BN con el 9%, hasta aquí estos seis puestos de bolsa manejan el 75% del mercado, quiere decir que para los restantes 10 puestos queda un 25% para hacer negocios, y hay puestos que como Improsa Valores no manejan ni el 0,5% del volumen negociado en bolsa. Ahora bien, agregando a esta pequeña lista tres puestos más (BCT, Mercado y Mutua) estos nueve puestos manejan el 90% del volumen total de mercado.

Cuadro 14 Proporción del Total Negociado por Puesto de Bolsa años 2011-2012 y Sept. 2013				
Puestos de bolsa	2011	2012	2013	Ranking
BPDC	23.2%	16.3%	17%	1
INSVA	11.4%	11.9%	14%	2
BACSA	17.4%	16.4%	13%	3
BCR	8.5%	9.9%	12%	4
SCOTV	6.1%	7.8%	10%	5
BNCR	7.8%	7.4%	9%	6
BCT	2.8%	3.5%	6%	7
MERCA	4.0%	5.7%	4%	8
MUVAL	3.4%	3.3%	4%	9
DAVI	0.0%	0.2%	3%	10
CITIV	2.6%	7.2%	2%	11
ACOBO	1.3%	1.1%	2%	12
ISAMA	3.3%	2.6%	2%	13
ALDESA	1.7%	2.1%	2%	14
LAFISE	0.8%	0.8%	1%	15
IMPRO	0.3%	0.4%	0%	16
Total	100.0%	100%	100%	

Elaborado con datos suministrados por la BNV

3.2.4.2. Por activos de los puestos de bolsa: Los primeros seis puestos de bolsa que operan el 75% del volumen tienen cerca del 88% de los activos totales, según se observa en el Cuadro 15 “Activos de los Puestos de Bolsa”, quiere decir que el 12% de los activos totales se distribuyen entre los 10 puestos restantes. Pero si incluimos a dos más (Mutual Valores y Mercado de Valores) el total de puestos activos que manejan los 8 puestos de mayor tamaño tienen casi el 93% del total de activos.

Cuadro 15 Activos de los Puestos de Bolsa periodos 2012 y 2011 (En millones de colones)				
PUESTOS	Activo 2012	Activo 2011	RK	Var.
INS VALORES	62,434	45,586	1	37.0%
BN VALORES	55,275	40,746	2	35.7%
POPULAR VALORES	45,588	53,777	3	-15.2%
BCR VALORES	38,666	32,033	4	20.7%
BAC VALORES	17,931	17,879	5	0.3%
SCOTIA VALORES	11,765	8,467	6	39.0%
MUTUAL VALORES	7,341	8,936	7	-17.8%
MERCADO DE VALORES	5,661	5,586	8	1.4%
CITI ACCIVAL	5,244	5,180	9	1.2%
LAFISE VALORES	3,078	3,244	10	-5.1%
DAVIVIENDA P.B.	2,910	5,169	11	-43.7%
ACOBOP P.B.	2,040	2,623	12	-22.2%
ALDESA P.B.	1,981	2,280	13	-13.1%
BCT VALORES	1,802	1,203	14	49.8%
IMPROSA VALORES	1,137	936	15	21.6%
INVERSIONES SAMA	620	3,878	16	-84.0%
TOTALES / INDUSTRIA	263,473	237,522		10.9%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.4.3. El patrimonio de los puestos ha sufrido variaciones producto de las pérdidas provocadas por la disminución de los precios y, consecuentemente, les ha traído pérdidas en sus resultados que ha debido ser asumidas por sus cuentas patrimoniales, especialmente los puestos más pequeños son los que ha sufrido este impacto, se observa en el Cuadro 16 como se afectan estos puestos y las variaciones que se dieron en los periodos 2012 y 2011, resalta en el caso de los puestos más pequeños como Improsa tiene un aumento, pero este se debió principalmente al aporte de patrimonio que debieron hacer los socios para cubrir pérdidas de periodos anteriores. Otro aspecto por notar es como los primeros seis puestos siguen manteniendo su hegemonía y liderazgo en este mercado.

**Cuadro 16 Patrimonio de los Puestos de Bolsa para el
Periodo 2012 y 2011 (En millones de colones)**

BANCOS	Patrimonio 2012	Patrimonio 2011	RK	Var.
INS VALORES	17,643	15,373	1	14.8%
BN VALORES	15,748	14,668	2	7.4%
POPULAR VALORES	14,223	13,617	3	4.5%
BCR VALORES	8,669	7,601	4	14.1%
SCOTIA VALORES	6,968	4,984	5	39.8%
BAC VALORES	5,801	5,453	6	6.4%
CITI ACCIVAL	5,076	5,142	7	-1.3%
MERCADO DE VALORES	3,783	3,786	8	-0.1%
DAVIVIENDA P.B.	2,843	2,629	9	8.2%
MUTUAL VALORES	2,701	2,497	10	8.2%
BCT VALORES	1,656	957	11	73.1%
ALDESA P.B.	1,584	1,597	12	-0.8%
LAFISE VALORES	1,423	1,539	13	-7.5%
ACOBO P.B.	897	901	14	-0.5%
IMPROSA VALORES	627	606	15	3.5%
INVERSIONES SAMA	587	1,353	16	-56.6%
TOTALES / INDUSTRIA	90,229	82,704		9.1%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.4.4. Pasivo y nivel de apalancamiento: Es claro ver que el INS, BN, BCR y Scotia aumentaron su pasivo y, consecuentemente, su nivel de apalancamiento, esto obedece y es consistente como se verá con los ingresos financieros incrementales que obtuvieron estos puestos de bolsa. La excepción fue Popular que a pesar de aumentar su patrimonio contrajo su pasivo y su nivel de apalancamiento de 2,95 veces en 2011 a 2.21 veces en el 2012. Para los puestos BAC, Mercado se mantuvieron en niveles similares 2,09 – 2,28 y 0,5 – 0,48, para los periodos 2012 y 2011, respectivamente. Para los otros siete puestos hubo una contracción del pasivo y del nivel de apalancamiento, excepto por Improsa que lo incrementó 0,81 – 0,54 veces, para los periodos 2012 y 2011, respectivamente. Como promedio la industria manejo un nivel de apalancamiento de 1,92 veces, por lo que los puestos con mayor volumen

de activos y patrimonio son los que han crecido en apalancamiento y como parte de su estrategia para generar ingresos.

Cuadro 17 Pasivos y Nivel de Apalancamiento de los Puestos de Bolsa periodos 2012 y 2011 (En millones de colones)				
PUESTOS	Pasivo 2012	Pasivo 2011	Apalancam 2012	Apalancam 2011
INS VALORES	44,791	30,213	2.54	1.97
BN VALORES	39,527	26,078	2.51	1.78
POPULAR VALORES	31,364	40,160	2.21	2.95
BCR VALORES	29,996	24,505	3.46	3.22
BAC VALORES	12,130	12,426	2.09	2.28
SCOTIA VALORES	4,797	3,483	0.69	0.70
MUTUAL VALORES	4,640	6,439	1.72	2.58
MERCADO DE VALORES	1,878	1,799	0.50	0.48
CITI ACCIVAL	168	38	0.03	0.01
LAFISE VALORES	1,655	1,705	1.16	1.11
DAVIVIENDA P.B.	66	2,541	0.02	0.97
ACOBO P.B.	1,143	1,722	1.27	1.91
ALDESA P.B.	396	683	0.25	0.43
BCT VALORES	146	247	0.09	0.26
IMPROSA VALORES	511	330	0.81	0.54
INVERSIONES SAMA	34	2,526	0.06	1.87
TOTALES / INDUSTRIA	173,244	154,892	1.92	1.87

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.4.5. Por ingresos se observa de los rubros por ingresos financieros y por ingresos operativos, queda claro que para nuestros efectos los ingresos operativos son los producidos por la venta de servicios de negociación bursátil y que los otros ingresos son producto de las operaciones realizadas por las ganancias o pérdidas de las carteras propiedad del puesto, de ahí que los puestos se apalanquen para lograr obtener los mejores ingresos productos de esta actividad. Y, también, queda en evidencia que cuanto mayor volumen de patrimonio mayor capacidad

para lograr obtener la mejora en los resultados. Así que aquel puesto que no cuente con este beneficio, deberá contar como contrapartida con una cartera de clientes que le permita la generación de comisiones y, consecuentemente, de utilidades que lo mantengan en el mercado.

3.2.4.5.1. Los ingresos financieros producidos por los puestos de bolsa se muestran en el Cuadro 18, el cual presenta que a mayor patrimonio, mayor capacidad de apalancamiento y mayor volumen de activos, consecuentemente, mayor ingreso financiero, queda evidencia en los cuatro puestos del sector público INS, BN, Popular y BCR, y en el sector privado en BAC, Mutual y Scotia.

