



Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores



# MODELO PARA LA DETERMINACION DE COSTOS DE EMISION DE VALORES EN BOLSA

[www.bolsacr.com](http://www.bolsacr.com)

[www.fcca.co.cr](http://www.fcca.co.cr)

[www.camara-emisores.com](http://www.camara-emisores.com)

## **MODELO PARA LA DETERMINACIÓN DE LOS COSTOS ASOCIADOS CON LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS A TRAVÉS DE LA BOLSA<sup>1</sup>**

### **I. Marco conceptual<sup>2</sup>**

El proceso de emisión y colocación de bonos a través de la bolsa, representa una alternativa de financiamiento que involucra costos de diversa naturaleza, los cuales pueden presentar variaciones significativas dependiendo de la situación particular de la compañía que emite los valores.

No obstante, existen una serie de elementos que resultan comunes a la mayoría de los procesos de emisión y que pueden ser utilizados como un parámetro de referencia para establecer una idea aproximada del costo total que puede implicar el financiamiento a través de bolsa. Como parte de los elementos que pueden utilizarse para construir estos parámetros de referencia, se encuentran los siguientes:

1. Tasa de referencia de mercado: representa la base de comparación utilizada por los inversionistas con el fin de valorar el atractivo de las diferentes alternativas de inversión disponibles en el mercado. Generalmente esta tasa corresponde al rendimiento de los bonos de mayor liquidez y menor riesgo disponibles en el mercado y, por tanto, constituye el piso a partir del cual se establece el rendimiento de los demás títulos que se cotizan en el mercado. En el presente modelo la tasa de referencia utilizada corresponde, en el caso de emisiones en colones a la tasa básica pasiva calculada por el Banco Central de Costa Rica y para emisiones denominadas en dólares, la tasa de referencia corresponde a la curva soberana en dólares para deuda de Costa Rica, la que es calculada por un proveedor oficial de precios.

---

<sup>1</sup> La Bolsa Nacional de Valores y la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores agradecen la colaboración de la firma Finanzas Corporativas de Centroamérica en el diseño financiero del presente modelo simplificado para la determinación del costo de emitir en bolsa.

<sup>2</sup> La Bolsa Nacional de Valores, la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores y Finanzas Corporativas de Centroamérica advierten que la información aportada por este modelo simplificado debe ser entendida como una guía ilustrativa de los costos que pueden estar asociados con la decisión de emitir títulos valores a través de bolsa, pero no debe ser considerada como una herramienta de decisión definitiva sobre la conveniencia para una compañía determinada de acudir a algún tipo específico de financiamiento. En este sentido, se recomienda acudir a una firma especializada, con el fin de analizar en mayor detalle los beneficios que podría representar para su compañía la emisión y colocación de títulos valores a través de la bolsa. Algunas de las firmas que brindan este tipo de asesoría, pueden ser ubicadas a través de la sección de estructuradores que se encuentra en nuestro sitio web:

