

Escaneado por Biblioteca Judicial "Fernando Coto Albán"



REFLEXIONES SOBRE EL MERCADO DE VALORES COSTARRICENSE (I) LA DIFUSIÓN DEL ACCIONARIADO

PROF. GASTÓN CERTAD M.

Catedrático de la Universidad de Costa Rica y de
la Universidad Autónoma de Centro América.

En el proceso de desarrollo económico, lo que los economistas denominan "inversión real" es uno de los objetivos más importantes, pues sólo por su medio se crea la verdadera riqueza de un país y se logra materializar un proyecto económicamente rentable y socialmente útil. La "inversión real" es, en último grado, el ejercicio de la decisión creadora de un empresario que genera trabajo y produce riqueza.

La gente, sin embargo, usa actualmente el término "inversión" ya para referirse a una compra de títulos del sector público o de sociedades anónimas, —que la mayoría de las veces ni siquiera conoce, ni le interesa conocer—; ya para referirse a la compra de un bien real, sea éste de consumo duradero o un equipo para producir nuevos bienes.

Esta generalización de la palabra inversión se debe en gran parte a la notable evolución que ha tenido en este siglo el mercado de valores y, desde un punto de vista más amplio, los mercados financieros. La existencia de estas distintas modalidades de inversión es harto beneficiosa para la economía de los países, pues, el sistema financiero y los emisores de valores deben orientar los fondos que captan hacia la compra de títulos que sean más rentables o hacia inversiones reales que tengan una rentabilidad mayor de lo que a ellos les cuestan los títulos. Obviamente, cuidarán de que estos papeles sean seguros y productivos, lo que a nivel general da como resultado una cierta garantía de rentabilidad y eficiencia en el uso de los recursos de la economía como un todo.

En la gran mayoría de los países en vías de desarrollo, es el Estado el que, en la práctica, realiza una parte importante de las inversiones físicas; para ello acude a recoger fondos del mercado de valores, con lo que, dada la naturaleza predomi-

nante social de la obra pública, disminuye la garantía de rentabilidad y eficiencia en el uso de los fondos. Claro que si esto ocurre en proporciones significativas, —piénsese en el caso de nuestro país—, puede llevar a una desnaturalización del mercado de valores, que por excelencia debe ser el instrumento para señalar, escoger y financiar los proyectos más importantes de la economía: un seguro medio para asignarle recursos a las actividades más rentables.

Ahora bien, cuando existe déficit fiscal, que es el caso también de la gran mayoría de los países en vías de desarrollo, el Estado para captar en el mercado interno los recursos que necesita, ofrece, generalmente una rentabilidad mayor que la tasa de interés bancario y, además, libre de todo impuesto; brinda también la seguridad del erario público y una mayor liquidez que la de la bolsa, pues, ofrece recompra inmediata, con lo que dificulta al máximo la competencia para las empresas privadas que pretenden colocar en el mercado acciones u obligaciones, títulos valores en masa o en serie sujetos siempre a una cierta incertidumbre, a pesadas cargas tributarias y a la "liquidez" bursátil.

En nuestro país la gran mayoría de los papeles públicos están exentos de impuesto, mientras que los dividendos que generan las acciones y los intereses que producen las obligaciones que adquiere un ahorrista de una sociedad anónima, sí pagan tributo. Se presenta entonces una asimetría en el tratamiento impositivo que creemos necesario corregir.¹

Tenemos entonces que, la presencia de inversionistas rentistas es un factor muy favorable en el mercado de valores, pues sus capitales se dirigen a financiar, al final del proceso de intermediación, inversiones reales, públicas o privadas. El riesgo de

1. Cuando un Estado participa en el mercado de valores con la intensidad con que lo hace el Estado costarricense, por ejemplo, es elemental que exista una cierta simetría entre las condiciones tributarias de sus títulos y los del resto del sistema.

distorsiones lo suele producir el Estado, al ofrecerle al público condiciones más favorables para atraer fondos para su programa de obras públicas.

En otro ámbito encontramos los inversionistas promotores, que son aquellos responsables por el éxito o el fracaso de un proyecto, y que normalmente requieren de socios capitalistas para financiarse. En Costa Rica estos inversionistas son muy pocos y para financiar sus proyectos normalmente recurren a la banca estatal con costos más bajos.