Cuadro 18 Ingresos Financieros de los Puestos de bolsa Periodo 2012 (En millones de colones)								
BANCOS	Activo 2012	Activo 2011	Patrimonio 2012	Patrimonio 2011	Pasivo 2012	Pasivo 2011	Ingresos Financieros 2012	Ingresos Financieros 2011
INS VALORES	62,434	45,586	17,643	15,373	44,791	30,213	4,746	3,777
BN VALORES	55,275	40,746	15,748	14,668	39,527	26,078	4,291	3,632
POPULAR VALORES	45,588	53,777	14,223	13,617	31,364	40,160	3,974	3,570
BCR VALORES	38,666	32,033	8,669	7,601	29,996	24,505	2,684	2,603
BAC VALORES	17,931	17,879	5,801	5,453	12,130	12,426	1,071	1,027
MUTUAL VALORES	7,341	8,936	2,701	2,497	4,640	6,439	692	385
SCOTIA VALORES	11,765	8,467	6,968	4,984	4,797	3,483	558	397
CITI ACCIVAL	5,244	5,180	5,076	5,142	168	38	432	440
INVERSIONES SAMA	620	3,878	587	1,353	34	2,526	188	59
MERCADO DE VALORES	5,661	5,586	3,783	3,786	1,878	1,799	182	95
DAVIVIENDA P.B.	2,910	5,169	2,843	2,629	66	2,541	179	167
LAFISE VALORES	3,078	3,244	1,423	1,539	1,655	1,705	177	176
ACOBOP.B.	2,040	2,623	897	901	1,143	1,722	119	275
ALDESA P.B.	1,981	2,280	1,584	1,597	396	683	84	141
BCT VALORES	1,802	1,203	1,656	957	146	247	36	13
IMPROSA VALORES	1,137	936	627	606	511	330	8	8
TOTALES / INDUSTRIA	263,473	237,522	90,229	82,704	173,244	154,892	19,420	16,767

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados

3.2.4.5.2. Ingresos operacionales: Cabe destacar que dos puestos de bolsa privados son los que generan el mayor ingreso por operaciones, ese ingreso contempla las comisiones generadas por negociación y, también, lo que corresponde a colocaciones de emisiones y servicios. Por lo que para Mercado y Scotia ubicarse en las primeras posiciones definitivamente demuestra su fortaleza en carteras de clientes y competitividad dentro de este difícil mercado. Seguido como es de

esperar se ubican los 4 puestos públicos y llama la atención Aldesa en el séptimo lugar por encima de BAC en el octavo, dejando bien parado su nombre como puesto pionero de la industria. Estos ocho puestos generaron ₡20 507 millones en ingresos operativos casi un 82% del total generado, el 18% restante se lo distribuyen los ocho puestos restantes, como se aprecia.

Cuadro 19 Ingresos Operacionales y Porción de volumen negociado, Años 2012 y 2011 (En millones de colones)				
BANCOS	Negociación bursátil 2012	Negociación bursátil 2011	Ingresos por Operaciones 2012	Ingresos por Operaciones 2011
MERCADO DE VALORES	5.7%	4.0%	3,639	4,126
SCOTIA VALORES	7.8%	6.1%	3,125	1,978
BN VALORES	7.4%	7.8%	2,580	3,619
BCR VALORES	9.9%	8.5%	2,555	2,454
INS VALORES	11.9%	11.4%	2,484	2,535
POPULAR VALORES	16.3%	23.2%	2,291	2,477
ALDESA P.B.	2.1%	1.7%	2,180	2,351
BAC VALORES	16.4%	17.4%	1,653	1,729
LAFISE VALORES	0.8%	0.8%	1,099	1,085
BCT VALORES	3.5%	2.8%	926	960
ACOBO P.B.	1.1%	1.3%	813	751
MUTUAL VALORES	3.3%	3.4%	619	858
IMPROSA VALORES	0.4%	0.3%	341	350
DAVIVIENDA P.B.	3.6%	4.7%	328	431
INVERSIONES SAMA	2.6%	3.3%	279	300
CITI ACCIVAL	7.2%	2.6%	192	257
Otros		0.4%		
TOTALES / INDUSTRIA	100.0%	100.0%	25,105	26,263

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados

3.2.4.6. Gastos administrativos: Se ha visto en el mercado la necesidad de disminuir sus gastos administrativos, incluyendo el rubro de personal, de hecho el mercado se contrajo en este rubro en un -7,4% en promedio en el año 2012 respecto al 2011, es evidente que ha habido una contracción del mercado, y que esto provoca una disminución en el gasto de personal

y administrativo. El cambio más drástico en esta materia lo dio Davivienda antes HSBC con un recorte del -43,3%, en este caso, porque se está retirando del negocio y disminuido a su mínima expresión las operaciones, sigue Improsa con -29,9%, seguido por BAC con -27,6% y Lafise -26,2%, como las principales disminuciones, el resto de puestos se ubican entre -18 y -0.4%. Si cabe destacar en contraste con el resto Scotia que ha retomado nuevos bríos y se muestra en el dinamismo que tiene en el último periodo que no disminuyo sus gastos administrativos más bien hubo un incremento del 38% y en el caso de Sama que más bien está variando el giro del negocio, no se descuenta que pueda estar valorando su salida del mercado. El Gráfico 20 muestra estos datos en detalle:

Cuadro 20 Gastos Administrativos			
Periodo 2012-2011 (En millones de colones)			
BANCOS	Gasto Administ. 2012	Gasto Administ. 2011	Var.
MERCADO DE VALORES	3,274	3,764	-13.0%
BN VALORES	3,211	3,581	-10.3%
POPULAR VALORES	2,575	2,584	-0.4%
INS VALORES	2,336	2,349	-0.6%
ALDESA P.B.	2,152	2,266	-5.0%
SCOTIA VALORES	1,798	1,301	38.2%
BCR VALORES	1,631	1,797	-9.2%
BAC VALORES	1,302	1,799	-27.6%
LAFISE VALORES	791	1,072	-26.2%
BCT VALORES	557	681	-18.2%
MUTUAL VALORES	522	479	9.1%
IMPROSA VALORES	225	321	-29.9%
CITI ACCIVAL	215	242	-11.5%
INVERSIONES SAMA	149	112	33.6%
ACOBO P.B.	86	91	-5.6%
DAVIVIENDA P.B.	77	135	-43.3%
TOTALES / INDUSTRIA	20,901	22,574	-7.4%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados

3.2.4.7. Por utilidades netas de los puestos de bolsa: una vez deducidos los gastos financieros, operativos, los gastos administrativos y los impuestos de los ingresos obtenidos se encuentra las utilidades netas. El mercado en promedio logró un 16,6% de incremento en el año 2012 con respecto al 2011, así las cosas en general se ven bien. Sin embargo, se encuentra datos extremos en el análisis y que sugieren grandes diferencias entre los puestos de bolsa, por lo que los datos relativos no son reflejo del mercado, será necesario irnos a los datos absolutos, los puestos con mayor generación de utilidades son INS, BCR, Popular, Scotia, BN y BAC solo estos seis puestos generaron el 86,5% de las utilidades del mercado, a saber \$6 000 millones, y Sama, Mutual, BCT, Mercado, Acobo y Lafise generaron la diferencia que suma el 13,5% del total. Para Improsa, Aldesa y Citi fue un mal año y de forma consecutiva para Improsa y Aldesa que arrojaron también pérdidas en el 2011, todo esto se presenta en el Cuadro 21.

Cuadro 21 Utilidades de los Puestos de Bolsa Periodo 2012 - 2011 (En millones de colones)				
BANCOS	Utilidad 2012	Utilidad 2011	RK	Var.
INS VALORES	1,802	1,451	1	24.2%
BCR VALORES	1,171	1,113	2	5.2%
POPULAR VALORES	939	1,187	3	-20.9%
SCOTIA VALORES	933	459	4	103.4%
BN VALORES	821	1,141	5	-28.0%
BAC VALORES	334	325	6	2.8%
INVERSIONES SAMA	227	131	7	73.7%
DAVIVIENDA P.B.	215	1	8	14219.7%
MUTUAL VALORES	202	308	9	-34.6%
BCT VALORES	194	42	10	363.7%
MERCADO DE VALORES	187	100	11	85.8%
ACOBO P.B.	42	49	12	-14.1%
LAFISE VALORES	15 -	248	13	-105.9%
IMPROSA VALORES	- 25 -	141	14	-82.2%
ALDESA P.B.	- 53 -	83	15	-36.0%
CITI ACCIVAL	- 66	113	16	-158.7%
TOTALES / INDUSTRIA	6,935	5,948		16.6%

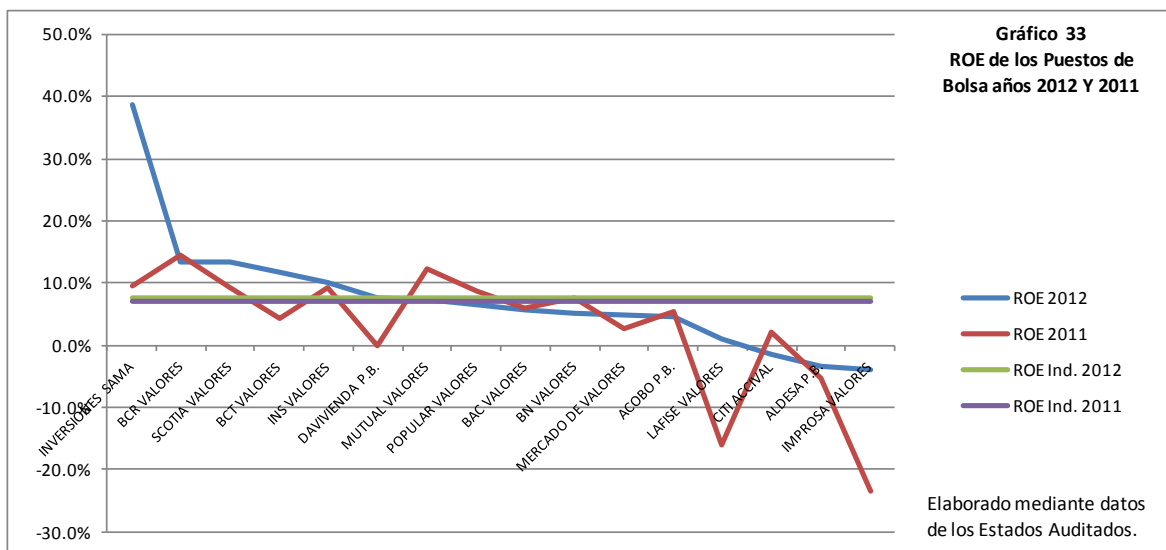
Elaborado mediante datos de los Estados Auditados