2. Margen o “spread” de colocación: corresponde al premio establecido en términos del rendimiento adicional sobre la tasa de referencia (tasa básica pasiva del BCCR), que se debe ofrecer al inversionista con el fin de compensarlo por invertir en alternativas con mayor riesgo. En este sentido, el “spread” de colocación se encuentra determinado principalmente por la calificación de riesgo de la emisión y por tanto, entre mejor sea la calificación de riesgo obtenida por una emisión, menor será el “spread” que será necesario ofrecer al inversionista.
3. Comisión de estructuración: contempla la retribución al asesor financiero por el trabajo correspondiente a la estructuración del instrumento financiero más apropiado para las necesidades de la empresa, la preparación del prospecto de colocación de la emisión, la asesoría en los trámites requeridos ante la SUGEVAL (Superintendencia General de Valores) para realizar oferta pública de los títulos, el diseño de la estrategia de colocación y demás aspectos requeridos para garantizar el éxito de la emisión. La comisión de estructuración generalmente se ubica entre el 1,0% y el 2,5% del monto de la emisión, pero puede registrar variaciones importantes dependiendo del monto y la complejidad de la emisión entre otros factores.
4. Comisiones de colocación: corresponde a la compensación que se reconoce a los puestos de bolsa u otros agentes colocadores por su esfuerzo de distribución de la emisión entre el público inversionista. El monto de esta comisión varía dependiendo de las características de la emisión, pero generalmente se ubica en un rango de 0,25% al 0.75% sobre el monto efectivamente colocado.
5. Calificación de riesgo: se refiere a la tarifa cobrada por las agencias calificadoras por el proceso de calificación de riesgo de los títulos por emitir. Esta tarifa involucra generalmente el pago de una suma inicial al momento de efectuarse el análisis de calificación, así como el pago de una cuota de mantenimiento para cubrir las revisiones periódicas de dicha calificación.
6. Cuotas de mantenimiento de la Bolsa, Central de Valores y SUGEVAL: corresponde a las sumas anuales que se deben pagar a las entidades mencionadas, con el fin de mantener el estatus de emisor activo y cubrir los costos relacionados con la supervisión y administración de la información correspondiente a cada una de las emisiones registradas.
7. Publicaciones y otros: agrupa las inversiones relacionadas con la estrategia de mercadeo seleccionada para la colocación de la emisión, que podría ir desde la publicación únicamente del aviso de autorización de oferta pública, hasta la organización de varias actividades formales de presentación, lo cual se conoce comúnmente como un “road show”. Deben hacerse mención, que al igual que para el cumplimiento periódico de los requisitos de información que son solicitados para créditos bancarios, en el caso de registro de emisiones ante la SUGEVAL, la empresa deberá designar a un funcionario para cumplir con el respectivo envío de información. El costo de este funcionario no ha sido considerado en el modelo, toda vez que dependerá del perfil de la persona que desee contratar la compañía, o si asignará estas nuevas responsabilidades entre los funcionarios existentes.

8. Apoyos crediticios: corresponde a aquellos gastos relacionados con la incorporación de garantías adicionales que el emisor podría considerar conveniente incorporar en una emisión con el fin de mejorar su calificación de riesgo y reducir el “spread” de colocación. De esta forma, se busca que el costo de los apoyos crediticios se vea más que compensado por la reducción en la tasa de colocación de la emisión. Como parte de los mecanismos que pueden utilizarse para este propósito se encuentran la incorporación de avales de terceros, fideicomisos de garantía, garantías parciales de crédito, reservas de liquidez para el servicio de deuda y otros.
  
9. Contratos de underwriting: este tipo de esquemas representa otra opción que el emisor puede considerar al momento de realizar una colocación de bonos a través de bolsa. El “underwriting” consiste en la compra en firme<sup>3</sup> de la emisión por parte de un puesto de bolsa u otro agente colocador, el cual asume el riesgo de colocación de los títulos en el mercado a cambio de una determinada comisión. El monto de esta comisión varía dependiendo de las características de la emisión a suscribir, pero generalmente se ubica en un rango de 1,00% al 2,00% sobre el monto de la emisión adquirida.

## II. Un modelo simplificado para la determinación del costo de emitir en bolsa.<sup>4</sup>

A partir de los elementos descritos anteriormente, es posible construir un modelo simplificado para obtener valoraciones aproximadas de los costos asociados con el financiamiento obtenido a través de la emisión y colocación de bonos en la bolsa, sean estos denominados en moneda local (colones) o en dólares.

Para estos propósitos se han diseñado plantillas de trabajo<sup>5</sup> que incorpora los principales rubros de costo discutidos en la sección anterior, así como algunos otros parámetros relacionados con el monto o plazo de las emisiones y que resultan de importancia para efectos de la dilución de costos fijos asumidos durante el proceso.

---

<sup>3</sup> Existe también la modalidad de underwriting “al mejor esfuerzo” en el cual el agente colocador pacta con el emisor el compromiso de realizar su mejor esfuerzo para colocar la emisión en el mercado pero no garantiza la suscripción en firme de la misma. Sin embargo, este tipo de mecanismos generalmente no implica un pago adicional a las comisiones de colocación o estructuración mencionadas anteriormente.