En otros países, una alternativa de financiamiento muy utilizada por los inversionistas promotores es la suscripción de capital mediante oferta pública de valores; se trata de una apelación a la fe pública dirigida a los ahorristas para que estos inviertan su dinero en una determinada empresa, con la promesa de brindarles una rentabilidad mayor que la que puedan lograr con la inversión en títulos de renta fija. Muchas son las ventajas que tiene este sistema:

a) se ponen a disposición del público alternativas de inversión potencialmente más rentables que los valores de renta fija, lo que tiende a estimular el ahorro;²

b) con el uso reiterado de este sistema, evoluciona la estructura de la propiedad de los medios de producción, se funde la riqueza y se solidifican las mismas bases de la sociedad; en pocas palabras, se avanza con paso firme y seguro hacia la democracia económica;

c) al difundirse el accionariado, abriéndose al público, las sociedades son generalmente más cuidadosas, perfeccionan sus medios de control, buscan contar con los mejores cuerpos técnicos y administrativos, lo que se refleja favorablemente en su eficiencia y productividad;

ch) para la empresa a corto plazo, que es de tipo económico-financiero, es el mejor sistema, pues, el ingreso de nuevos socios no compromete el flujo de caja dentro de un esquema rígido —como sí sucedería si acudiese a un crédito bancario o a una emisión de obligaciones—, permitiéndole el desarrollo de proyectos con mayores periodos de maduración y el repago de esos fondos cuando las utilidades del proyecto se generen realmente;

d) al permitir la reunión de grandes capitales, hace posible el financiamiento de grandes proyectos, los que debido a los montos que presentan normalmente, no pueden ser financiados ni por particulares, ni exclusivamente con crédito;

e) la existencia de opciones de inversión en el mercado permite a los inversionistas rentistas di-

versificar su riesgo, sin tener que colocar todo su capital en un solo negocio o en muy pocas manos;

f) la existencia de una cotización pública de las acciones constituye un termómetro permanente de la gestión empresarial de la sociedad emisora que, al ser tomada en cuenta, la estimula hacia una administración más eficiente.

Como puede apreciarse las ventajas no son sólo para el ahorrista y para la sociedad emisora sino también para el país. Sin embargo, la adopción del régimen de la oferta pública debe basarse, fundamentalmente, en la libre decisión empresarial. Esta debe tomarse considerando las ventajas económico-financieras que las empresas puedan obtener, así como las particulares exigencias del sistema en términos de transparencia y control empresarial. Lo que sí es imprescindible, es que el Estado propicie y estimule el sistema mediante la promulgación de leyes técnicamente concebidas.

Es obvio que, para que el sistema de la oferta pública funcione, no basta la decisión del empresario o del inversionista promotor de acudir al ahorrista en busca de fondos; se necesita también la voluntad del ahorrista o del inversionista rentista de acudir a la sociedad en busca de una mayor rentabilidad para lo que, además de un buen proyecto, deben ofrecérsele garantías razonables de seguridad y liquidez. La seguridad deviene, principalmente, de un marco legal apropiado: al Derecho corresponde organizar un mercado transparente, eliminar en el inversionista las causas de inquietud ajenas al puro riesgo económico; en pocas palabras, garantizarle un juego limpio al interno de la sociedad anónima; porque evidentemente todo resulta distorsionado cuando el inversionista aprecia las bondades económicas de una determinada empresa, pero se abstiene de invertir porque sabe que no tiene ninguna posibilidad de información, ni participación en el control de la gestión de la sociedad emisora. La decisión de invertir, por lo general, se encuentra negativamente afectada por el hecho de que la rentabilidad de la inversión queda supeditada a decisiones de terceros, unos de buena fe y otros de no tanta, que escapan al control del accionista minoritario. Por eso es que la protección de las minorías societarias,³ una página en blanco en nuestro Código de Comercio, no es un mero escrúpulo metafísico, ni una consideración benevolente y cristiana que los poderosos deben a los débiles al interno de las sociedades anónimas; la defensa de las minorías es una exigencia "sine qua non" para la existencia y el funcionamiento del mercado de

2. Esto es algo muy importante en un país como el nuestro, con una tasa de ahorro normal y tradicionalmente baja.

3. Definir hoy qué son minorías es algo harto delicado pero, en todo caso, deben considerarse dos aspectos: el de la cantidad o porcentaje y el de una cierta participación en el total, porque, de lo contrario, pueden quedar desprotegidos los grupos que no tienen acceso al control en las sociedades cerradas.

valores. Si el inversionista se siente desprotegido no habrá inversión generalizada y por ende, no habrá mercado de valores.