3.2.5.El ROE: mide el rendimiento sobre el patrimonio que al final es lo que el accionista quiere observar, cuál ha sido el resultado de su empresa respecto a su inversión, precisamente es lo que se está realizando en el Cuadro 22 y la Gráfica 33 de ROE, donde se observan el comportamiento individual respecto de la industria de Puesto de Bolsa, presentamos un gráfico con los datos de cada puesto pero se presentan valores extremos que impiden ver claramente el comportamiento. En el caso de Sama vemos que obtuvo un ROE de 38,9% pero esto se da por que redujo su patrimonio y si observamos el nivel de activos también se redujo, por lo que se insiste en que puede ser que esté pensando en variar su actividad, Davivienda también redujo su actividad y, a pesar de obtener un mejor rendimiento sobre su patrimonio en el periodo 2012, se observa volúmenes de operación muy bajos y una planilla de personal que señala la salida próxima de este mercado, vemos que se forma tres grupos: 1) Con cuatro puesto

por encima de la industria BCR, Scotia, BCT y el INS con ROE`S entre 13,5% - 10,2%, 2) Los que están a mitad de la tabla son Mutual, Popular, BAC, BN, Mercado y Acobo con ROEs entre 7,5% - 4,2% y 3) Finalmente los de la parte baja de la tabla que la componen Lafise, Citi, Aldesa e Improsa en un rango de ROEs de 1% - -4,0%.

Cuadro 22 ROE DE PUESTOS DE BOLSA AÑO 2012 - 2011		
BANCOS	ROE 2012	ROE 2011
INVERSIONES SAMA	38.6%	9.6%
BCR VALORES	13.5%	14.6%
SCOTIA VALORES	13.4%	9.2%
BCT VALORES	11.7%	4.4%
INS VALORES	10.2%	9.4%
DAVIVIENDA P.B.	7.5%	0.1%
MUTUAL VALORES	7.5%	12.4%
POPULAR VALORES	6.6%	8.7%
BAC VALORES	5.8%	6.0%
BN VALORES	5.2%	7.8%
MERCADO DE VALORES	4.9%	2.7%
ACOBO P.B.	4.7%	5.5%
LAFISE VALORES	1.0%	-16.1%
CITI ACCIVAL	-1.3%	2.2%
ALDESA P.B.	-3.4%	-5.2%
IMPROSA VALORES	-4.0%	-23.4%
TOTALES / INDUSTRIA	7.7%	7.2%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados



3.2.6. Dentro de las medidas de eficiencia³⁵ la razón que da muestra como los puestos han estado preocupados por ser más eficientes en el uso de los recursos, la industria maneja que por cada colón producido le cuesta a la organización 56 céntimos producirlo, esto para el 2012 y para el 2011 este dato fue 61 céntimos por colón producido. Volviendo a los puestos individualmente y excluyendo del Cuadro 23 a Davivienda y Sama, por las razones expuestas en el apartado anterior, se encuentra a los puestos con las mejores medidas de eficiencia por su orden INS, BCR, Mutual, Popular, Acobo. En la mitad casi con la industria encontramos a BN y Scotia, ligeramente por encima de la industria se muestran Citi, BCT y BAC, y el grupo que está fuera de la media de la industria Mercado, Improsa y Aldesa.

³⁵ La eficiencia se calcula dividiendo los gastos financieros entre la suma del resultado operativo y resultado financiero.

Cuadro 23 Eficiencia (medida como razón de Gastos Administrativos entre el Resultado Financiero y Operativo) para los períodos 2012 y 2011 (en millones de colones)									
BANCOS	Resultado Financiero 2012	Resultado Financiero 2011	Resultado Operativo 2012	Resultado Operativo 2011	Gasto Administ. 2012	Gasto Administ. 2011	Var.	Eficiencia 2012	Eficiencia 2011
DAVIVIENDA P.B.	155	142	353	218	77	135	-43.3%	15%	38%
INVERSIONES SAMA	182	42	392	273	149	112	33.6%	26%	36%
INS VALORES	2,596	2,106	4,193	3,845	2,336	2,349	-0.6%	34%	39%
BCR VALORES	1,001	1,229	2,930	3,030	1,631	1,797	-9.2%	41%	42%
MUTUAL VALORES	310	204	724	793	522	479	9.1%	51%	48%
POPULAR VALORES	1,515	1,705	3,543	3,941	2,575	2,584	-0.4%	51%	46%
ACOBOP.B.	36	119	132	140	86	91	-5.6%	51%	35%
BN VALORES	1,933	1,723	4,058	4,830	3,211	3,581	-10.3%	54%	55%
SCOTIA VALORES	329	197	3,023	1,894	1,798	1,301	38.2%	54%	62%
CITI ACCIVAL	223	245	133	398	215	242	-11.5%	60%	38%
BCT VALORES	27	8	817	738	557	681	-18.2%	66%	91%
BAC VALORES	305	344	1,629	1,799	1,302	1,799	-27.6%	67%	84%
MERCADO DE VALORES	182	95	3,508	3,864	3,274	3,764	-13.0%	89%	95%
LAFISE VALORES	59 -	29	811	823	791	1,072	-26.2%	91%	135%
IMPROSA VALORES	33	21	200	180	225	321	-29.9%	97%	160%
ALDESA P.B.	48 -	29	2,095	2,215	2,152	2,266	-5.0%	100%	104%
TOTALES / INDUSTRIA	8,936	8,119	28,541	28,981	20,901	22,574	-7.4%	56%	61%

Elaborado mediante datos de los Estados Auditados.

3.2.7. Cabe anotar que el mercado está en todos sus rubros de análisis concentrado en apenas 6 puestos de bolsa que manejan volumen de negociación, utilidades, apalancamientos, resultados financieros y operativos, utilidades y niveles de eficiencia, lo que hace que exista poca posibilidad de ingresar por lo menos como puesto de bolsa del sector privado. Dentro de las limitaciones que nos alcanzaron para medir la base de mercado por clientes es la imposibilidad que hay para obtener esta información por medio de los puestos de bolsa, por lo que medir por esta vía u obtener la base del tamaño de los clientes o las razones de paretto de cada puesto, es materialmente imposible.

4. Capítulo: Determinantes del Modelo

Un modelo es una representación de algo que queremos realizar, es un esquema teórico, de un sistema, mercado o de una realidad compleja, que se elabora para facilitar su comprensión y el estudio de su comportamiento. También puede definirse como un marco formal para representar los rasgos básicos de un sistema complejo por medio de unas cuantas relaciones fundamentales³⁶.

En nuestro caso, una vez que se ha realizado en los capítulos anteriores la contextualización del mercado bursátil, el marco teórico y el análisis de nuestro mercado de valores o bursátil pudo identificarse los principales factores, que deben componer el modelo para determinar la viabilidad de establecer un puesto de bolsa para que sea utilizado por el Banco Crédito Agrícola, de tal manera que pueda valorar la implementación del modelo que le facilite el análisis, la interpretación, la ejecución de dicho esquema y, finalmente colabore con la decisión de asumir el proyecto.

Para la mayor comprensión del modelo que estamos planteando, presentamos mediante el Gráfico 35 el esquema que considera las principales variables por tomar en cuenta.

³⁶ Samuelson, P. (1990). Economía. México: McGraw-Hill Interamericana, S.A.

Gráfico 34
Esquema Gráfico del Modelo Financiero



Elaboración propia.

4.1. El modelo contará con los siguientes factores fundamentales:

4.1.1. Las consideraciones de Capital Requerido, tomando factores como el monto mínimo de capital requerido por las entidades supervisoras, cantidad de acciones a adquirir de la BNV de acuerdo con los estatutos, los métodos de riesgo empleados para medir la actividad que realizan este tipo de empresas reglamentariamente, y así obtener el capital base que aporta el modelo.

4.1.2. Mercado, productos y volumen que evidencia mayor crecimiento y aporte al flujo de efectivo y a los resultados de los puestos de bolsa.

4.1.3. Presupuestación y definición de los requerimientos, básicamente la regulación establece una serie de requisitos mínimos, en el momento de establecer un puesto de bolsa, para así dar la autorización de operación.

4.1.4. La Estructura Financiera que de acuerdo con los análisis previos debe manejar el puesto de bolsa de Bancrédito para alcanzar los resultados esperados del modelo.

4.1.5. Determinantes de valoración del modelo, esas determinantes tienen que ver expresamente con la evaluación cuantitativa y cualitativa de los factores que intervienen llámese: composición de los activos, decisiones sobre los niveles de apalancamiento, distribución de utilidades o capitalización de ellas, entre otros.

4.2. Consideraciones de Capital Requerido es necesario tomar en cuenta: el artículo 53 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores 7 732 establece: ***“Los puestos de bolsa serán personas jurídicas, autorizadas por las bolsas de valores correspondientes y de conformidad con los requisitos establecidos en esta ley, para formar parte de ellas y, además, para realizar las actividades autorizadas en esta ley...Las operaciones que se efectúen en las bolsas de valores deberán ser propuestas, perfeccionadas y ejecutadas por un puesto de bolsa.”*** el resaltado es nuestro.