<sup>4</sup> La Bolsa Nacional de Valores, la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores y Finanzas Corporativas de Centroamérica advierten que algunos de los parámetros que este modelo simplificado, pueden verse afectados por variaciones del entorno o por fluctuaciones propias del mercado de valores, lo cual podría hacer variar la precisión de los resultados indicativos generados por el modelo, el que como se indicó al inicio, pretende ser una guía ilustrativa para referencia del usuario.

<sup>5</sup> El usuario podrá acceder la plantilla de emisiones en colones o de dólares según sea su interés.

De esta forma, la plantilla que se muestra en la Figura No.1, para el caso de emisiones en denominación en colones, incorpora como principales parámetros: la calificación de riesgo de la emisión (la cual se utiliza para determinar el “spread” de colocación sobre la tasa de referencia), el monto de la colocación, la tasa de interés de referencia y las opciones de plazo analizadas para la colocación. Asimismo, se incorporan como costos básicos del proceso: la comisión de estructuración (la cual se ajusta automáticamente en función del monto de la emisión), las comisiones de colocación (con un tope máximo del 1,00%), los costos asociados con la calificación de riesgo de la emisión, las cuotas anuales de mantenimiento de la BNV, Central de Valores y SUGEVAL y los gastos de promoción. Adicionalmente, se incluye la opción para incorporar otros costos adicionales que la compañía podría considerar convenientes, como es el caso de mecanismos de mejora crediticia, negociación de contratos de underwriting o la organización de un “road show” para la emisión.

**FIGURA No.1**

**MODELO PARA LA DETERMINACIÓN DE COSTOS EN BOLSA**

**Parámetros**

Calificación de riesgo

AAA

AA

A







Monto de la emisión	¢1,200,000,000	<input type="text"/>
Periodicidad	4	<input type="text"/>
Tasa de referencia (tasa básica)	16.75%	<input type="text"/>
Tipo cambio	392.00	<input type="text"/>

		Plazo en Años		
		3	5	7
<b>Costos Básicos</b>				
Tasa neta de colocación		18.50%	18.75%	19.25%
Impuesto s/ renta a intereses		1.63%	1.65%	1.69%
Estructuración	1.50%	0.50%	0.30%	0.21%
Colocación	0.25%	0.08%	0.05%	0.04%
Calificación Riesgo (análisis inicial)	\$8,000	0.09%	0.05%	0.04%
Calificación Riesgo (mantenimiento)	\$2,000	0.26%	0.26%	0.26%
Céval / BNV / Sugeval / Cámara	\$4,481	0.15%	0.15%	0.15%
Públicaciones y otros	\$1,500	0.02%	0.01%	0.01%
<b>Costo efectivo de la emisión (all in cost)</b>		<b>22.97%</b>	<b>22.97%</b>	<b>23.47%</b>
<b>Adicionales</b>				
Mejoras crediticias	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Underwriting	1.00%	0.33%	0.20%	0.14%
Promoción	\$3,000	0.03%	0.02%	0.01%

La incorporación de todas estas variables en el modelo, permite obtener un costo total aproximado del financiamiento vía bolsa, el cual varía de manera importante en función del monto de la emisión y del plazo de la misma, debido a que entre mayor es el monto colocado mayor resulta también la dilución de los costos fijos del proceso tales como la calificación de riesgo de la emisión, cuotas de mantenimiento a las entidades reguladoras y otros. De igual forma, cuando se incrementa el plazo de la colocación se logra una mayor dilución de los costos no recurrentes del proceso tales como las comisiones de estructuración y colocación, gastos de promoción, comisiones por “underwriting” y otros.

Adicionalmente, se ha diseñado un modelo simplificado de análisis para la alternativa de financiamiento bancario, el cual se muestra en la Figura No.2, e incorpora como variables principales: la tasa de interés del préstamo, la comisión de desembolso pactada, la comisión de seguimiento pagadera anualmente, los gastos de formalización de la operación crediticia (constitución de hipotecas, otros), el monto del crédito, el plazo de la operación y la periodicidad de pago.

