

TECNOLÓGICO DE COSTA RICA
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS



**ANÁLISIS DE LOS FACTORES RELEVANTES PARA LA EMISIÓN DE BONOS
EN EL MERCADO DE VALORES COSTARRICENSE**

*Seminario de Graduación para optar por el grado de Licenciatura en
Administración Financiera*

Elaborado por:

Natalia Bejarano Calvo.
Fressia Cordero Solano.
Greivin Mora Valverde.
Jessica Tatiana Ramos Quinayas.
María De Los Ángeles Rojas Toruño.

Profesor tutor:

Alejandro Elizondo Castillo, M.B.A.

SAN JOSÉ,

I SEMESTRE 2012

AGRADECIMIENTO

En primera instancia agradecemos a Dios por habernos dado la vida y la oportunidad de estudiar, por darnos la fuerza y la sabiduría para permitirnos concluir este proyecto.

A nuestras familias que nos apoyaron durante toda la carrera .

Al profesor M.B.A Alejandro Elizondo por la guía durante el proceso de investigación y a todos los profesores de la carrera, quienes con sus aportes nos formaron durante estos años de aprendizaje.

Autores.

RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio se realizó en el primer semestre del año 2012 con el fin de identificar los factores que definen las condiciones en las que se emiten los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares, así como su relación con la calificación de riesgo asignado en el mercado costarricense para ese período.

La investigación se dividió en siete capítulos, en el primero se definió el problema de investigación y con base a este los objetivos y alcance del estudio.

Posteriormente, se creó un marco teórico el cual sustentó los conceptos y temas implicados en el estudio seguido de un marco metodológico en el que se detallan las pautas de la investigación.

Por último, la tercera etapa consistió en el trabajo de campo, durante el cual se aplicaron entrevistas a la población en estudio, las entidades que tenían inscritas alguna emisión de bonos a 5 años plazo en colones o dólares en Costa Rica en el primer semestre del año 2012.

Se obtuvo una respuesta efectiva del 75% de la población. De acuerdo a los resultados obtenidos las empresas que realizaron emisiones en moneda local, afirmaron que emiten los bonos en colones principalmente por ser la moneda que rige su operación, seguido de las preferencias del inversionista ya que al ser ellos los demandantes tienen influencia sobre el mercado de valores.

Además, se observó por medio de este estudio que para establecer la tasa de interés de estas emisiones no aplican una metodología propia, por el contrario, lo que hacen la mayoría de las entidades es estudiar el mercado y realizar ajustes a las tasas de interés de sus bonos tomando en cuenta las condiciones internas de la entidad.

La investigación identificó que la calificación de riesgo asignada a las entidades, afecta considerablemente sus emisiones y condiciones, ya que este indicador afecta la percepción de los inversionistas en cuanto al riesgo de la entidad.

En relación con el riesgo país, las entidades afirmaron que este si se ve reflejado en el mercado de valores pero no impacta las condiciones en las que se realizan estas emisiones.

Por último, el estudio reflejó que a percepción de las entidades emisoras de bonos, los inversionistas, a la hora de invertir, basan su elección con mayor influencia en la tasa de interés que les ofrezcan por los instrumentos, en ocasiones algunos van más allá y además de las tasas analizan también la calificación que tenga asignada la entidad como tal.

Derivado de este estudio se consideran las siguientes líneas de investigación:

1. Investigar las causas de la participación poco significativa de las entidades en el mercado de valores costarricense.
2. Identificar modelos de desarrollo que le permitan a la Bolsa Nacional de Valores desarrollar el mercado bursátil en Costa Rica.
3. Realizar un estudio de la perspectiva que tiene el inversionista costarricense con respecto a las emisiones de bonos como instrumento de inversión.

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN EJECUTIVO	ii
ÍNDICE GENERAL	iv
ÍNDICE DE CUADROS	vii
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I. GENERALIDADES.....	3
A. Justificación.....	4
B. Planteamiento del Problema.....	5
C. Objetivos	5
1. Objetivo General	5
2. Objetivos Específicos.....	5
D. Alcance y Limitaciones del Estudio	6
1. Alcance.....	6
2. Limitaciones	7
CAPÍTULO II. MARCO TEORICO.....	8
A. Mercado de valores	9
1. Definición.....	9
2. Título Valor	9
3. Participantes	11
4. Proceso de emisión de un título de deuda	13
B. Deuda.....	14
1. Bonos	15
2. Clasificación de los bonos	16
3. Contrato de emisión de bonos	18
4. Colocación	18
5. Mecanismos de colocación.....	19
6. Factores que influyen en las decisiones de financiamiento a largo plazo.....	23
C. Inversión.....	24