4.2.1. El capital mínimo³⁷: De acuerdo con el mismo cuerpo normativo en el artículo 54 se indica que un puesto de bolsa debe disponer en todo momento de un capital mínimo, suscrito y pagado 50 millones de colones y que se ajustará, por la Superintendencia General de Valores (Sugeval), de acuerdo, con el índice general de precios. De acuerdo con el acuerdo de Sugeval SGV-A-186 artículo 1 inciso b) a partir del 30 de junio del 2013 el capital social mínimo suscrito y pagado, requerido para los puestos de bolsa debe ser ₡178 millones de colones. Y posteriormente según el volumen de actividad y los riesgos asumidos, se ajustará vía los reglamentos establecidos por la Sugeval.

4.2.2. Adquirir acciones de la Bolsa Nacional de Valores de acuerdo con el artículo 3 del Reglamento sobre Puestos de Bolsa³⁸, este monto de acuerdo con los estatutos de la BNV corresponde a 3,5% como mínimo o la cantidad de acciones (Q. acciones) es 11.7 millones y como máximo un 20% de las acciones en

³⁷ Contenidos en la Ley Reguladora del Mercado de Valores 7 732 y en los Reglamentos de la Bolsa Nacional de Valores.

³⁸ Tomado de la página web de la Bolsa Nacional de Valores www.bolsacr.com

circulación. De acuerdo con los datos obtenidos de los estados financieros auditados del período 2012 alcanza la suma de ₡167,6 millones.

Cuadro 24
Valoración de Acciones BNV

No. Acciones	Porc. Req.	Q. Acciones
334,902,200	3.50%	11,721,577

Requerimiento de Puesto de Bolsa		
Patrimonio 2012 en miles colones	Valor Libros	Costo Acciones
₡4,789,843	₡14.30	₡167,644,505

Elaboración propia.

4.2.3. Garantía de Cumplimiento: Los puestos deben aportar una garantía de cumplimiento que será determinada por la Superintendencia de acuerdo con el volumen de actividad, entre otros, y el riesgo asumido por el puesto de bolsa, dicha garantía deberá ser aportada al Fondo de Garantías de la Bolsa Nacional denominado Fogabona, de acuerdo con el artículo 54 inciso d) de la Ley. Por lo tanto no puede estimarse la cuantía hasta de esta garantía, por lo que solo se indica la referencia que deberá considerarse.

4.2.4. Adquisición de acciones: Como se mencionó anteriormente el capital mínimo requerido actualizado es de ₡178 millones. Sin embargo se establece por la reglamentación que los puestos deben contar con el capital base necesario para cubrir los riesgos en que incurren al efectuar sus operaciones, para el fin de garantizar la estabilidad del sistema y mantener la confianza de los inversionistas en el mercado de valores. Para efectos de cumplir con lo anterior, las entidades deben disponer diariamente de capital para cubrir, al menos, el riesgo crediticio, de mercado y operativo. Reglamentariamente, la Superintendencia emitió el “Reglamento de Gestión de Riesgos”, el cual establece que los puestos de bolsa deberán sujetarse a sus lineamientos para poder operar.

4.3. Riesgos³⁹: Cada puesto de bolsa debe realizar ajustes en el capital para cubrir riesgos y limitar las actividades que puedan crear riesgos sistémicos en el mercado. Los puestos deben contar con políticas y procedimientos que les permita identificar, medir, controlar y divulgar los riesgos a los que se exponen para generar una cultura de administración de riesgos y prácticas efectivas, de forma que en todos los niveles de la organización, la toma de decisiones se fundamente técnicamente, y se incluyan análisis de riesgos y beneficios esperados. De acuerdo con lo indicado debe considerarse al menos: el riesgo crediticio, el riesgo de mercado y el riesgo operativo u operacional.

4.3.1. Riesgos Crediticio: El riesgo de crédito es la pérdida potencial que se puede producir por la falta de pago del emisor de un título, o bien, porque la calificación crediticia del título o en su defecto del emisor, se ha deteriorado. La gestión de este riesgo requiere que se considere como mínimo: 1) Reconocer los factores de riesgo. Un factor de riesgo es una variable cuyos movimientos pueden generar cambios en el patrimonio de la entidad. 2) En el caso de instrumentos que no cuenten con calificación crediticia, contar con un análisis del emisor que incluya aspectos cuantitativos o cualitativos. 3) Contar con mecanismos para monitorear los factores de riesgo identificados. 4) Definir medidas para mitigar la exposición a este riesgo. El requerimiento de capital por riesgo se mide de acuerdo con lo establecido por el Reglamento de Gestión de Riesgo, y que se explica en breve en el Apéndice 1 de este trabajo.

4.3.2. Riesgo de mercado: es la pérdida potencial que puede darse por cambios en los factores de riesgo que inciden sobre el valor de las posiciones, por ejemplo tasas de interés, tipos de cambio, índices de precios, etc.,. Para este riesgo, es necesario que se realice como mínimo: 1) Establecer los componentes de riesgo. 2) Realizar análisis de mercado que monitoree los factores de riesgo definidos. 3) Analizar las posiciones con riesgos de mercado, utilizando modelos que permitan

³⁹Superintendencia General de Valores (2009). Reglamento de Gestión de Riesgos, Aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 10 del acta de la Sesión 772-2009.

calcular la pérdida potencial en dichas posiciones asociadas a movimientos de precios, tasas de interés o tipos de cambio. 4) Monitorear las brechas en las tasas de interés y moneda extranjera de las posiciones activas y pasivas. 5) Determinar políticas o procedimientos para mitigar este riesgo.

Sin embargo se ha observado en los diferentes informes auditados de los puestos que los puestos emplean el método VaR (valor en riesgo) delta normal. El VaR ha demostrado ser una herramienta muy útil para cuantificar el riesgo de mercado.⁴⁰ La administración del riesgo es el proceso mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo. Para ello, se ha desarrollado la ingeniería financiera cuyo objetivo es proporcionar alternativas creativas para protegerse contra los riesgos financieros. El Valor en Riesgo (VaR) es la estimación de la pérdida máxima que puede tener la posición de una cartera, con un determinado nivel de confianza en un horizonte de tiempo dado. Al utilizar un nivel de confianza se supone que las pérdidas de la cartera pueden modelarse, utilizando la estadística. Para ello, se parte de la posición de la cartera o los precios de mercado de los activos. Bajo el supuesto de que los precios siguen un comportamiento aleatorio, la valoración de mercado de la cartera también es aleatoria. Bajo esta hipótesis es posible estimar el precio de la cartera que determina una pérdida máxima a un nivel de confianza dado.

4.3.3. Riesgo operativo: es la pérdida potencial que se puede producir por fallas o deficiencias en los procesos, el personal, los sistemas de información, controles internos o por eventos externos. Para ello es necesario: 1) Establecer los elementos de riesgo. 2) Realizar una base de datos con los eventos de riesgo. 3) Evaluar la integridad, seguridad y disponibilidad de las tecnologías de la información. 4) Definir políticas o procedimientos para mitigar este riesgo.

4.3.4. Garantía de Cumplimiento: parte fundamental para la constitución y autorización de funcionamiento de un puesto de bolsa lo forma la garantía de cumplimiento

⁴⁰ Jorion, P. (Ed. 3). (2006). The New Benchmark for Managing Financial Risk. McGraw-Hill.

que deberá ser determinada por la Superintendencia General de Valores en función del volumen de actividad y los riesgos asumidos, para responder, exclusivamente, por las operaciones de intermediación bursátil y demás servicios prestados a sus clientes y cuando participe como miembro liquidador, por lo que deberá participar en el Fondo de Garantías de la Bolsa Nacional de Valores (Fogabona). Esto es requisito de autorización y de funcionamiento para los puestos de bolsa, según el artículo 54 inciso d) de la Ley.

4.4. Mercado, Productos y Volumen: Aunque este determinante del modelo se refiere más a aspectos del negocios es necesaria porque determinará el potencial del puesto y las expectativas de negocios que pretende alcanzar, para conseguir sus objetivos y por supuesto medir el nivel de equilibrio que ocupa el modelo para que se alcancen los resultados deseados.

4.4.1. Determinar los mercados local e internacional donde operará el puesto de bolsa es requerido para establecer los sistemas de información con que se debe contar y en que plazas será donde buscará realizar negocios, la plataforma en que podrá brindar información confiable para sus clientes, el nivel de especialización que necesitará para cumplir con la normativa vigente.

4.4.2. Mercado Local: Los productos que nuestro mercado local puede ofrecer son muy limitados pues por la negociación bursátil que se vio en el capítulo anterior se encuentra una alta concentración por emisor y por producto, a saber:

4.4.2.1. Emisor: El sector público domina ampliamente la captación en mercado primario y la negociación en mercado secundario, los boletines de la Bolsa, así lo demuestran donde el sector público concentra más del 90% de las negociaciones.

4.4.2.2. Instrumento: nuestro mercado se caracteriza por ser un mercado de deuda:

4.4.2.2.1. El mercado de acciones no llega ni siquiera al 0,10% de lo negociado y las participaciones de fondos inmobiliarios apenas si llegan al 0,30% del volumen.