Y es que detrás de esta discusión sobre las minorías no sólo hay un lírico anhelo de justicia social; tampoco se trata de una verborrea demagógica, como muchos piensan; lo que está en juego es el tipo de sociedad en que queremos vivir o que queremos dejar a nuestros hijos. Si lo que deseamos es crear un neofeudalismo industrial —con todo lo contradictorio que esta expresión pueda parecerles— en donde la propiedad de la tierra, manifestación del poder económico durante la edad media, sea sustituida por la propiedad de la empresa; entonces las minorías carecen de importancia, las sociedades anónimas pueden seguir siendo cerradas, la asamblea general de accionistas puede seguir reuniéndose en el comedor de papá y los puestos del directorio y del órgano contralor pueden seguir distribuyéndose entre hijos, sobrinos, primos y nietos. Pero, si lo que queremos es vivir dentro de una auténtica sociedad capitalista moderna, entonces debemos ser coherentes: tenemos que organizar la empresa en forma capitalista y moderna, eliminar los focos de poder que se organizan y se heredan por caminos distintos a los del mercado, debemos propugnar el accionariado difundido, esto es, la democratización del capital, intensificar el mercado de valores, y, lógicamente, consolidar las minorías creando, a su favor, un sólido mecanismo jurídico de defensa de sus intereses.

Esto no quiere decir que sea preciso acabar con las sociedades anónimas de estructura familiar. Ellas han cumplido un papel importante en el desarrollo del país y, probablemente, lo seguirán cumpliendo; pero si queremos que ese desarrollo se oriente por una vía moderna, será imprescindible que ciertas áreas de la actividad económica, en atención a su papel fundamental en la configuración del sistema económico general, no continúen en manos de las sociedades anónimas cerradas.

Además, desde el momento en que una sociedad se abre al público ofreciendo y solicitando la inversión de terceros; desde el momento en que deja de recurrir a la familia o al grupo de amigos para fortalecer su capital y coloca entre todos sus acciones, desde ese mismo momento, esa sociedad debe tener características especiales y asegurar los derechos de esa minoría a la que está llamando a participar. Porque no se puede organizar una empresa abierta para ciertas cosas —para recibir

dinero, por ejemplo— y cerrada para otras —verbigracia, para dar información y participación en la gestión—.

Decíamos entonces que la seguridad en la inversión es algo que toca al ordenamiento jurídico, que debe concebir un conjunto de normas que le aseguren al inversionista rentista, al ahorrista, un trato equitativo y justo en la distribución de los beneficios del negocio. La liquidez es algo que, por el contrario, no corresponde darlo al legislador sino al funcionamiento eficiente del mercado de valores y, en particular, de la Bolsa de Valores.⁴

La experiencia de otros países demuestra que el desarrollo del mercado bursátil está en función directa del grado de apertura o difusión del accionariado de las sociedades anónimas que participan en él.

Dicen los entendidos que la profundidad del mercado de valores es el resultado de la relación entre el número de acciones inscritas y el número de acciones negociadas en un periodo determinado. Si vemos las estadísticas que periódicamente publica la Bolsa Nacional de Valores S.A., nos percatamos de que nuestro mercado carece de profundidad.

Por su parte, la liquidez del mercado se mide como una función de los días que se negocia una acción cada año. Esos mismos números de nuestra Bolsa ofrecen como resultado inexorable una escasa liquidez de mercado.

Aparte de todo lo dicho sobre seguridad y liquidez, la verdad es que los inversionistas rentistas están esencialmente interesados en la rentabilidad de sus inversiones. Casi todos ellos asumen que aquella compañía abierta al público, aquella compañía que está sometida a las reglas bursátiles es, por sí, una compañía segura y, muy probablemente una compañía líquida. Existen varias formas de asegurar esa rentabilidad y varias escuelas con distintos estilos, pero nosotros creemos que tal vez la más viable sencilla y segura es la de estimular o invitar (o tal vez forzar) a las sociedades para que formulen políticas de dividendos sumamente claras: que las compañías le digan a sus socios qué es lo que de ellas pueden esperar en tema de utilidades, no como obligación contractual, sino como voluntad seria proveniente de empresarios serios. No queremos decir con esto que la compañía deba comprometerse a distribuir un prefijado porcentaje de dividendos, sino simplemente, que exponga una política que proporcione lineamientos determinados. Esta solución —la de la política— nos parece

4. Liquidez es la medida de la facilidad con que los bienes pueden ser transformados en dinero, sin desmedro de su inversión y consiste en la facilidad que tiene el inversionista de enajenar su inversión al precio que ella tiene en el mercado.

más efectiva que la de norma vertical, obligatoria, con números o cifras.