1.	Proceso de inversión	24
2.	Inversiones reales e inversiones financieras	27
D.	Tasa de interés	27
1.	Definición.....	27
2.	Tipos de Tasa de Interés	28
E.	Métodos de estimación de tasas de interés	29
1.	Definición de la curva plazo rendimiento.....	29
2.	Modelos polinomiales: Cubic Spline.....	30
3.	Modelos paramétricos: Nelson – Siegel	32
4.	Modelos paramétricos: Haugen – Logarítmica	33
5.	Interpretación de los puntos de la curva de rendimiento	34
F.	Riesgo	35
1.	Definición.....	35
2.	Evaluación del riesgo.....	35
3.	Técnicas para la reducción del riesgo.....	35
4.	Tipos de riesgo.....	37
G.	Riesgo país	40
1.	Definición.....	40
H.	Métodos de calificación de riesgo	41
1.	Capacidad de pago	41
2.	Teoría de costo beneficio	42
3.	Métodos de análisis de calificación de riesgo	43
I.	Calificación de riesgo.....	45
1.	Definición.....	45
2.	Elementos que se evalúan a la hora de otorgar una calificación	46
3.	Proceso de calificación	46
4.	Beneficios de la calificación.....	49
5.	Tipos de calificación.....	50
6.	Frecuencia de la calificación.....	50
7.	Significado de las calificaciones	50
J.	Calificadoras de riesgo	57

1. Definición.....	57
2. Entidades Reguladoras	57
3. Empresas calificadoras en Costa Rica.....	57
CAPITULO III. MARCO METODOLÓGICO.....	58
A. Tipo de investigación	59
B. Fuentes de información	61
1. Fuentes Primarias	61
2. Fuentes Secundarias	61
C. Sujetos de información	62
D. Instrumentos de investigación	62
E. Criterio de selección	65
F. PROCESAMIENTO Y ANÁLISIS DE DATOS.....	68
CAPITULO IV. ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	70
CAPITULO V. CONCLUSIONES Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN	113
A. Conclusiones.....	114
B. Líneas futuras de Investigación.....	116
CAPÍTULO VI. BIBLIOGRAFÍA	117
CAPITULO VII. ANEXOS Y APÉNDICES.....	120

ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO No. 1 MONEDA EN LA CUAL LAS ENTIDADES EMITEN BONOS	72
CUADRO No. 2 MONEDA MÁS ATRACTIVA POR LAS ENTIDADES PARA EMITIR BONOS.....	73
CUADRO No. 3 PRINCIPAL RAZÓN POR LA CUAL LAS ENTIDADES EMITEN BONOS	74
CUADRO No. 4 INTERVALOS DE TIEMPO	75
CUADRO No. 5 UTILIZACIÓN DE METODOLOGÍA PROPIA POR PARTE DE LA ENTIDAD PARA ESTABLECER LA TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS	76
CUADRO No. 6 METODOLOGÍA IMPLEMENTADA	77
CUADRO No. 7 VENTAJAS QUE HA APORTADO LA METODOLOGÍA	79
CUADRO No. 8 EXPERIENCIA OBTENIDA CON LA METODOLOGÍA UTILIZADA	81
CUADRO No. 9 COMPARACIÓN DE LA METODOLOGÍA.....	82
CUADRO No. 10 OPCIÓN DE CAMBIAR DE METODOLOGÍA.....	83
CUADRO No. 12 PRINCIPAL RAZÓN PARA EMITIR BONOS CON UN PLAZO DE 5 AÑOS.....	84
CUADRO No. 13 NIVEL DE INFLUENCIA DE LOS FACTORES.....	86
CUADRO No. 14 IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO EN LAS TASAS DE INTERÉS	89
CUADRO No. 15 IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO	90
CUADRO No. 16 LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS REFLEJAN EL RIESGO DE LA ENTIDAD.....	92
CUADRO No. 17 REFLEJO DE LA CALIFICACIÓN.....	93
CUADRO No. 18 CALIFICACIÓN DE RIESGO CON MAYOR INFLUENCIA	94
CUADRO No. 19 CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS EMISIONES	95
CUADRO No. 20 CALIFICACIÓN DE RIESGO ASIGNADA.....	97
CUADRO No. 21 FACTORES DE MAYOR INFLUENCIA	98
CUADRO No. 22 PRINCIPALES RAZONES POR LAS CUALES LAS ENTIDADES EMITEN BONOS EN COLONES, DÓLARES O AMBAS	100

CUADRO No. 23 PRINCIPALES RAZONES POR LAS CUALES LOS INVERSIONISTAS ADQUIEREN BONOS EN COLONES, DÓLARES O AMBAS	102
CUADRO No. 24 RELACIÓN ENTRE LA PRINCIPAL RAZÓN PARA LA EMISIÓN DE BONOS CON PLAZO A 5 AÑOS Y FRECUENCIA DE EMISIÓN DE ESTOS BONOS ..	104
CUADRO No. 25 UTILIZACIÓN O NO DE METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DE LA TASA DE INTERES Y SU RELACIÓN CON LOS MÉTODOS DE CÁLCULO	107
CUADRO No. 26 RELACIÓN ENTRE EL RIESGO PAÍS Y LA TASA DE INTERÉS.....	109
CUADRO No. 27 INFLUENCIA DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO ENTIDAD	111

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO No. 1 MONEDA EN LA CUAL LAS ENTIDADES EMITEN BONOS.....	73
GRÁFICO No. 2 MONEDA MAS ATRACTIVA POR LAS ENTIDADES PARA LA EMISION DE BONOS.....	74
GRÁFICO No. 3 PRINCIPAL RAZÓN POR LA CUAL LAS ENTIDADES EMITEN LOS BONOS.....	75
GRÁFICO No. 4 INTERVALOS DE TIEMPO EN LOS CUALES LAS ENTIDADES EMITEN BONOS.....	76
GRÁFICO No. 5 METODOLOGÍA PROPIA PARTE DE LA ENTIDAD PARA ESTABLECER LA TASA DE INTERES DE LOS BONOS.....	77
GRÁFICO NO. 6 METODOLOGÍA IMPLEMENTADA PARA ESTABLECER LAS TASAS DE INTERÉS POR LAS EMPRESAS QUE EMITEN BONOS A 5 AÑOS PLAZO EN EL MERCADO COSTARRICENSE	79
GRÁFICO No. 7 VENTAJAS QUE HA APORTADO LA METODOLOGÍA.....	81
GRÁFICO No. 8 EXPERIENCIA OBTENIDA CON LA METODOLOGÍA UTILIZADA.....	82
GRÁFICO No. 9 COMPARACIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA CON LA DE OTRAS ENTIDADES.....	83
GRÁFICO No. 10 LAS ENTIDADES HAN CONSIDERADO LA OPCION DE CAMBIAR DE METODOLOGIA PARA ESTABLECER LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS A CINCO AÑOS PLAZO	84
GRÁFICO No. 12 PRINCIPAL RAZÓN PARA EMITIR BONOS CON UN PLAZO DE 5 AÑOS.....	86
GRÁFICO No. 13 NIVEL DE INFLUENCIA DE LOS FACTORES AL ESTABLECER. LA TASA DE INTERES DE LOS BONOS.....	89
GRÁFICO No. 14 IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO EN LAS TASAS DE INTERÉS.....	90
GRÁFICO No. 15 IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO ASIGNADA A LA ENTIDAD SOBRE LA TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS.....	92
GRÁFICO No. 16 LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS REFLEJAN EL RIESGO QUE TIENE LA ENTIDAD EMISORA	93

GRÁFICO No. 17 REFLEJO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBRE LAS TASAS DE INTERES.....	94
GRÁFICO No. 18 CALIFICACIÓN DE RIESGO CON MAYOR INFLUENCIA AL ESTABLECER LA TASA DE INTERES DE LOS BONOS.....	95
GRÁFICO No. 19 CALIFICACIÓN DE LAS EMISIONES.....	97
GRÁFICO No. 20 CALIFICACIÓN DE RIESGO ASIGNADA RESPONDE A LAS CONDICIONES DE LA ENTIDAD.....	98
GRÁFICO No. 21 FACTORES DE MAYOR INFLUENCIA EN LA DECISIÓN DEL INVERSIONISTA AL ADQUIRIR BONOS.....	100
GRÁFICO No. 22 PRINCIPALES RAZONES POR LAS CUALES LAS ENTIDADES EMITEN BONOS EN COLONES, DÓLARES Ó AMBAS.....	102
GRÁFICO No. 23 PRINCIPALES RAZONES POR LAS CUALES LOS INVERSIONISTAS ADQUIEREN BONOS EN COLONES, DÓLARES O AMBAS.....	104
GRÁFICO No. 24 RELACIÓN ENTRE LA PRINCIPAL RAZÓN PARA LA EMISIÓN DE BONOS CON PLAZO A CINCO AÑOS Y FRECUENCIA DE EMISIÓN DE ESTOS BONOS.....	107
GRÁFICO No. 25 RELACIÓN ENTRE EL USO DE METODOLOGÍAS PROPIAS PARA LA ESTABLCKER LA TASA DE INTERES DE LOS BONOS Y EL TIPO DE TASA UTILIZADA.....	109
GRÁFICO No. 26 RELACIÓN ENTRE EL RIESGO PAÍS Y LA TASA DE INTERÉS.....	111
GRÁFICO NO. 27 INFLUENCIA DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO EMPRESA SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS.....	113

INTRODUCCIÓN

En Costa Rica existe un mercado de valores organizado y con todas las funciones de un mercado formal, donde se destaca la existencia de la Bolsa Nacional de Valores que tiene como uno de sus objetivos estratégicos el promover el uso del mercado de capitales como herramienta para el financiamiento de las empresas y el Estado.

En Costa Rica, este mercado se encuentra invadido por títulos públicos, que compiten con los emisores privados, por la vía de las tasas de interés, moneda, valor del título y plazo, aprovechando la percepción de que son más atractivos y constituyen la opción deseada por muchos. Esta situación no permite generar un verdadero mercado de capitales que impulse al país hacia un desarrollo económico, ya que la decisión de cotizar en bolsa implica un arduo proceso para concluir exitosamente con el objetivo planeado por las empresas de obtener el financiamiento.

Por esta razón, las empresas privadas que incursionan en el mercado bursátil costarricense deben superar muchos obstáculos, uno de los principales se relaciona con la determinación de las tasas de interés con las que competirán en el mercado de valores.

A partir de este análisis del mercado bursátil de Costa Rica, el presente estudio pretende identificar los factores que definen las condiciones en las que se emiten los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares, así como su relación con la calificación de riesgo asignado en el mercado costarricense para el primer semestre del 2012.

El trabajo está estructurado en siete capítulos, los mismos se detallan a continuación:

Capítulo I. Generalidades: en este capítulo se detalla la justificación, el problema, los objetivos, el alcance y las limitaciones del estudio.

Capítulo II. Marco Teórico: contiene los temas, definiciones y aspectos teóricos involucrados directamente en la realización del estudio.