<b>FIGURA No.2</b>		
<b>MODELO DE VALORACIÓN - FINANCIAMIENTO BANCARIO</b>		
<b>Variables:</b>		
Tasa de interés	0.000%	
Comisiones de desembolso (flat)	0.000%	
Comisiones de seguimiento (anual)	0.000%	
Costos de formalización (flat)	0.000%	
<b>Parámetros:</b>		
Monto del crédito	¢1,200,000,000	
Plazo (años)	5	
# de pagos por año	12	
<b>Resultado:</b>		
Costo efectivo (All-In Cost)	<b>0.00%</b>	

Es importante aclarar, que en el caso del financiamiento bancario, pueden presentarse fuertes variaciones entre los términos pactados por diferentes sujetos de crédito, así como también pueden registrarse importantes modificaciones en los costos de formalización dependiendo del tipo de garantía solicitado como respaldo de las operaciones crediticias.

A pesar de lo anterior, resulta razonable esperar que para el caso de créditos por montos elevados y en condiciones de plazo relativamente amplios, la mayoría de los intermediarios financieros solicitan el aporte de garantías hipotecarias como respaldo de dichas operaciones.

### III. Conclusiones

A partir de la información analizada anteriormente, es posible extraer las siguientes conclusiones principales:

1. El proceso de emisión y colocación de bonos a través de la bolsa, representa una alternativa de financiamiento que involucra el cumplimiento de una serie de requisitos y costos asociados, los cuales pueden experimentar variaciones significativas dependiendo de la situación particular de la compañía emisora de los valores.
2. Este proceso puede verse facilitado a través de la incorporación de asesores externos especializados, los cuales pueden asistir a la compañía en la estructuración del instrumento financiero más apropiado para las necesidades de la empresa, la preparación del prospecto de colocación de la emisión, la asesoría en los trámites requeridos ante la SUGIVAL para realizar oferta pública de los títulos, el diseño de la estrategia de colocación y demás aspectos requeridos para garantizar el éxito de la emisión.
3. La existencia de algunos costos fijos durante el proceso tales como la calificación de riesgo de la emisión, cuotas de mantenimiento a las entidades reguladoras y otros, así como de costos no recurrentes como es el caso las comisiones de estructuración y colocación, gastos de promoción, comisiones por "underwriting" y otros, hace que el costo total de esta alternativa de financiamiento varíe de manera importante en función del monto y del plazo de la emisión.
4. En todo caso, el análisis preliminar de la información correspondiente a los diferentes elementos de costo asociados con el proceso de emisión y colocación de bonos a través de bolsa, parece sugerir que esta alternativa de financiamiento puede resultar muy atractiva para aquellas compañías con capacidad para colocar emisiones por montos lo suficientemente altos como para diluir los costos fijos del proceso y con plazos lo suficientemente largos como para absorber los costos no recurrentes relacionados con la preparación de la transacción.
5. Adicionalmente, existen otros elementos que podrían hacer favorable el financiamiento a través de bolsa dentro de los cuales se pueden mencionar: i) la posibilidad de obtener financiamiento de mediano y largo plazo con tasa de interés fija, lo cual puede resultar difícil de lograr en el caso de las fuentes tradicionales de crédito en las cuales predominan las tasas de interés variables, ii) la posibilidad de estructurar emisiones con pago del principal al vencimiento o con amortizaciones programadas, lo cual puede permitir una mejor administración de los flujos de caja y hacer consistentes los pagos del principal con el plazo de

recuperación de la inversión, iii) la posibilidad de complementar el financiamiento a través de deuda con la colocación de acciones en el mercado que permitan fortalecer la base de capital de la empresa y que también podrían ser adquiridas por los fondos de inversión y de pensiones, en el tanto ofrezcan un retorno potencial atractivo.

Cualquier consulta o información adicional relacionada con el contenido de esta sección, puede ser canalizada a través de la Cámara de Emisores por medio del teléfono 240-1915 o la dirección de correo electrónico: [emisores@racsa.co.cr](mailto:emisores@racsa.co.cr)

## ANEXO 1

### **Categorías de clasificación de instrumentos de deuda a largo plazo**

**AAA:** Emisiones con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Excelente

**AA:** Emisiones con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy Bueno

**A:** Emisiones con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno