



Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores



VALORIZADOR PARA LA DETERMINACION DE LOS COSTOS DE EMITIR VALORES EN EL MERCADO BURSÁTIL

www.bolsacr.com

www.fcca.co.cr

www.camara-emisores.com

VALORIZADOR PARA LA DETERMINACIÓN DE LOS COSTOS DE EMITIR VALORES EN EL MERCADO BURSÁTIL¹

I. Marco conceptual²

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:

COSTOS BASICOS:

1. *Tasa de referencia bruta*³: 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 Rica⁴ y para el caso de las emisiones denominadas en dólares, la tasa de

¹ 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 valorizador.

² La Bolsa Nacional de Valores S.A., la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores y Finanzas Corporativas de Centroamérica advierten que la información aportada por el valorizador de costos para emisiones en colones y dólares debe ser entendida como una guía ilustrativa de los costos que pueden estar asociados con la decisión de emitir valores a través de bolsa. Por lo tanto, dicho valorizador no debe ser considerado como una herramienta determinante en la toma de una decisión definitiva sobre la conveniencia para una compañía de utilizar un tipo específico de financiamiento. De igual manera este valorizador tampoco implica una recomendación o calificación por parte de las citadas entidades respecto a las ventajas o desventajas de que una empresa se liste en bolsa. En este sentido, se recomienda consultar con asesores especializados con el fin de analizar, con el fin de analizar en mayor detalle los beneficios y los riesgos que podría representar para su compañía la emisión y colocación de valores a través del mercado bursátil. Algunas de las firmas que brindan este tipo de asesoría, pueden ser ubicadas a través de la sección de estructuradores que se encuentra en el sitio web: www.camara.emisores.com

³ Debe aclararse, que el incentivo fiscal contemplado en el artículo 23 inciso c de la Ley de Impuesto sobre la Renta para el caso de los intereses que generen valores inscritos en una bolsa de comercio, son aplicables a los inversionistas por lo que para el emisor, debe contemplarse la tasa bruta.

⁴ La tasa básica pasiva es un promedio ponderado de las tasas de interés de captación brutas en colones, negociadas por los intermediarios financieros residentes en el país y de las tasas de interés de los instrumentos de captación del Banco Central y del Ministerio de Hacienda negociadas tanto en el mercado primario como en el secundario, todas ellas correspondientes a los plazos entre

referencia corresponde a la curva soberana en dólares para deuda de Costa Rica, la que se toma del vector de precios que calcula la Bolsa Nacional de Valores.

2. *Prima o “spread” de colocación:* corresponde al premio establecido en términos del rendimiento adicional sobre la tasa de referencia, 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. *Estructuración:* contempla la retribución (comisión) 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 0.4% y el 2,0% del monto de la emisión, pero puede registrar variaciones importantes dependiendo del monto y la complejidad de la emisión entre otros factores.
4. *Colocación:* corresponde a la compensación (comisión) 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 1.50% sobre el monto efectivamente colocado.
5. *Calificación de riesgo (análisis inicial):* se refiere a la tarifa cobrada por las agencias calificadoras por el proceso de calificación de riesgo de los títulos por emitir. Cada agencia calificadora fija la forma de cobro de sus honorarios, sin embargo, para efectos del presente valorizador, se toma como referencia, el pago de una suma inicial al momento de efectuarse el primer análisis de calificación de una emisión, correspondiente a una empresa que ingresa por primera vez al mercado.
6. *Promoción (lanzamiento de la emisión):* agrupa los gastos relacionados 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 exigido por la Superintendencia General de Valores (SGEVAL), hasta la organización de varias actividades formales de presentación, lo cual se conoce comúnmente como un “road show”, entre otros.