Capítulo III. Marco Metodológico: este capítulo detalla el marco metodológico utilizado para el desarrollo de la investigación, comprende la descripción del tipo de estudio, fuentes de información, sujetos de información, instrumentos de investigación y criterio de selección.

Capítulo IV. Análisis de resultados: Esta sección expone los datos relevantes obtenidos en la entrevista realizada a las personas encargadas de las emisiones de bonos en las entidades seleccionadas para el estudio.

Capítulo V. Conclusiones y Líneas futuras de investigación: en este capítulo se muestran las conclusiones obtenidas de los resultados del estudio, y además, se presentan las líneas futuras de investigación que podrían ayudar a los próximos grupos de trabajo a la hora de definir su tema de investigación.

Capítulo VI. Bibliografía: presenta todas las referencias bibliográficas utilizadas durante la elaboración del estudio.

Capítulo VII. Anexos y Apéndices: este capítulo permite conocer los documentos creados para contribuir a la elaboración del trabajo y otros documentos recolectados durante el estudio que contribuyen a comprender mejor el trabajo.

CAPÍTULO I. GENERALIDADES

A. Justificación

En la actualidad, la Bolsa Nacional de Valores Costarricense ha perdido mucha fuerza y son muy pocas las entidades que forman parte de este mercado bursátil, trayendo como consecuencia el desincentivar a las personas y empresas para invertir sus recursos al no contar con los suficientes instrumentos atractivos en el país.

Debido al cambio en la calificación de riesgo que tuvo el país a inicios de este año se quiso investigar sobre el posible efecto que podría tener este indicador a la hora de asignar las tasas de interés de las emisiones de bonos realizadas en Costa Rica.

Posteriormente, se decidió ampliar el estudio para definir todas las condiciones en las que se emiten los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares, así como su relación con la calificación de riesgo, no solo riesgo país, sino también el riesgo que se le asigna localmente a las entidades que emiten estos bonos (riesgo empresa).

Además, se investigó si las entidades costarricenses utilizan metodologías propias a la hora de establecer las tasas de interés o solamente las establecen de acuerdo a lo que está en el mercado o siguen la línea de alguna entidad específica.

Por otra parte, se consideró que este estudio podrá ayudar en alguna medida a las entidades o personas para apoyar la toma de decisiones de inversión en el mercado de valores costarricense, ya que en tiempos turbulentos y de cambio, estar informados es la clave para tomar las mejores decisiones.

B. Planteamiento del Problema

¿Cuáles son los factores que definen las condiciones en las que se emiten los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares, y su relación con la calificación de riesgo asignado en el mercado costarricense para el primer semestre del 2012?

C. Objetivos

1. Objetivo General

Identificar los factores que definen las condiciones en las que se emiten los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares, así como su relación con la calificación de riesgo asignado en el mercado costarricense para el primer semestre del 2012.

2. Objetivos Específicos

- 2.1. Identificar la utilización de metodologías específicas por parte de las empresas emisoras de bonos en el mercado costarricense para la fijación de las tasas de interés de los bonos a 5 años plazo en dólares y colones.
- 2.2. Determinar los factores que se toman en cuenta para fijar las tasas de interés de los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares en el mercado costarricense para I semestre del año 2012.
- 2.3. Analizar la relación entre la calificación de riesgo asignado por las calificadoras y la tasa de interés de los bonos emitidos en Costa Rica en el plazo de 5 años en colones y dólares para el I semestre del año 2012.

D. Alcance y Limitaciones del Estudio

1. Alcance

Se realizó un estudio de las emisiones de bonos formalizadas en el mercado de valores costarricense para el primer semestre del año 2012 para obtener el plazo que se utilizaba con mayor frecuencia a la hora de realizar este tipo de emisiones de deuda.

Posteriormente, se concluyó que el plazo más utilizado era 5 años, por lo que se realizaron entrevistas en las entidades que contaban con emisiones de bonos con plazos de 5 años en colones y dólares inscritas en la Superintendencia General de Valores de Costa Rica en el primer semestre del año 2012. Estas entrevistas estuvieron a cargo de los 5 integrantes del grupo y fueron aplicadas a las personas encargadas de realizar la colocación de los bonos, lo anterior con el fin de identificar los factores que definen las condiciones en las que se emiten los bonos a este plazo en ambas monedas, así como su relación con la calificación de riesgo asignado en el mercado costarricense.

Para la investigación se consideró toda la población debido a que su tamaño era muy reducido, sin embargo, no se obtuvo respuesta por parte de tres entidades, a pesar de los reiterados intentos por parte del grupo para poder obtener la información.

El proyecto se concluyó a finales del mes de mayo del año 2012 para poder ser presentado y defendido en el mes de junio de este mismo año en el Tecnológico de Costa Rica.

Para el estudio realizado no se tomaron en cuenta las entidades que tenían emisiones de bonos en el primer semestre del año 2012 con algún plazo diferente a 5 años.

2. Limitaciones

- 2.1. Los datos de las entidades indicados en la página web de la Superintendencia General de Valores estaban desactualizados y en algunos casos se dificultó contactar a las personas idóneas para realizar la entrevista.
- 2.2. A pesar de lograr contactar a la persona clave para atender la entrevista, no fue posible realizarla ya que aunque se insistió no dieron respuesta alguna, tal es el caso de las entidades (Corporación ILG Internacional, S.A., Banco Centroamericano de Integración Económica y Mutual Cartago Ahorro y Préstamo).