4.4.2.2.2. El producto bursátil estrella son las recompras o reportos tripartitos que según lo observado en el capítulo anterior negocian entre un 45 y un 35% del mercado total. El saldo de las posiciones de compra a plazo ajustado por riesgo que mantengan los puestos de bolsa en operaciones de reporto y a plazo, ya sea por cuenta propia o de terceros, no puede ser mayor a 25 veces el capital base de la entidad, según la normativa vigente. El capital base se define según el siguiente cuadro y explica brevemente en qué consiste:

CUADRO 25
CAPITAL BASE

CAPITAL PRIMARIO	+ CAPITAL SECUNDARIO	- DEDUCCIONES
Capital ordinario + capital preferente (con dividendo no acumulativo) + capital donado + capital pagado adicional + Reserva Legal - Valor en libros acciones con gravámenes - acciones en tesorería CAPITAL pagado ordinario y CAPITAL preferente (con acumulativo) - participaciones en el CAPITAL de otras empresas del grupo financiero	Capital pagado preferente (con dividendo acumulativo) + Ajuste de patrimonio por revaloración inmuebles hasta 75% de revaluación + Aporte + donaciones incrementos de CAPITAL + capitalización de utilidades pendientes de autorización SUGEVAL + Donaciones + otras contribuciones no capitalizables + Aumento al patrimonio por valoración a precios de mercado de las inversiones propias + Utilidad acumulada de periodos anteriores + Utilidad del periodo actual - Acciones en tesorería de capital pagado preferente con dividendo acumulativo - Disminución al patrimonio por valoración de mercado de las inversiones propias Pérdida acumulada de periodos anteriores - pérdida del período actual	- 100% préstamos por cobrar - cuentas y productos por cobrar - comisiones por cobrar e intereses por cobrar (en el último lugar cuando exista cobro dudoso o mora por parte del emisor o custodio) - 100% de activos restringidos (excluye los títulos dados en garantía de reporto tripartito, reporto, mercado de liquidez y los activos financieros dados en garantía de líneas de crédito de giro automático destinadas a cubrir requerimientos de liquidez de las entidades) - 100% de inversiones en instrumentos financieros de emisores en cesación de pagos, morosos o en litigio - 100% activos diferidos y gastos pagados por anticipado - 100% activos intangibles - 100% inversiones en propiedades - 50% de inmuebles, mobiliario y equipo, únicamente cuando estos formen parte de las oficinas de la entidad.

Elaborado mediante datos de Sugeval

Como se ve el contar con mayor volumen de recompras o reportos tripartitos dependerá de la capacidad del capital base y facilitará los cambios en la estructura de capital que pueda requerirse, dependiendo del momento o la oportunidad del mercado, lo cual hace que pueda realizarse mayor volumen de mercado y generar mayor nivel de ingresos, para beneficio del resultado que busca alcanzarse.

4.4.2.3. Le sigue el mercado de liquidez con un 32%, consiste en operaciones similares a las recompras o reportos, pero que en lugar de hacerse a plazo se realizan a un día, con lo cual las comisiones que pueden generar son relativamente bajas.

4.4.2.4. La compra y venta de deuda en secundario representa un 19% del volumen y su contribución depende de la rotación que se pueda generar en las carteras de terceros, principalmente. Sin embargo, es importante contar con una cartera de clientes suficiente que facilite la rotación y la generación de ingresos producto de esta gestión.

4.4.2.5. Y, finalmente, el mercado primario, depende de la capacidad del puesto para asegurar la adquisición o colocación, de una emisión o varias de ellas y de diferentes emisores, mediante la compra por medio de contratos de suscripción⁴¹ en cualquiera de las modalidades autorizadas:

CUADRO 26
TIPOS DE SUSCRIPCIÓN

CLASE	DESCRIPCIÓN
Contrato de Suscripción en Garantía	El contrato de suscripción en garantía es el suscrito entre un emisor y el suscriptor por el cual el segundo se obliga a comprar por cuenta propia, al precio convenido entre las partes, los valores que no hubieran sido adquiridos por los inversionistas al término del período de suscripción u oferta establecido.
El contrato de suscripción en firme	Es el suscrito entre un emisor y el suscriptor por el cual el segundo se obliga a comprar por cuenta propia la totalidad o parte de una emisión al precio y en el plazo convenido entre las partes.

Elaboración propia de conformidad con datos de BNV

⁴¹ Según el “Reglamento de Oferta Pública de Valores”: El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, mediante Artículo 11 del Acta de la Sesión 571-2006, celebrada el 20 de abril del 2006. Publicado en el Diario Oficial La Gaceta Oficial 88, del 9 de mayo del 2006 – Última actualización 25 enero del 2013.

En donde el puesto puede hacer las transacciones, así como el potencial de los clientes que puedan adquirir este tipo de operaciones. Por ello, habrá que hacer una mezcla para la contribución de las proyecciones de ingresos. No debe dejarse de lado que esto dependerá de las estrategias de ventas que plantee el Puesto de bolsa, que no son objeto de estudio en este trabajo.

4.4.3. Mercado internacional: El mercado internacional abre muchas puertas a los negocios, por la amplia gama de instrumentos y negocios que existe en él, sin embargo para ello se requiere que el puesto tenga un nivel de conocimiento en el manejo de la información de los instrumentos, de los mercados y de los riesgos que se asocian. Por lo tanto las decisiones de ingreso no solo dependen de esto sino de las autorizaciones que la BNV y la Sugeval otorguen para acceder a esos mercados. Productos como acciones, bonos internacionales con características muy variadas a las que localmente se ofertan, fondos de inversión amparados a índices bursátiles, instrumentos, tasas, etc., derivados financieros y otros.

4.4.4. Otros servicios: El negocio bursátil requiere que los puestos renueven las carteras propias y de clientes, varias veces al año, porque, de lo contrario, ocurrirá que los ingresos producidos por la negociación bursátil serán escasos y desincentivará a los puestos para continuar con el negocio, precisamente, es lo que está ocurriendo en nuestro mercado actualmente. Por esta razón, es que los puestos de bolsa más que nunca deben presentar nuevas opciones para generar ingresos, una de ellas podría ser aumentar la promoción de la “administración de carteras” agregando elementos que hagan más atractivo el negocio y produzcan mayor estabilidad a los estados de resultados, específicamente en el rubro de ingresos por comisiones.

4.5. Presupuesto requerido: En este apartado busca determinarse aquellos elementos que básicamente necesita el puesto para que sea autorizado a operar, dentro de estos el

reglamento de la bolsa y la normativa vigente,⁴² además se extiende a otros requisitos de operación que se desglosan:

4.5.1. Tecnología de información: Tanto la Bolsa como la Superintendencia, establecen que los puestos de bolsa deben de contar con tecnología de punta que facilite la información hacia y para los clientes, pues al ser el mercado bursátil un sistema tan dinámico es necesario contar con sistemas informáticos veloces y adaptados apropiadamente para este mercado, además la necesidad de evaluación de riesgos para el puesto y sus clientes hace un principio de operación este requerimiento, este tipo de programas tienen un alto valor e impacto en la estructura de la inversión inicial y posteriormente. Además, para la operación del puesto tanto en el mercado local como en otros mercados, tiene que contar con los sistemas de bolsa y sistemas ventana que faciliten la información de negocios con los mercados internacionales, si es que este negocio va a darse. Los proveedores de precios son parte de los requisitos que el puesto debe manejar, porque diariamente debe alimentar sus sistemas para valorar las posiciones propias y de las carteras de sus clientes.

4.5.2. La inversión en planta y equipo otro elemento que no puede dejar de lado, además de contar con instalaciones apropiadas para la atención de clientes, debo considerar la infraestructura para de forma funcional para sus colaboradores, en las diferentes aéreas puedan ejecutar efectiva y, eficientemente, sus funciones. El equipo al igual que la tecnología informática debe ser de alto nivel; de lo contrario, quedaría en desventaja competitiva.

4.5.3. Personal ejecutivo: debe contar según la regulación⁴³ de bolsa con el personal ejecutivo necesario que contraste con el nivel de actividad esperado, por lo que la

⁴² Compendio de Normativa de la Bolsa Nacional de Valores, web side www.bolsacr.com, y Acuerdo de Sugeval SGV-A-163 *“Requerimientos mínimos de tecnología de la información (ti) para las sociedades administradoras de fondos de inversión y puestos de bolsa.”*

⁴³ Artículo 3 inciso f), “Compendio de Normativa de la Bolsa Nacional de Valores”, página web www.bolsacr.com

cantidad de funcionarios en este nivel tendrá un impacto relevante en la inversión inicial, los flujos de efectivo y los resultados de la propuesta. Estos ejecutivos serán el Gerente General, el Oficial de Cumplimiento, Auditor Interno, Gestor de Riesgos, Gerente Operativo, Gerente Financiero Administrativo, entre otros, que de acuerdo con el volumen de actividad esperado y las necesidades del puesto de bolsa vaya adquiriendo. Es claro que el grado de complejidad y riesgos a que las diferentes áreas de un puesto de bolsa debe atender, hacen necesario una estructura ejecutiva. Además, el costo del mantenimiento y cumplimiento de la normativa de fiscalización a que están obligadas estas organizaciones, el cumplimiento de las Reglas del Negocio, representan un costo elevado para el control debido de la información que se debe suministrar.

4.5.4. Agentes corredores: La ley establece claramente que todo puesto de bolsa debe contar con, al menos, un agente que ejerza las actividades bursátiles por cuenta y nombre del puesto de bolsa. La inscripción del agente de bolsa deberá hacerse apenas se logre la autorización de operación del puesto. Es claro y evidente de que no podrá ser solamente uno si pretende alcanzarse un nivel de actividad que permita al puesto lograr los niveles de equilibrio que se ha planteado.

