



# MODELO PARA LA ESTIMACIÓN DE LOS COSTOS DE EMITIR VALORES DE DEUDA POR PARTE DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN EL MERCADO BURSÁTIL COSTARRICENSE

# MODELO PARA LA ESTIMACIÓN DE LOS COSTOS DE EMITIR VALORES DE DEUDA EN EL MERCADO BURSÁTIL -EMISORES NO FINANCIEROS-

## I. MARCO CONCEPTUAL

El proceso de emisión y colocación de emisiones de deuda 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 parámetros que resultan comunes a la mayoría de los procesos de emisión y que pueden ser utilizados como una referencia para establecer una idea aproximada del costo que puede implicar el financiamiento a través del mercado bursátil para una empresa no financiera, es decir, de sectores tales como industria, comercio o servicios, que analice dicha alternativa y la pueda comparar con otras opciones de financiamiento.

El objetivo del Grupo Financiero Bolsa Nacional de Valores, S.A. y de la Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores es proporcionar un valorizador o modelo simplificado que permita contar con una referencia del costo efectivo estimado de colocar un emisión de oferta pública en el mercado de valores costarricense; no obstante, se hacen las siguientes advertencias sobre los resultados que se generan a partir de su utilización:

- 1) Que la información aportada por este modelo de costos para emisiones de deuda en colones y dólares debe ser entendida como una guía ilustrativa de algunos de los costos que pueden estar asociados con la decisión de emitir valores a través de bolsa por parte de empresas de sectores tales como industria, comercio, servicios, es decir, entidades no financieras. 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, pues podrían existir otros costos producto de requisitos regulatorios u otros que no fueron considerados.
- 2) Que 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, por lo que se recomienda consultar con asesores especializados con el fin de analizar en mayor detalle los beneficios, riesgos, requisitos, costos más específicos, entre otros, que podría representar para una compañía la emisión y colocación de valores a través del mercado bursátil costarricense.

- 3) Que algunos de los parámetros de 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 valorizador, por lo que este pretende ser únicamente una guía ilustrativa para referencia del usuario.
- 4) Para emisiones a tasa variable, se debe considerar las posibles fluctuación que pueden tener las tasas de referencia.

## II. DESCRIPCION DEL MODELO

### A. INGRESO DE VARIABLES.

Al acceder a la herramienta debe de incluir la información en todas las casillas para poder avanzar. Las casillas se refieren a:

1. **Monto de la emisión:** corresponde al monto de la emisión a registrar pudiendo seleccionarse el tipo de moneda entre Colones/Dólares.
2. **Vencimiento de la emisión:** Debe seleccionarse el plazo de vencimiento de la emisión para lo cual se dan opciones a partir de 1 año.
3. **Calificación de riesgo:** se refiere a la calificación que se estima tendrá la emisión de deuda a colocar. Asociado a la calificación así será el premio o “spread” adicional que sobre la tasa de referencia la empresa deberá ofrecer al inversionista con el fin de compensarlo por invertir en alternativas con mayor riesgo, por tanto, entre mejor sea la calificación de riesgo obtenida por una emisión, menor será el “spread” que será necesario ofrecer al inversionista.
4. **Emisión Temática:** De haber seleccionado que la emisión que se pretende registra tiene esta condición, la misma requerirá de una certificación de verificación emitida por una entidad autorizada por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

Importante mencionar, que en el caso de este tipo de emisiones gracias a las gestiones realizadas de manera conjunta por el Grupo Financiero Bolsa Nacional de Valores, S.A. y la Cámara de Emisores, se promulgo el 14 de octubre del 2021 la Ley N°10051 denominada “Ley para potenciar el financiamiento y la inversión para el desarrollo sostenible mediante el uso de valores de oferta pública temáticos” **ver documento aquí**, que reconoce a las empresas que emitan en el

mercado este tipo de valores el derecho de aplicar un crédito fiscal en el impuesto sobre las utilidades, equivalente a un tercio del monto total del impuesto sobre rentas de capital correspondientes a valores de oferta pública temáticos retenidos a sus inversionistas durante el período fiscal correspondiente. Para mayores detalles puede consultarse la adición del inciso d) al artículo 23 del Reglamento a la Ley de Impuesto sobre la Renta, publicado mediante Decreto Ejecutivo N° 43198-H del 22 de julio de 2021. **Ver documento aquí**

**5. Encargado de Cumplimiento Requisitos Regulatorios (opcional):**

Corresponde al salario bruto mensual que la empresa estima deber pagar a un colaborador por atender el cumplimiento de los requisitos que exige la regulación. En algunos casos, la empresa podría decidir no incluir dicha suma considerando que de igual manera, deberá tener a un colaborador atendiendo los requisitos que le soliciten otras fuentes de financiamiento, tales como entidades bancarias.

**6. Asociado a la Cámara de Emisores:** La Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores, es una asociación sin fines de lucro cuya visión es representar de manera confiable y transparente los intereses de las empresas y figuras que realizan oferta pública de valores, en busca de un mercado profundo y desarrollado. En la página de la asociación [www.camara-emisores.com](http://www.camara-emisores.com) podrá encontrar el detalle de las empresas emisoras afiliadas, gestiones que se realizan y los beneficios que se obtienen producto de la afiliación. La afiliación a la Cámara es opcional por parte de las empresas que registran emisiones en el mercado y el monto de la membresía es semestral.

**7. Requiere Garantía:** En caso de que se considere necesario para mejorar la calificación de riesgo, la empresa voluntariamente puede incorporar a la emisión una garantía adicional. El análisis sobre la necesidad o no de aportar una garantía así como las características de la misma, puede provenir de la asesoría que se reciba por parte de los estructuradores o asesores que estén acompañando a la empresa en el proceso de registro o por la misma agencia calificadora de riesgo contratada.

## **B. COSTO FINANCIERO (MERCADO) Y COSTO ANUAL TOTAL DE LA EMISIÓN**

El modelo considera como tasas de referencia para emisiones denominadas en colones y dólares, las curvas de rendimiento soberanas en dichas monedas para deuda de Costa Rica, calculadas por el Grupo Financiero Bolsa Nacional de Valores, S.A.

Para generar el “Costo financiero (mercado), a dichas tasas, según la moneda de la emisión, el modelo contempla las variables que fueron seleccionadas específicamente en lo correspondiente a: monto de la emisión, moneda, plazo de vencimiento de la emisión en años y el spread o prima según la calificación de riesgo.

Sin embargo, para la determinación del “Costo anual total de la emisión” deben considerarse una serie de costos adicionales asociados al registro inicial así como durante la vigencia de la emisión, los que se encuentran detallados bajo los títulos “Preparación previa y autorización” y “Costos recurrentes”, los que una vez expresados como porcentajes de la emisión, se suman al Costo Financiero (Mercado) para generar la tasa efectiva de costo que se despliega en la casilla denominada: “Costo anual total de la emisión”.

Para el cálculo del costo anual de la emisión se utiliza como base el monto neto de la emisión que corresponde al monto de la emisión menos los costos de preparación previa y autorización.

En el siguiente apartado, se detallan los costos correspondientes tanto a la preparación previa como a los recurrentes que fueron considerados en este modelo simplificado.

## C. DETALLE COSTOS DE PREPARACIÓN PREVIA Y COSTOS RECURRENTE

### 1. Costos de “Preparación previa y autorización” considerados en el modelo:

- a) **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 SUGIVAL para realizar oferta pública de los títulos, el diseño de la estrategia de venta de frente a los potenciales inversionistas y demás aspectos requeridos para procurar la mejor colocación posible de la emisión incluyendo actividades formales de presentación, lo cual se conoce comúnmente como un “road show”, entre otros. La comisión de estructuración generalmente se ubica entre el 0,75% 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. Para efectos del modelo a partir de la información emanada del sondeo realizado con empresas que brindan el servicio de estructuración, se estable un monto fijo como se puede observar en el ítem correspondiente.
- b) **Calificación de riesgo (análisis inicial):** La calificación de riesgo es un requisito establecido por la Ley Reguladora del Mercado de Valores para las emisiones de deuda de las cuales se realice oferta pública en el territorio nacional. El monto consignado en el modelo se carga automáticamente y es producto del sondeo realizado con agencias calificadoras autorizadas por la SUGIVAL para brindar este tipo de servicios.

- c) Verificación externa (emisiones temáticas):** Son emisiones temáticas aquellas en las que los recursos captados serán destinados exclusivamente al financiamiento de actividades, obras y proyectos elegibles, de conformidad con la Ley 10.051 para potenciar el financiamiento y la inversión para el desarrollo sostenible mediante el uso de valores de oferta pública temáticos y con los principios y estándares reconocidos por el CONASSIF. Para este tipo de emisiones es un requisito contar con una verificación de parte de una firma externa que confirme que los recursos producto de la emisión serán utilizados en este tipo de destinos. La regulación emitida por la SUGEVAL considera otros requisitos tales como un Marco de Referencia sobre el tipo de emisión temática a registrar. El monto consignado en el modelo se carga automáticamente y es producto del sondeo realizado con firmas autorizadas por la SUGEVAL para brindar este servicio.
- d) Asesoría Legal:** corresponde a honorarios que pueden ser requeridos por la empresa emisora para el cumplimiento de requisitos establecidos en la reglamentación. De igual manera el monto consignado proviene del sondeo, sin embargo, el mismo puede ser omitido pues en algunos casos, las empresas cuentan con abogados de planta o subcontratados a través de los cuales pueden atender estos requerimientos.
- e) Registro emisiones estandarizadas BNV:** Corresponde al costo de registro de la emisión en el Grupo Financiero Bolsa Nacional de Valores, S.A. una vez cumplidos los requisitos de autorización por parte de la SUGEVAL. Este registro permitirá que la emisión sea objeto de negociación en las plataformas de la entidad bursátil.
- f) Registro ISIN-Interclear:** El código ISIN (International Securities Identification Number) es un código alfanumérico asignado por Interclear-Central de Valores que identifica de manera única la emisión a nivel internacional. Este código facilita la negociación, compensación y liquidación de transacciones de los valores que conforman la emisión y permite identificar a los diferentes tipos de valores en todos los países y sus mercados.
- g) Costos Legales de garantía (0.875%):** Como se indicó en el formulario de inicio, en caso de que se considere necesario para mejorar la calificación de riesgo, la empresa voluntariamente puede incorporar a la emisión una garantía adicional. Si se consignó de manera afirmativa que es requerido el aporte de una garantía, a partir del sondeo realizado con bufetes de abogados se establece una tarifa aproximada del 0.875% en el modelo

como porcentaje de la emisión. En el caso de que la garantía no fuera necesaria, automáticamente este ítem permanecerá sin valor alguno.

- h) Costos de Colocación (1%):** 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 del 1% sobre el monto efectivamente colocado.
- i) Encargado de Cumplimiento Requisitos Regulatorios (opcional):** El modelo carga automáticamente el monto digitado. Como se indicó, este ítem corresponde al salario que la empresa estima deber pagar a un colaborador por atender el cumplimiento de los requisitos que exige la regulación. En algunos casos, la empresa podría decidir no incluir dicha suma considerando que de igual manera, deberá tener a un colaborador atendiendo los requisitos que le soliciten otras fuentes de financiamiento, tales como entidades bancarias.

## 2. “Costos recurrentes” considerados en el modelo:

- a) Actualización calificación de riesgo:** 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. 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.
- b) Actualización verificación externa (emisiones temáticas):** De igual manera la verificación externa para emisiones temáticas debe ser actualizada anualmente según la regulación durante la vigencia de la emisión.
- c) Costo mantenimiento emisor BNV y costo mantenimiento emisor Interclear:** corresponde a las sumas anuales que se deben pagar a las entidades mencionadas, con el fin de mantener el estatus de emisor activo.
- d) Costo regulatorio Sugeval (0.025%):** Según lo establece la Ley Reguladora del Mercado de Valores **ver documento aquí**, todas las entidades incorporadas en el Registro de Valores e Intermediarios de la SUGEVAL deben contribuir con el financiamiento de las entidades regulatorias en este caso dicha Superintendencia y el Consejo de Supervisión del Sistema Financiero.



- e) **Encargado de Cumplimiento Requisitos Regulatorios (opcional):** El modelo cargará automáticamente el monto digitado en el formulario. Como se indicó, este ítem corresponde al salario que la empresa estima deber pagar a un colaborador por atender el cumplimiento de los requisitos que exige la regulación. En algunos casos, la empresa podría decidir no incluir dicha suma considerando que de igual manera, deberá tener a un colaborador atendiendo los requisitos que le soliciten otras fuentes de financiamiento, tales como entidades bancarias.
- f) **Membresía anual Cámara de Emisores:** La Cámara Costarricense de Emisores de Títulos Valores, es una asociación sin fines de lucro cuya visión es representar de manera confiable y transparente los intereses de las empresas y figuras que realizan oferta pública de valores, en busca de un mercado profundo y desarrollado. En la página de la asociación [www.camara-emisores.com](http://www.camara-emisores.com) podrá encontrar el detalle de las empresas emisoras afiliadas, gestiones que se realizan y los beneficios que se obtienen producto de la afiliación. La afiliación a la Cámara es opcional por parte de las empresas que registran emisiones en el mercado bursátil.

#### **D. CONCLUSIONES A PARTIR DEL MODELO.**

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 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, y otros, hace que el costo total de esta alternativa de financiamiento varíe de manera importante en función de la calificación, el monto y el plazo de la emisión; entre otros.



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 considerables y a plazos largos que permitan diluir los costos de preparación previa y autorización.
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 acciones en el mercado bursátil que permitan fortalecer la base de capital de la empresa.
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 para participar como emisor mediante la colocación de valores en el mercado bursátil, con la ventaja 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 adicional de recursos dentro del abanico de alternativas disponibles.

**Cualquier consulta relacionada con el contenido de este valorizador puede ser canalizada a través de la**

**Cámara de Emisores ([dulate@camara-emisores.com](mailto:dulate@camara-emisores.com))**

**Grupo Financiero Bolsa Nacional de Valores, S.A. ([emisores@bolsacr.com](mailto:emisores@bolsacr.com))**