CAPITULO II. MARCO TEORICO

A. Mercado de valores

1. Definición

El mercado de valores se define como el sistema que permite la emisión, colocación y distribución de valores. Es un componente del sistema financiero que pone en contacto a los oferentes de valores (emisores) y los demandantes de valores (inversionistas).

Los mercados de valores en general hacen posible que las entidades obtengan financiamiento mediante la venta de valores, los cuales son negociables en una bolsa de valores. (Superintendencia General de Valores, 2010).

Dentro del mercado de valores existe *el mercado primario* en el cual se venden los valores en el momento de su emisión inicial. *El mercado secundario* por su parte es en el que se negocian los valores previamente emitidos.

2. Título Valor

Según (Méndez, 1995, Pp. 20-22) “Es un documento que confiere un derecho al portador y que es susceptible a ser negociado en bolsa.”

Un valor “se refiere a la exigencia de recibir beneficios futuros posibles bajo ciertas condiciones. La función del análisis de valores es comprender las características de riesgo y rendimiento de los valores”. (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp8).

Los títulos valores por lo general pueden ser agrupados dentro de una clasificación general como *títulos de deuda* y *títulos de capital*.

Los *títulos de deuda* constituyen, en sí, una obligación de pago que establece el emisor con el inversionista o el ahorrante, por los fondos que este le otorga en calidad de préstamo. En el momento de emitir el título, se establecen las condiciones que determinarán las obligaciones y los derechos tanto del emisor

como del inversionista. Los instrumentos de deuda más comunes son los bonos, los certificados de inversión y de depósito a plazo, las aceptaciones bancarias y las letras de cambio.

Los *títulos de capital* representan la participación en una de las partes en las que se divide el capital social de una empresa. El comprador de un título de capital se constituye en socio copropietario de la empresa que ha emitido el instrumento. Los títulos de capital de mayor circulación en el mercado son, las acciones comunes y las acciones preferentes.

Figura No. 1



Fuente: Elaboración propia.

En este proyecto se investigará acerca de los títulos de deuda, específicamente los bonos. A continuación se describe cuales son los participantes del mercado de valores costarricense.

3. Participantes

Según la Superintendencia General de Valores (2010), en los mercados de valores participan:

El regulador del mercado de valores	En Costa Rica La Superintendencia General de Valores es la entidad responsable de crear el marco regulador y legal propicio para inversión en títulos valores.
Los emisores de valores	Son empresas que utilizan la emisión de un título valor como un medio para financiar sus operaciones en corto, mediano o largo plazo.
Los intermediarios de valores	Son los puestos de bolsa y las sociedades administradoras que ofrecen sus fondos de inversión.
Las Bolsas de Valores	Según la Ley 7732 del Mercado de Valores tienen el objetivo de organizar y facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación conferidas por la ley, sobre los puestos y los agentes de bolsa.
Los inversionistas	Son individuos que adquieren bonos, obligaciones u otros valores, con el objetivo de obtener una ganancia.
Las calificadoras de valores	Son empresas que tienen como objetivo principal proporcionar servicios de calificación de los títulos valores de

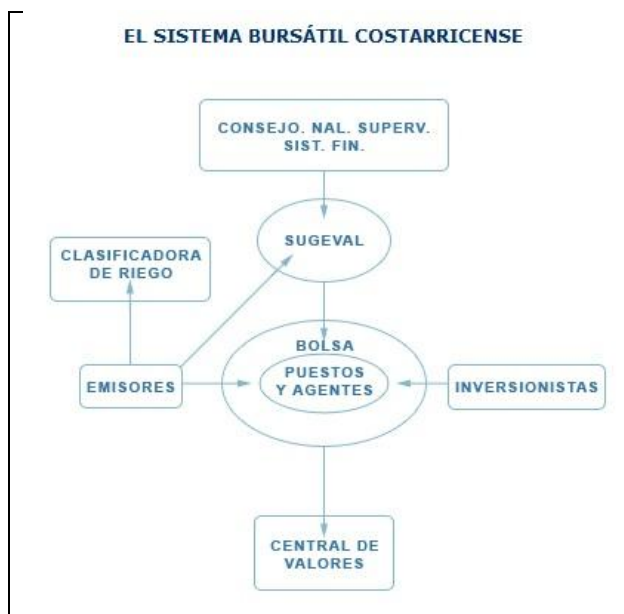
entidades autorizadas en emitir públicamente instrumentos financieros. Más adelante se desarrollara ampliamente el tema de los calificadores de valores.

Los proveedores de precios

Son empresas dedicadas a proporcionar diariamente precios actualizados para la evaluación de instrumentos financieros así como servicios integrales de cálculo, información, análisis y riesgo relacionados con dichos precios. Ejemplos de estas entidades en Costa Rica es Proveedor Integral de Precios Centroamérica (PIPICA).

En la siguiente figura muestra como se interrelacionan los principales participantes del mercado de valores:

Figura No. 2



Fuente: Bolsa Nacional de Valores

4. Proceso de emisión de un título de deuda

La Ley Reguladora del Mercado de Valores establece que el procedimiento de registro de títulos de deuda está sujeta a la presentación de la siguiente documentación:

- Solicitud firmada por el representante legal con la siguiente información:
 - Emisión a registrar.
 - Nombres de los representantes legales de la empresa.
 - Domicilio exacto.
 - Nombre de la firma de auditores.
 - Nombre del despacho de consultores que prepararon los requisitos.
 - Fecha del cierre fiscal.
 - Nombre de la persona designada como contacto.