4.5.5. Contribución con el presupuesto de la Superintendencia General de Valores: De conformidad con lo que establecen los artículos 174 y 175 de la Ley 7 732, Ley Reguladora del Mercado de Valores, los sujetos fiscalizados estarán obligados a contribuir con el 20% del presupuesto de la Superintendencia, a cuya supervisión se encuentren sujetos, hasta un máximo del dos por ciento (2%) de sus ingresos brutos anuales. Se entenderá que el presupuesto de cada Superintendencia incluye el gasto del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif), en la proporción que le corresponde. Se calculará de la siguiente forma: 1) El ingreso bruto anual tomado de los Estados auditados al 31 de diciembre de cada año, se le calculará el 2%, esto se ponderará con otros sujetos fiscalizados (emisores) para obtener la proporción correspondiente del sujeto fiscalizado que corresponde. 2) Posteriormente, la Sugeval determinará en base

al presupuesto aprobado por parte de la Contraloría General de la República, para el periodo a iniciar, y sumará la proporción que le corresponde del Conassif, a ese resultado se le aplicará el 20%, que se llamará el ***“monto del gasto a distribuir”***, por parte de la Sugeval. 3) Se multiplicará el resultado obtenido en el punto 1) por el resultado obtenido en 2) si el resultado obtenido es mayor al 2%, corresponderá al sujeto el 2% como contribución máxima. 4) El resultado que se obtuvo anteriormente, se dividirá entre 12 para calcular el monto del cobro mensual, durante los meses de enero a noviembre de cada año. 5) La Sugeval comunicará durante los primeros 15 días hábiles de cada año el monto del cobro mensual. 6) Para el cobro final del año con base en el cálculo realizado en 1) para el año en cuestión, se revisa el gasto efectivo anual de la Sugeval. Se compara este monto con el efectivamente pagado y la diferencia que resulte se le deberá acreditar a la Sugeval durante los 10 días posteriores a que fue notificado el sujeto fiscalizado. En caso de sujetos nuevos se realizará un recalcuло proyectando el promedio obtenido de los primeros tres meses de operación completos, posteriores a la inscripción, y haciendo la misma mecánica para efectuar los cobros parciales. Si el puesto de bolsa dio inicio en octubre el ente regulador realizará el cobro al final.

4.6. Estructura Financiera: la estructura de un puesto de bolsa dependerá de si el puesto cuenta con suficiente capital propio para llevar a cabo las operaciones que requiere para la consecución de su objetivo primordial, que es la generación de resultados, y cuanto contribuirá al grupo financiero a que pertenece. según lo haya establecido la Junta Directiva a la alta Gerencia.

4.6.1. Activos: Los puestos de bolsa por las disposiciones de ley no pueden realizar otro tipo de actividades que no sean las que están establecidas en el artículo 56, adicionalmente las regulaciones establecidas en materia de riesgos, obligan a los puestos a concentrar, principalmente sus inversiones en instrumentos locales y del sector público, lo que provoca menor diversificación, pero, también, menor exposición al riesgo. Es de notar que el 88% de los activos totales del mercado

está en manos de los primeros 6 puestos de bolsa. En el capítulo III se observa que los puestos de bolsa que pertenecen al sector público o los que se encuentran en los primeros lugares por generación de ingresos, utilidades, volumen de operación, principalmente, cuentan con un alto nivel de activos y, por consiguiente, les permite la participación de manera fuerte en la adquisición de instrumentos, principalmente, locales, que les aporte de forma significativa al ingreso financiero. Se observó que gran parte de los ingresos (más del 50%) provenían de esta fuente. La obligación de adquirir acciones de la BNV hace que una parte adicional del activo sea menos productivo. Se estima que el Puesto debe valorar el contar con fuerte nivel de activo para competir en este rubro con el resto del mercado, como determinante del modelo.

4.6.2. Pasivos: De nuevo cuando se analiza el mercado bursátil en el capítulo anterior, se encuentra en el grupo de los puestos de mayor participación de mercado niveles de apalancamiento muy altos se observa que los puestos con mayor volumen de apalancamiento, son los que generan el mayor nivel de ingresos por operación, los puestos no puede apalancarse más allá de cuatro veces su patrimonio. Sin embargo, y tomando en consideración esto y se encuentra que los puestos con mayor volumen de patrimonio son los que mantienen el mayor nivel de apalancamiento respecto del resto del mercado, claro está que esto aumenta el riesgo del negocio, pero, sin duda, también, aumenta el ingreso producto de las operaciones propias generando mayores ingresos financieros como se observó en el capítulo que antecede.

4.6.3. Patrimonio: El tamaño del patrimonio le permite al puesto tener capacidad para:

4.6.3.1. Aumentar el nivel de apalancamiento en posiciones propias, incrementando el volumen de operaciones, el nivel de activos adquiridos para negociación en inversiones financieras, incremento en el ingreso

financiero producido por los spreads⁴⁴ obtenidos y en las utilidades esperadas. Presume mayores riesgos por el incremento en la exposición propia como se vio en los apartados precedentes sobre los riesgos.

4.6.3.2. Permite mayor capacidad de operaciones por cuenta de terceros en las operaciones de reporto o recompras, hasta 25 veces el capital base de acuerdo con la normativa, lo que mejora el volumen de negociación, ingreso producto de las operaciones, en general, mayor capacidad de negocios y posibilidad de alcanzar mejores resultados de acuerdo con los objetivos planteados.

4.7. Determinantes de variables de valoración del Modelo:

4.7.1. Capital requerido inicial y proyectado:

Se contabilizan todos los elementos que van a afectar el capital necesario para que el puesto de bolsa pueda operar desde tomar los recursos requeridos por la reglamentación como son: 1) el capital mínimo para la autorización, 2) el monto que debe comprar en acciones de la Bolsa, 3) proyectar el nivel de actividad del puesto para realizar los ajustes al capital base, 4) la garantía de cumplimiento exigida para el fondo Fogabona, 5) los requerimientos mínimos de tecnología, infraestructura, mobiliario, personal y otros. Se considera que hemos logrado obtener la información necesaria y suficiente para valorar los requerimientos de inversión inicial que ocuparía el modelo para medir la viabilidad del proyecto.

4.7.2. Determinantes de los flujos de efectivo para los próximos 5 años:

Tomando en consideración las proyecciones de ingresos de operación, ingresos financieros estimados, volumen operativo, gastos financieros, gastos operativos, gastos administrativos generales, depreciaciones, estimaciones de efectos

⁴⁴ Spreads: es la diferencia entre el rendimiento producido por los instrumentos que sirven de subyacente en las operaciones de reporto y el costo de financiarse a través del mercado.

cambiarlos, estimación de valoraciones de carteras propias, creemos que se han considerado todos los elementos necesarios para valorar, efectivamente, los flujos y aportar los datos necesarios dentro del modelo.

4.7.3. Valor presente neto de los flujos:

El valor neto de efectivo confronta la inversión inicial del proyecto con los flujos de efectivo que produjo, al descontarlos a la tasa de descuento que la entidad considere que estará dispuesta a recibir por asumir el proyecto. Si el resultado de esta operación no es positivo se presume que criterio es no realizar dicho proyecto. Este modelo lo que pretende es establecer las condiciones para que pueda ser valorado adecuadamente y que no omitan los requerimientos aun cuando el costo de la inversión inicial como se ha visto puede alcanzar una suma relevante para el grupo financiero, pues además de esto, deberán valorarse otros aspectos que se retoma a modo de recomendación en el próximo capítulo.

4.7.4. Tasa interna de retorno del proyecto:

Es la tasa de descuento a la cual el VAN o valor presente neto se convierte en cero, pero a la hora de evaluar si el proyecto se realiza o no, se puede comparar con la opción de qué hacer con ese capital invertido en bonos o realizar el proyecto; es, efectivamente, hacer la comparación entre la tasa que el mercado, en este momento, es capaz de ofrecer versus la tasa que el proyecto convierte a la inversión inicial en cero, o sea, el VAN. En este momento, y con los datos que se vayan a obtener la determinación del costo de oportunidad en el uso de los recursos es fundamental, queda para la administración del Banco analizar más allá de los resultados financieros si conviene o no constituir el puesto de bolsa, sea por mejorar la mezcla de los productos financieros y bursátiles, aumentar los potenciales negocios conjuntos, incrementar el valor agregado, en fin, realizar un análisis no solo cualitativo, sino cuantitativo y sopesar los riesgos que enfrentará en el momento de tomar la decisión.

En el cuadro 27 se representa el “Modelo para Determinar la Viabilidad Financiera del Puesto de Bolsa de Bancrédito”

CUADRO 27
MODELO DE VIABILIDAD FINANCIERA

FACTORES	SUBFACTORES REQUERIDOS	APLICACIÓN
Concideraciones de Capital Requerido	Capital Mínimo requerido Adquisición de Acciones BNV Riesgos Crédito Riesgos de Mercado Riesgo Operativo Garantía de Cumplimiento estimada	INVERSIÓN - CAPITAL
Mercado, Productos & Volumen	Mercado Local - Productos Recompras Mercado Liquidez Deuda Secundario Mercado Primario Mercado Internacional: bonos, acciones, etf's Otros servicios (administración de carteras)	INGRESOS OPERATIVOS
Presupuesto de Requerimientos	Tecnología de información mínima -sistemas bolsa - proveedor precios - sistemas internacionales Inversión en Planta fija - mobiliario y equipo Personal Ejecutivo mínimo requerido Agentes corredores Contribución con el presupuesto SGV y otros regulatorios	DETERMINANTES FLUJO CAJA
Estructura Financiera	ESTRUCTURA ACTIVO Inversiones en activos financieros - ESTRUCTURA PASIVO Apalancamiento máximo permitido 4 veces sobre patrimonio PATRIMONIO	DETERMINANTES DEL INGRESO Y GASTO FINANCIEROS
Determinantes de variables de valoración del Modelo	Capital requerido inicial y proyectado Determinar Flujos de Efectivo de 5 años VAN - CRITERIOS DE ACEPTACION PROYECTO TIR - CRITERIO DE ACEPTACIÓN PROYECTO	MODELO PARA DETERMINAR LA VIABILIDAD DEL PUESTO DE BOLSA

Descripción de Siglas:

LRMV : Ley Reguladora del Mercado de Valores

Sugeval - SGV : Superintendencia General de Valores

BNV: Bolsa Nacional de Valores

RPB: Reglamento de Puesto de Bolsa

VAN: Valor presente neto de los flujos descontados a la tasa de mercado

TIR: Tasa interna de retorno donde el VAN se convierte en cero

5. Capítulo: Conclusiones y recomendaciones.

5.1. Conclusiones:

5.1.1. Nuestro sistema financiero ha evolucionado sufriendo sus mayores transformaciones en las últimas tres décadas, desde la nacionalización bancaria, en los años 40 del siglo pasado, no se habían dado tantos cambios, esta evolución ha impactado los mercados financieros nacionales haciendo crecer la actividad financiera costarricense. El mercado bursátil desde su constitución a mediados de los años 1970, aceleró ese desarrollo y a partir de ese momento nuestro sistema evolucionó y obligó a la sociedad a crear nuevas y mejores instituciones promoviendo la creación de leyes, instituciones nuevas, generando empleo, promoviendo la especialización de la actividad bancaria, bursátil y otras organizaciones del sistema financiero como las operadoras de fondos pensiones, la regulación de las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito, y de muchas actividades que en un pasado se mantenía aisladas y sin control.

5.1.2. Las crisis que hemos sufrido a lo largo de la actividad financiera y bursátil procuraron fortalecer el sistema y propiciaron que cada vez más se robusteciera la regulación logramos alcanzar un sistema con mayores mecanismos que prevengan las crisis y controlen los riesgos inherentes a la actividad, facultando a los órganos reguladores a intervenir para prevenir, de manera más eficaz en los desequilibrios.

5.1.3. Se ha facilitado la liquidez del mercado, para los años 1970 y anteriores, era imposible de pensar y lograr, actualmente, es posible obtener liquidez de cualquier instrumento financiero en muy corto plazo.

5.1.4. Los grupos financieros y, principalmente, los llamados públicos han incrementado sus negocios haciendo una mezcla de productos o servicios que contribuye a mantenerlos entre los primeros lugares y ha fortalecido sus

estructuras de cara al mercado. Esto les ha permitido responder a los cambios y sortear las crisis y, quizás, salir gananciosos a pesar de ellas y con mayor rapidez.

5.1.5. El Banco Crédito Agrícola se ha concentrado básicamente en su propia actividad bancaria no permitiéndose explorar otros servicios que permitan hacer una mezcla más rica en servicios para los clientes, provocando con ello que otros participantes se adelanten y ocupen posiciones más privilegiadas.

5.1.6. Nuestro sistema regulatorio por medio de las diferentes instancias BNV, Sugeval y Conassif es sumamente costoso: los procesos de registro, costos regulatorios y los costos financieros para acceder o ser parte del sistema se han convertido para muchos, que podrían tener interés en participar, en inalcanzables.

5.1.7. El mercado bursátil actualmente se encuentra en proceso de reordenamiento se ha visto como muchos participantes se han retirado y aún se espera que varios de ellos se retiren de la actividad por razón de los altos costos de mantener la regulación y los cada vez más bajos márgenes de ingreso producidos por las comisiones de intermediación bursátil.

5.1.8. La actividad bursátil tuvo su mayor auge entre los años 2000 a 2004 posteriormente se ha visto sumergida en tres crisis en apenas una década: crisis de los fondos (2004), crisis inmobiliaria internacional o de los “subprime” (2008), y la crisis europea (2010).

5.1.9. A pesar de las crisis el sistema ha logrado salir en cada ocasión que se han presentado, con mayor rapidez y con mucha mayor experiencia.

5.1.10. El gobierno ha visto el desarrollo del mercado bursátil de interés nacional, por lo que se pueden prever cambios y su fortalecimiento, trayendo nuevas oportunidades de negocios.

- 5.1.11. Es necesario hacer cambios en las leyes que faciliten el acceso de otros participantes al mercado y minimicen los costos de acceso, sin que se pierda control sobre los riesgos de la actividad bursátil, para que sea eficiente y más barata, sobre todo porque los márgenes de comisión se han vuelto muy bajos.
- 5.1.12. Se cuenta con un mercado especializado en deuda, no así en un mercado de capitales lo que hace que la variedad de productos sea muy escasa en el ámbito nacional y deba recurrirse a los mercados externos. Sin embargo la regulación no permite que todos los clientes puedan tener acceso a esos mercados, y se orienta más a clientes con alto nivel de complejidad.
- 5.1.13. La cantidad de puestos o intermediarios bursátiles se ha disminuido y se prevé que para los próximos años sea mucho menor a la actual, lo cual puede abrir más espacios para un nuevo participante, principalmente, si este es del sector público.
- 5.1.14. El mercado está concentrado en pocos puestos de bolsa que no solo manejan el volumen, sino que han logrado dentro de su propio grupo economías de escala y precios de transferencia muy favorables para competir y hacer rentables estas organizaciones; además, promueven el concepto de venta cruzada.
- 5.1.15. Los puestos más pequeños han sufrido pérdidas que tuvieron que cubrir con sus propios patrimonios, lo que ha reducido su capacidad de negocios, especialmente, por la regulación en materia de riesgo que los obliga a mantener niveles de capital en función de los riesgos de la actividad.
- 5.1.16. Lo anterior contrasta con los puestos de mayor tamaño que más bien incrementaron sus pasivos para tener mayor posibilidad de generar vía ingreso financiero y ver sus resultados crecer y su actividad de negocios. Destaca que los ingresos financieros de los puestos de mayor tamaño fueron superiores a los ingresos por operación.

- 5.1.17. El alto requerimiento de capital para acceder a la actividad de bolsa como intermediario definitivamente lo hace restrictivo, no es cualquier participante el que puede tener acceso los altos costos regulatorios y de control de riesgos hacen difícil poder ingresar, pues el capital mínimo de acceso y el costo de los recursos hace que la medida deba ser fuertemente analizada y evaluada respecto de otras opciones de inversión.
- 5.1.18. El mercado local es poco profundo y solo da cabida a un mercado de deuda, mientras que las opciones de inversión y la apertura a mercados internacionales es cada vez mayor.
- 5.1.19. Los requisitos regulatorios que provienen tanto de la Sugeval y de la Bolsa provocan una barrera de entrada e impiden el acceso al mercado.
- 5.1.20. La administración de carteras es aún un negocio poco explotado por los puestos de bolsa, lo cual podría representar una oportunidad para un futuro participante.
- 5.1.21. Las alianzas con otras entidades públicas de mayor tamaño no han dado los resultados esperados, al punto que provocó una disminución en la imagen de Bancrédito, lo que indica que debe analizar y determinar previamente cuales serán los beneficios de realizar cualquier otra alianza como las que intentó en el pasado, para que no socave de nuevo su imagen.
- 5.1.22. El modelo planteado logro analizar las variables y desarrollar el modelo, paso a paso, no es objeto de este trabajo llegar a conclusiones de si es o no conveniente para Bancrédito desarrollar un puesto de bolsa. Lo que se logró con el proyecto es establecer y ordenar sistemáticamente los requerimientos y establecer una metodología lógica, que facilite la consecución de los datos financieros para ejecutarlos ulteriormente y una vez que se sopesen con los otros elementos cualitativos, se pueda valorar efectivamente llevar a cabo la toma de decisiones del proyecto.

5.2. Recomendaciones:

5.2.1. Para la toma de decisiones de inversión deben considerarse aspectos que van más allá de los análisis financieros, debe considerarse la importancia del nuevo negocio y la contribución que, potencialmente, pueda tener en la organización en la venta cruzada de servicios, en la estrategia de marketing y atracción de clientes, entre otros.

5.2.2. De acuerdo con Gitman el flujo de efectivo es el enfoque principal de la administración financiera, quiere decir que se reconoce que a partir de los diferentes análisis la determinación de los flujos se convierte en la herramienta de análisis fundamental para valorar una empresa y, por supuesto, para valorar, adecuadamente, un proyecto donde la administración debe elegir entre varias alternativas y tener claro el costo de oportunidad que cada una de ellas conlleva para la organización. Quiere decir que el no realizar un proyecto conlleva costos en función, de lo que sacrifico por llevarlo a cabo, eso es contaría con una mayor cartera de clientes, lograría mayores oportunidades de negocio para con los clientes actuales, alcanzaría una mejor imagen, posicionaría mi marca sobre las otras del mercado, alcanzaría mejores condiciones, mejoraría la satisfacción de los clientes, etc.

5.2.3. Debe prepararse estados financieros que contemplen la normativa relacionada con los riesgos, pues se incorpora dentro del análisis variables que afectan el capital por a estas variaciones debe considerarse en el ejercicio de la valoración del modelo lo contemplado con el requerimiento mínimo de capital y establecer los tipos de negocios que pretenden brindarse con la exposición de los tres tipos de riesgo que se pueden administrarse por la actividad que se desarrolla equilibrando los riesgos y buscando la mayor generación de ingresos – debe establecer en función de la posibilidad de flujos de caja producidos por la actividad por carteras propias y la generación de ingresos por la actividad: por comisiones y las otras variables que afecta el flujo neto de efectivo.