Pero, desgraciadamente, la oferta pública de valores, como instrumento eficiente de financiamiento, no está desarrollada en nuestro medio; ello se debe ante todo, a la existencia de una tradición empresarial de tipo familiar y cerrada, a la propensión al accionariado concentrado; también a la falta de conocimiento del sistema por parte de los empresarios, temerosos de perder el control de sus sociedades si invitan a nuevos accionistas a ingresar; además, a la desconfianza del público inversionista que teme perder sus ahorros y pequeños capitales en sociedades "manejadas" por otros; y, por último, a la falta de un marco legal apropiado para el desarrollo seguro y vigoroso de este esquema de financiamiento.

La estructura familiar cerrada de nuestras sociedades anónimas es un poco reflejo de nuestra idiosincrasia y de la circunstancia de ser Costa Rica un pequeño país en extensión territorial y población; y estuvo fomentada hasta hace pocos años por la existencia de crédito barato proveniente de la banca estatal, que constituyó en un determinado periodo histórico-económico, el principal, por no decir el único recurso financiero de nuestras empresas. El abuso en acudir al crédito bancario ha sido uno de los más connotados males de nuestra economía.

En la actualidad, con tasas de interés nominal muy altas y positivas, en términos reales, esta práctica obviamente no puede continuar. Las empresas se han visto obligadas a buscar recursos frescos para poder desarrollarse; pero se han topado con una legislación mercantil y financiera que no está preparada para estas lides. Lo lógico es que esos recursos los obtengan de sus propios accionistas o bien tomar la decisión de abrir las puertas de la compañía a nuevos socios (formas ambas de capitalización sin endeudamiento).

Ahora bien, en un periodo económico de recesión con inflación, el planteamiento de recurrir al público para desarrollar el sector empresarial, puede ser tildado por muchos como poco realista, pues, el ahorro financiero sin riesgo ni preocupación produce un gran beneficio. Pero, sin embargo, consideramos que hay que preparar el sistema y corregir sus distorsiones para que, cuando las con-

diciones económicas mejoren en el futuro, ojalá no muy lejano, podamos contar con este instrumento adicional del financiamiento empresarial, con todas las ventajas que hemos señalado.

Por otro lado, el régimen de la sociedad anónima de capital abierto —que es lo que tendríamos que instituir, si queremos difundir el accionariado y recurrir al público como fuente segura y barata de recursos— no tiene por que construirse a expensas de las sociedades anónimas de capital cerrado —como parecen creer algunos—, ni verse de ninguna manera como competitivo de este otro régimen; son, simplemente, sistemas y concepciones empresariales diferentes, por las cuales los empresarios deben poder optar libre y conscientemente.

Las reformas legales necesarias para impulsar en nuestro país el régimen de las sociedades anónimas de capital abierto deben, necesariamente, orientarse en dos direcciones:

A) La reforma de las sociedades anónimas en el Código de Comercio de 1964, a fin de permitir la coexistencia normativamente diferenciada de las sociedades anónimas de capital abierto y las sociedades anónimas de capital cerrado, con reglas especiales para cada especie —como existen en Argentina, en Brasil, en Venezuela, en Chile y en casi todos los países de América Latina—; esto puede lograrse dentro del articulado mismo del Código o bien a través de una ley especial que venga a crear las sociedades anónimas de capital abierto.⁵ Esta reforma debe necesariamente incluir disposiciones que protejan al accionista minoritario en las sociedades cerradas y disposiciones que protejan al grupo que tenga el paquete de control en las sociedades abiertas.⁶ En estas últimas, el patrimonio invertido por los inversionistas rentistas o por los ahorristas estará de por sí protegido, pues en ellas habrá transparencia de información y libre entrada y salida de la sociedad a través de la negociación bursátil de sus títulos accionarios, como requisito y condición para participar en el sistema. Esto plantea como una necesidad imperiosa que el grupo de control cuente con una protección, pues, de lo contrario, vía el acopio diario de acciones en la Bolsa, podría producirse un día la sorpresa de que los dueños o los promotores ya no manejen la sociedad, lo que sería contrario al objetivo que se

5. O bien como se hizo en el Proyecto de Ley de Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, próximo a discutirse en nuestra Asamblea Legislativa, y cuya comisión redactora tuvo el honor de integrar, utilizando ambos métodos.