- Prospecto, es un documento que reúne y resume las principales condiciones de la emisión que se está registrando, así como la entidad que lo solicita. Con información útil para que el inversionista tenga los elementos necesarios para la toma de decisiones referente al instrumento financiero. Debe contener al menos la siguiente información:
 - Emisión y la oferta, gerentes, asesores, etc.
 - Información esencial: análisis de riesgo, indicadores financieros.
 - Información sobre la empresa emisora, historia, visión.
 - Resultados de la operación y prospectiva sobre la empresa.
 - Información sobre Directores y empleados.
 - Participaciones significativas.
 - Informes financieros.

- La inscripción ante la Bolsa Nacional de Valores, para lo cual la empresa interesada debe presentar:

- Solicitud de inscripción.
- Copia de autorización de oferta pública de la SUGEVAL.
- Certificación notarial emitida por el Registro público sobre la Personería Jurídica.
- Copia de Cédula Jurídica.
- Ejemplar del prospecto.
- Cancelación de cuota para nuevos emisores y cuota de ISIN (International Security Identification Number)
- Completar formulario de Registro de emisores.
- Registro de firmas autorizadas.
- Entregar macrotítulo o título anulado, según sea el caso.
- Suscripción de contratos.
- Completar formulario de Acceso a los sistemas.
- Certificación notarial de acuerdo de Asamblea de accionistas

B. Deuda

Las emisiones de deuda establecen la devolución del monto invertido en una fecha pactada y reconocen el pago de intereses. Una de sus clasificaciones es por plazo: papel comercial (plazo menor a 360 días), bonos (plazo igual o mayor a 360 días). El inversionista es acreedor de la entidad emisora. Términos comunes: certificados de inversión, certificados de depósito a plazo, certificados de participación hipotecaria, bonos de cero cupón, entre otros. (Superintendencia General de Valores, 2010).

Existen diversos tipos de endeudamiento a largo plazo como los bonos, los certificados de inversión, depósitos a plazo, letras de cambio entre otros. Este proyecto se enfoca en los bonos como fuente de financiamiento.

1. Bonos

Según la revisión bibliográfica realizada, “Un bono es un contrato a largo plazo en virtud del cual un prestatario conviene en hacer pago de intereses y de capital en fechas específicas al tenedor de un bono.” (Besley y Brigham, 2000, Pp758).

Otra definición encontrada es: un bono es una obligación financiera contraída por el inversionista; o bien, es un certificado de deuda, es decir una promesa de pago futura documentada en un papel y que determina el monto, plazo, moneda y secuencia de pagos. Cuando un inversionista compra un bono, le está prestando su dinero ya sea a un gobierno, a un ente territorial, a una agencia del estado, a una corporación o compañía, o simplemente al prestamista. En retorno a este préstamo el emisor promete pagarle al inversionista unos intereses durante la vida del bono para que el capital sea reinvertido a dicha tasa cuando llega a la maduración o vencimiento. (Mejía, 2002, Pp12).

En relación los bonos es necesario conocer ciertos términos, como el *valor nominal o facial*, que es el valor con que se emitió el bono. Este monto es invariable. *Valor de mercado*, es el precio al que los inversionistas pueden comprar el título valor en un determinado momento, de acuerdo con las condiciones que prevalezcan en el mercado. El inversionista deberá tomar en cuenta este valor si desea vender el título de deuda antes de su fecha de vencimiento. (Superintendencia General de Valores, 2010)

Los bonos tienen un *vencimiento* determinado, que es la fecha en la que la compañía está obligada a pagar el valor nominal al tenedor del bono. Finalmente está la *tasa de cupón o tasa anual de interés nominal*, es la tasa de interés establecida para el instrumento, es el pago anual de los intereses dividido entre el valor nominal del bono. (James y Wachowicz, 2002, Pp71).

2. Clasificación de los bonos

Dentro de los tipos de bonos que existen, se pueden mencionar los siguientes:

Tipo de bono	Descripción
Bonos cupón cero	<p>“Título que no devenga intereses, pero que se vende a un descuento considerable de su valor nominal; se compensa a los inversionistas a través de la apreciación del precio” (Van Horne, 2002)</p> <p>Según (Meoño y Escoto, 2001, Pp74) Una de las principales ventajas de estos bonos son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La emisión en el mercado primario reduce los costos para el emisor, como el costo de control, seguimiento y redención. • Permite una más eficiente formación de precios. • Emitidos en el mercado primario conlleva a que los puestos de bolsa tengan una disminución en los trámites de recepción, entrega, traspaso, custodia y cobro de títulos de cartera.
Bonos con descuento	<p>Instrumentos cuyo interés consiste en pagar la diferencia entre el precio más bajo pagado por el título y el monto nominal al momento de su emisión. Si el título es cero cupón, no paga intereses durante su vida y cuando vence, se reembolsa su valor nominal completo. (Superintendencia General de Valores, 2010)</p>
Bonos de deuda interna	<p>Son títulos emitidos con el respaldo del Banco Central de Costa Rica. Estos bonos por lo general son emitidos al portador aunque también pueden ser a la orden, los plazos de captación pueden ser de 6</p>