7. Calificación de riesgo (mantenimiento): se refiere a la tarifa cobrada por las agencias calificadoras de riesgo con motivo de la revisión periódica (semestral) que deben realizar durante la vigencia de la emisión a la calificación otorgada originalmente. El propósito de este seguimiento es verificar cualquier variación en las condiciones financieras de la empresa emisora que puedan afectar la calificación de riesgo otorgada en la revisión anterior.
8. Otros costos de cumplimiento de la Bolsa, SUGEVAL y Cámara de Emisores: 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. En el caso de la Cámara de Emisores la afiliación es voluntaria y optativa para las empresas que registran emisiones en el mercado. La misión de esta asociación, es representar de manera confiable y transparente los intereses de las empresas y figuras afiliadas que realizan oferta pública de valores en Costa Rica.
9. Otros costos recurrentes: Corresponde a los gastos en que debe incurrir la empresa por concepto de actualización anual de prospectos y personal encargado de atender el cumplimiento de requisitos de información periódica y hechos relevantes establecidos por la SUGEVAL. Si bien el modelo incorpora un monto básico, dependerá de la estructura organizacional con que cuente la empresa la forma que se organizará para el cumplimiento de estas obligaciones, y de esta misma forma variarán los costos.

COSTO ADICIONALES (OPCIONALES):

1. Mejoras crediticias: 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. La tasa de referencia a utilizar sería de 0.75%
2. Contratos de Suscripción (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 firme⁵ de la emisión por parte de un puesto de bolsa o varios, u otro agente colocador, el cual

⁵ 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.

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. Conclusiones

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 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 empresa en la estructuración del instrumento financiero más apropiado para sus necesidades, la preparación del prospecto de colocación de la emisión, la asesoría en los trámites requeridos ante la SUGEVAL 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. 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 entidades 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 emisión.
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, lo cual puede resultar difícil de lograr en el caso de las fuentes tradicionales de crédito dadas sus políticas para el otorgamiento de préstamos. 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 acciones⁶ 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.

6. El crédito bancario ha incorporado una serie de requisitos, trámites y plazos de autorización que evidentemente tienden a equiparar en alguna medida, el cumplimiento de requisitos y trámites a que debe someterse una empresa que participar como emisor mediante la colocación de valores en el mercado bursátil, con la ventaja en este último de que la empresa tiene toda la flexibilidad para definir las características del financiamiento que requiere. Desde esta perspectiva, es importante que los empresarios al tomar decisiones de financiamiento, evalúen la colocación de emisiones en el mercado, como una fuente de recursos más dentro del abanico de alternativas disponibles.

Cualquier consulta o información adicional relacionada con el contenido de este valorizador puede ser canalizada a través de la Cámara de Emisores (dulate@camara-emisores.com) , la Bolsa Nacional de Valores (emisores@bolsacr.com) o Finanzas Corporativas de Centroamérica (ebatallas@fccca.co.cr)

⁶ El presente valorizador aplica para las emisiones de valores representativos de deuda (bonos), si la empresa desea emitir valores accionarios puede obtener más información por medio de los contactos que se presentan al final de este documento.

ANEXO 1⁷

SIGNIFICADO DE ALGUNAS ESCALAS DE CALIFICACION ASIGNADAS POR LAS AGENCIAS CALIFICADORAS AUTORIZADAS SCRIESGO, S. A. Y FITCH RATINGS CENTROAMERICA, S.A.

Agencia Calificadora de Riesgo autorizada: SCRiesgo, S.A.
(www.scriesgo.com)

Categorías de clasificación de instrumentos de deuda a largo plazo

Scr-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.

Scr-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.

Scr-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.

Agencia Calificadora de Riesgo autorizada: Fitch Ratings Centroamérica, S.A.
(www.fitchca.com)

Categorías de clasificación de instrumentos de deuda a mediano y largo plazo

AAA (cri) La más alta calidad crediticia. Representa la máxima calificación asignada por Fitch Centroamérica en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

AA (cri) Muy alta calidad crediticia. Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

A (cri) Alta calidad crediticia. Corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

⁷ Las empresas calificadoras de riesgo son autorizadas por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) para brindar este servicio. En el sitio web de la Superintendencia www.sugeval.fi.cr, puede conocer mas detalles sobre las empresas autorizadas para estos fines.