- 5.2.4. Sugiero realizar posteriormente estados financieros proyectados con el fin de también proyectar los riesgos de la actividad. buscar el volumen generado por puestos y encontrar el nivel ideal de los dos factores relevantes de ingresos: financieros y operativos – verificar además en un cuadro el ingreso por comisiones versus el volumen de operaciones generado por cada puesto, todo siguiendo el modelo estructurado en este documento.
- 5.2.5. Hacer un estudio de mercado con los clientes actuales para medir el interés las necesidades y el interés por el servicio, y obtener información sobre un potencial volumen inicial, ingresos, capital inicial requerido por la actividad.
- 5.2.6. Realizar un sondeo con los clientes que determine si es funcional la administración individual de carteras y determinar el interés y potencial de ese servicio. También es oportuno sondear el mercado de puestos para revisar las razones por las que este servicio no se ha presentado como mejor alternativa. Un producto de esta naturaleza permitirá ingresos más estables generando mayor estabilidad en los flujos de efectivo.
- 5.2.7. Bancrédito se ha mostrado como una entidad poco agresiva más bien muy conservadora al momento de realizar negocios quizá por las experiencias del pasado. Precisamente puede ser que el camino de las alianzas no sea el más conveniente sino el análisis de nuevos negocios que complementen su actividad de banco mediano y busque nuevos servicios en áreas del desarrollo de puestos de bolsa, sociedades de fondos de inversión, fideicomisos patrimoniales, fideicomisos de vivienda, banca de inversión de segundo piso, entre otros. Lo que debe buscar es ampliar su grupo de productos para atraer nuevos clientes, mantener los actuales incrementándoles sus opciones, y creando cruces de productos que motiven el ingreso del Conglomerado Bancrédito.

5.2.8. La aplicación del modelo corresponderá a trabajos posteriores, por lo que se recomienda complementarlo con el análisis de variables cualitativas que como se dijo colaboren con la administración en la determinación de la implementación de otros proyectos de condiciones similares y que puedan ser comparados de cara a los intereses del Conglomerado.

Anexo de Tablas

TABLA 1

Detalle de Riesgos para la valoración del capital requerido para un Puesto de Bolsa, según Reglamento Gestión de Riesgos

RIESGOS	FÓRMULA	DESCRIPCIÓN	REFERENCIA
Riesgos Crediticios	$R_{RCR} = \sum_{i=1}^n \lambda_{RC} * VM_i$	R_{RCR} : Requerimiento por riesgo crediticio λ_{RC} : Ponderador por riesgo crediticio VM_i : Valor de mercado del título i	Factor resultante de la operación Ver Tabla 1 -a y 1 - b Precios suministrados por una proveedor de precios de mercado.
Riesgo de mercado	$R_{RP} = (VeR * F_c) + (VM_{otros} * P_n)$	R_{RP} : Requerimiento de capital por riesgo precio VeR : Valor en riesgo de la cartera de inversiones propias de la entidad F_c : Factor de corrección P_n : Porcentaje aplicado a notas estructuradas y derivados financieros VM_{otros} : Valor de mercado de notas estructuradas y derivados financieros	Factor resultante de la operación Para este caso el uso de aceptación general en el medio es el VaR delta normal o VaR de varianza y covarianza, por lo que se sustituye El Superintendente definirá mediante acuerdo de alcance general el factor de corrección En caso de mantener en cartera posiciones en estos instrumentos. En todos los casos el riesgo considera la exposición cambiaria y debe tomarse en cuenta
Riesgo operativo	$R_{RO} = R_{CUS} + R_{GFI} + R_{OR}$	R_{RO} : Requerimiento por riesgo operativo R_{CUS} : Requerimiento por riesgo de actividad de custodia R_{GFI} : Requerimiento por riesgo de gestión de fondos de inversión R_{OR} : Requerimiento por otros eventos de riesgo operativo	Factor resultante de la operación Aplica si se realiza dicha actividad de lo contrario no. No aplica para el Puesto de Bolsa Es el 15% del promedio de los ingresos brutos anuales en el caso de entidades con un historial menor a tres años, el porcentaje se aplica sobre la suma de todos los ingresos

Tabla 1 - a

CALIFICACIONES LOCALES

Plazo	Calificación	Ponderador
Corto plazo	1, 2, 3, 4	7,5%
	5 y otros	10,0%
Largo plazo	AAA - A	7,5%
	BBB – B	9,0%
	CCC y otros	10,0%

Tabla 1 - b

CALIFICACIONES INTERNACIONALES

Plazo	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	Ponderador
Corto plazo		A1+	F1+	0%
	P1	A1	F1	1,0%
	P2	A2	F2	2,5%
	P3	A3	F3	5,0%
		B	B	7,5%
	C y otros	C y otros	C y otros	10,0%
Largo plazo	Aaa	AAA	AAA	0%
	Aa	AA	AA	1,0%
	A	A	A	2,5%
	Baa	BBB	BBB	5,0%
	BA	BB	BB	7,5%
	B	B	B	9,0%
	Caa y otros	CCC y otros	CCC y otros	10,0%

Bibliografía

Alvarado, H. (2012). *Génesis y realidad actual de la Bolsa Nacional de Valores Análisis jurídico-histórico y sus vicisitudes*. Tesis Licenciatura, Universidad de Costa Rica.

Alvarado, R. (2009). *Análisis discriminante de las variables que determinan la rentabilidad de los puestos de bolsa*. Tesis maestría, Universidad de Costa Rica.

Benevidez, G. (1967). *Historia de los Bancos*. Revista. Nuestro Banco No.12. San José, Costa Rica.

Cabanellas, G. (2009). *Mercado de Capitales*. Buenos Aires, Argentina: Heliasta.

Corrales, J.C. (2011). *Aplicación de modelos de valuación que incorporan el valor de mercado de los activos a los estados financieros de un banco*. Tesis maestría. Universidad de Costa Rica.

Cottely, E. (1956). *Derecho Bancario, conceptos generales he historia*. Aruya, Argentina.

Díaz, Alfredo. (Ed.). (2005). *El mercado bursátil en el sistema financiero*. México: McGraw-Hill.

El Financiero: negocios, finanzas y economía – Vol. 16 No. 841 Supl. “*Nuestro mercado de valores: desafíos del pasado y retos del futuro*” (24 oct.-30 oct. 2011).

Fernández y Pérez (2003). *Comportamiento Estratégico en la Industria Bancaria Costarricense Durante el Periodo Comprendido enero de 1999 a Diciembre del 2002*. Trabajo Final de Graduación maestría, Universidad de Costa Rica.

González, L. (1996). *Metodología de la Investigación*. Buenos Aires, Argentina: Belgrano.

Hernández, C. (1994). *El papel de los puestos de bolsa de los bancos estatales en el mercado bursátil*. Tesis licenciatura. Universidad de Costa Rica.

Hernández. C. (1980). *Banca Central*. Editorial Euned. San José, Costa Rica.

Jiménez, H. (1986). *Derecho Bancario*. San José, Costa Rica: Euned.

Johanning, P. (1997). *Aspectos Generales del mercado valores costarricense*. San José, Costa Rica: Banco Central de Costa Rica.

Jorion, P. (Ed. 3). (2006). *The New Benchmark for Managing Financial Risk*. México: McGraw-Hill

Matarrita, R. (1985). *La situación de un mercado bursátil en el esquema teórico de un modelo económico*. Bolsa Nacional de Valores (BNV).

Matarrita, R. (s.f.). *Un modelo de mercado accionario en Costa Rica: hipótesis de los mercados "Mercados vibrantes"* Vol. 13 No 1/2, pp. 153-177.

Méndez, C. (Ed.2). (1995). *Metodología: Guía para elaborar diseños de investigación en ciencias económicas, contables y administrativas*. Santa Fe, Bogota, Colombia: McGraw-Hill Interamericana, S.A.

Quesada, E.R. (2008). *Desarrollo del mercado de valores costarricense para el plazo comprendido entre enero 1999 y marzo 2008: balance entre la eficacia y la eficiencia*. Tesis maestría. Universidad de Costa Rica.

Roberts, R. (Ed.1). (2008). *Wall Street: mercados, mecanismos y participantes*, Lima: Cuatro Media.

Rodríguez, A. (2002). *Contratos Bancarios, su significado en América Latina* (5ª ed.). Colombia: Editorial Legis

Ross, S. (Ed.9). (2012). *Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill Interamericana, S.A.

Santamaria, R. (2002). *El mercado de valores en Costa Rica de cara a los retos del siglo XXI*. Tesis maestría. Universidad de Costa Rica.

Samuelson, P. (1990). *Economía*. México: McGraw-Hill Interamericana, S.A.

Vargas, C. (2011). *Análisis de Organización Industrial aplicado al mercado bursátil costarricense, durante el periodo comprendido entre los años 2005 y 2009*. Trabajo Final de Graduación maestría, Universidad de Costa Rica.

Asamblea Legislativa (1998) *Ley orgánica del Banco Central de Costa Rica y Ley orgánica del Sistema Bancario Nacional* San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas, S.A.

<http://www.merval.sba.com.ar>

<http://www.bmfbovespa.com.br>

<http://bmv.com.mx>

<http://www.caracasstock.com>

Zunzunegui, F.(2000). *Derecho del Mercado Financiero*. (2ª Ed). Madrid: Ediciones Jurídicas y Sociales S.A.

Bolsa Nacional de Valores 1990, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 1996, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 1997, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 1998, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 1999, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 2000, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 2001, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 2002, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 2003, Costa Rica. Memoria Anual

Bolsa Nacional de Valores 2004, Costa Rica. Memoria Anual

Comisión Nacional de Valores C.R., 1997 Memoria Anual
<http://www.bccr.fi.cr/>

El Financiero edición No. 867 – 13 mayo 2012 Digital

El Financiero 20 marzo – 26 marzo 2006

El Financiero edición No. 762 – 11 abril 2010

El Financiero edición No. 715 – 3 mayo 2009

El Financiero edición No. 660 – 30 marzo 2008