	días hasta de 5 años. Se han estandarizado gradualmente las emisiones de este instrumento en pro del desarrollo del mercado secundario. Los intereses que generan estos títulos están sujetos al impuesto del 8%.
Bonos de Estabilización Monetaria	<p>“Bonos emitidos por el Gobierno Central para el financiamiento del déficit fiscal, autorizados por la Ley de Presupuesto de la República o alguna similar. Estos bonos cuentan con garantía estatal”. (Superintendencia General de Valores, 2010)</p> <p>Son utilizados para realizar operaciones del mercado abierto, y así controlar los agregados monetarios. Por lo general son emitidos al portador, son instrumentos de corto plazo y no son seriados, actualmente son colocados en el mercado de valores mediante el sistema de subasta y se emiten a 1, 2, 3, 6, 12, 18, 24 meses. (Meoño y Escoto, 2001, Pp73)</p>
Bonos de deuda externa	<p>“Son valores en dólares emitidos por el Banco Central de Costa Rica, para ser colocados en el extranjero, como resultado de la compra de su deuda externa efectuada en 1990. Los de serie A tienen garantía de pago del Banco Central mientras que los de la serie B no están avalados.” (Superintendencia General de Valores, 2010)</p>
Bonos chatarra	<p>“Bonos de alto riesgo y alto rendimiento, utilizados para financiar fusiones, adquisiciones empresariales apalancadas y compañías con problemas.” (Besley y Brigham, 2000, Pp768)</p>
Bonos de tasa variable	<p>“La tasa de interés establecida se ajusta periódicamente dentro de límites establecidos en</p>

	respuesta a los cambios en mercados de dinero especificados o en tasas del mercado de capitales”. (Gitman, 2007, Pp241)
Documentos prorrogables	“Vencimientos cortos, por lo común de 1 a 5 años, que se pueden renovar a un período igual a elección de los tenedores”. (Gitman, 2007)
Bonos exigibles al valor nominal	Bonos que se pueden redimir al valor nominal a elección de sus tenedores ya sea en fechas específicas después de la fecha de emisión y cada 1 a 5 años posteriores, y si, la empresa toma acciones específicas, como ser vendida. Adquirir otra compañía o emitir una gran cantidad de deuda adicional. (Gitman, 2007)
Papel Comercial	“Obligaciones a corto plazo (menos de un año) emitidas por las empresas para financiar, principalmente, sus cuentas por cobrar y sus inventarios.” (Superintendencia General de Valores, 2010)

3. Contrato de emisión de bonos

“Es el documento legal que especifica los derechos de los tenedores de bonos y las obligaciones de la corporación emisora”. (Gitman, 2007)

4. Colocación

La colocación es la venta efectiva de activos financieros, por la propia entidad emisora, o a través de intermediación . En inglés es llamada “Placement”. Así mismo puede entenderse como la actividad de invertir fondos disponibles o

excedentes en diferentes activos para obtener un beneficio. (La Gran Enciclopedia de Economía, 2009).

5. Mecanismos de colocación

Según el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (2010), existen tres mecanismos de colocación de valores. Estos son los siguientes: ventanilla, subasta y suscripción. Solo puede ser utilizado un mecanismo para la colocación de un mismo tracto y los requisitos son:

- a) Trato igualitario a los inversionistas en el acceso y difusión de la información sobre la emisión y el mecanismo de colocación.
- b) Trato igualitario a los inversionistas en las condiciones de la colocación.
- c) El prospecto o documento de registro correspondiente debe revelar las reglas específicas del mecanismo de colocación en forma detallada y clara.
- d) El agente colocador debe conservar la documentación que acredite el detalle de las ofertas recibidas de los inversionistas y la asignación, la cual debe estar a disposición de la SUGEVAL.

a) Colocación por ventanilla

Para la Bolsa Nacional de Valores (2011) la colocación por medio de ventanilla es una red de distribución de valores organizada por el emisor para colocar directamente la totalidad o una parte de sus emisiones. En Costa Rica, el caso de algunos emisores, particularmente aquellos que cuentan con actividades importantes en el mercado rural, las colocaciones en ventanilla representan una proporción muy importante de todas sus colocaciones.

El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (2010) indica que es una colocación por ventanilla, aquella en la que las ofertas de los inversionistas se refieren únicamente a la cantidad que se desea comprar, al rendimiento o precio previamente establecido por el agente colocador. Para garantizar el trato

igualitario a los inversionistas, el agente colocador debe mantener el rendimiento o precio sin modificaciones al menos durante el horario de recepción de ofertas de un mismo día, el cual debe abarcar al menos tres horas continuas diarias. El rendimiento o precio debe colocarse en un lugar visible o de fácil acceso para los inversionistas o el agente de bolsa.