6. Con esto no pretendemos decir que el accionista minoritario no deba ser protegido en las sociedades anónimas de capital abierto; sino simplemente que no necesita ser especialmente protegido como sí lo debe ser en las sociedades anónimas de capital cerrado, pues se presume, a priori, que el pequeño ahorrista que concurre a la sociedad anónima de capital abierto, con su dinero, no tiene interés en el control de la empresa, sino que tiene el interés meramente económico de obtener una mayor rentabilidad que la que ofrecen los títulos de renta fija; se trata en suma, de una nueva forma de accionista.

pretende con el régimen de sociedades de capital abierto.⁷

B) La promulgación de una ley que regule el mercado de valores costarricense con incentivos a la oferta pública y a la capitalización empresarial vía mercado de valores y el establecimiento de controles respecto de los bienes objeto de ese mercado y los sujetos que en él intervienen. Esto ha sido cumplido, creemos que a cabalidad, con el Proyecto de Ley de Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, próximo a presentarse a conocimiento del Congreso de la República. No voy a entrar aquí a detallar las medidas específicas tomadas en ese proyecto por la comisión redactora, —tiempo habrá en otros foros para la discusión exegética de su articulado—, pero las posibilidades en el campo fiscal y en el administrativo son bastantes y creemos que el estímulo es necesario y justificado, tanto para las sociedades anónimas, que son las que tienen que tomar la decisión e iniciativa de abrirse al público, difundiendo su accionariado; como para el accionista que debe decidir si frente a las demás alternativas de inversión que le ofrece el mercado, coloca o no su capital en manos de una de esas compañías.

La economía social de mercado, en su sentido más amplio, es aquel sistema económico regulado por las fuerzas de mercado, pero en el cual el Estado interviene para corregir distorsiones y propiciar el bien común. Dentro de este concepto tiene amplia cabida la propuesta de reformar el marco legal actual de nuestro mercado de valores, a fin de introducir en él el nuevo concepto de sociedad

anónima de capital abierto y estimular su desarrollo.

Creemos que todos concordamos en admitir que no puede haber democracia política sana, próspera y estable si no hay, al mismo tiempo, democracia económica. Una de las formas y uno de los aspectos más preponderantes de la democracia económica está referido a la propiedad de los medios de producción. Creemos con el proyecto de Ley de Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, que cuanto más difundido sea el accionariado de las sociedades anónimas, más sano y sólido será el sistema empresarial de libre iniciativa y mayor será el número de empresas que se podrán iniciar en Costa Rica, con el consecuente beneficio para el empleo y la producción.

La realidad expuesta sobre el mercado de valores costarricense no es, a primera vista, muy estimulante; pero creemos que cambios oportunos en la legislación nacional pueden ir preservando con solidez los progresos logrados en ese mercado en estos últimos años. No se trata de modificar la estructura de control de las actuales empresas, ni de forzar a nadie a hacer lo que no quiere hacer en materia de apertura accionaria de sus sociedades anónimas; se trata, simplemente, de permitir y promover la creación de nuevas compañías con accionariado difundido, de que algunas sociedades anónimas logren democratizar su capital social, donde los ahorristas puedan invertir sus ahorros en forma rentable, segura y líquida, con los consiguientes beneficios para la economía del país.

7. Lo que sí puede suceder es que a través de distintas adquisiciones periódicas una persona llegue a adquirir el control de la sociedad anónima de capital abierto; esto, claro está, no puede evitarse, pero sí pueden tomarse medidas, diseñar mecanismos para que la persona que con una compra de acciones vaya a adquirir el control, tenga la obligación de advertirlo, confiriéndosele al grupo de control la oportunidad de contraofrecer para mantener el dominio; porque una cosa es comprar acciones en el mercado para obtener una mayor rentabilidad producto del negocio mismo y otra muy distinta es comprar para controlar. Esto último es lo que hay que regular en las sociedades anónimas de capital abierto.