El mecanismo de ventanilla debe establecer un porcentaje máximo a asignar por inversionista, el cual no puede exceder el porcentaje máximo establecido por el Superintendente mediante acuerdo de alcance general. Cuando la ventanilla se mantenga abierta hasta colocar la totalidad de la emisión, este porcentaje se refiere al monto total disponible de la emisión. Cuando la colocación se realice por tractos, este porcentaje se refiere al tracto por colocar. En caso de que resulte un monto remanente aplicando el porcentaje máximo por inversionista en el plazo de al menos tres horas de recepción de ofertas, la asignación de este remanente entre los inversionistas cuya oferta de compra haya superado este porcentaje debe realizarse asignando montos iguales a cada uno, respetando el monto de cada oferta de compra y hasta agotar el remanente (asignación uniforme absoluta) o, alternativamente, con el método de prorrateo (asignación uniforme relativa), a elección del emisor.

b) Colocación por medio de subasta

Es una colocación por subasta aquella en la que el agente colocador ofrece una cantidad o monto a subastar y las ofertas de los inversionistas se refieren tanto a la cantidad o al monto como al rendimiento o precio al que se desea comprar. El emisor debe asignar las ofertas según su precio (de mayor a menor) o rendimiento (de menor a mayor). En caso de que haya más de una oferta al precio o rendimiento de corte, la asignación de los montos debe realizarse asignando montos iguales a cada una, respetando el monto de cada oferta y hasta agotar el remanente (asignación uniforme absoluta) o, alternativamente, con el método de prorrateo (asignación uniforme relativa), a elección del emisor. El mecanismo de

subasta debe incluir un precio máximo o rendimiento mínimo de asignación parcial, lo que implica que el precio de corte no puede ser mayor al precio máximo de asignación parcial sin que se asigne la totalidad de la cantidad o monto ofrecido previamente y que el rendimiento de corte no puede ser menor al rendimiento mínimo de asignación parcial sin que se asigne la totalidad de la cantidad o monto ofrecido previamente. En ambos casos, el emisor puede asignar una cantidad o monto mayor a la cantidad o monto ofrecido previamente. (Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero , 2010)

c) Colocación por suscripción o Underwriting

Para la Superintendencia General de Valores (2010) el Underwriting o suscripción es un “contrato entre un puesto de bolsa y una empresa emisora por medio del cual el primero se compromete a comprar una emisión o parte de ella, para posterior reventa en el mercado”.

Según el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (2010) es una colocación por suscripción, aquella en la que el emisor y un suscriptor firman un contrato de suscripción.

Existen tres modalidades, la suscripción en firme o underwriting en firme, underwriting de mejor esfuerzo y la suscripción en garantía.

En estos casos, el suscriptor únicamente puede vender los valores hasta que la emisión o parte de una emisión, según corresponda al contrato de suscripción, esté suscrita y pagada y debe realizarse en el mercado secundario de valores inscritos.

Cuando la suscripción se realice en Costa Rica, el suscriptor puede ser uno o varios *puestos de bolsa* nacionales y los bancos del Sistema Bancario Nacional, éstos últimos con las limitaciones que les impone su legislación específica.

- **Underwriting en firme**

“Es el caso en que la empresa que colocará los títulos, le compra la totalidad de la emisión a un determinado precio a la empresa emisora, esperando venderlo luego a un precio mayor a otros inversionistas”. (La Gran Enciclopedia de Economía, 2009)

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. (Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero , 2010)

En este tipo de underwriting el suscriptor asume todo el riesgo de la colocación.

- **Underwriting de mejor esfuerzo**

En este caso, “la empresa que colocará los títulos se compromete con la empresa emisora a hacer el mejor esfuerzo posible para colocar la emisión, pero no garantiza su colocación”. (La Gran Enciclopedia de Economía, 2009) Si estos títulos no son colocados, son devueltos a la entidad emisora.

- **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.

6. Factores que influyen en las decisiones de financiamiento a largo plazo

Según (Meoño y Escoto, 2001, Pp776-779), existen factores que influyen sobre las decisiones de financiamiento a largo plazo de las entidades, la importancia relativa de cada factor varía entre las entidades. Entre los factores más importantes se pueden mencionar:

a) Estructura de capital fijada como meta

Es una comparación de la estructura de capital real de la empresa con la estructura de capital fijada como meta. Sin embargo, pocas empresas logran financiarse según la meta propuesta por un incremento de los costos de flotación.

b) Acoplamiento de los vencimientos

Consiste en acoplar los vencimientos de las deudas con los vencimientos de los activos.

c) Tasa de interés pronosticadas

Las empresas basan sus decisiones de financiamiento en expectativas de las tasas de interés futuras.

d) Condiciones actuales y pronosticadas de la empresa

La emisión de nuevas deudas a largo plazo depende de la condición financiera actual de la empresa. Una empresa que se encuentre en una situación débil pero que prometa una mejoría se vería inclinada a prorrogar un financiamiento a largo plazo hasta que las cosas mejoren. Por el contrario, una empresa fuerte, cuyos

pronósticos indiquen una época potencialmente mala para el futuro cercano, estaría motivada a financiarse a largo plazo ahora en lugar de esperar.

e) Restricción en los contratos actuales de endeudamiento

Las restricciones sobre la razón circulante, la razón de endeudamiento y otras por el estilo también pueden limitar la capacidad de las empresas para recurrir a distintos tipos de financiamiento en un determinado momento.

C. Inversión

Según (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp8), quiere decir sacrificar dinero actual por dinero futuro. Por lo general entran en juego dos atributos tiempo y riesgo. La cantidad de la recompensa es incierta. En algunos casos es predominante el elemento tiempo, por ejemplo con los Bonos del Estado. En otros casos el riesgo es el factor dominante.

1. Proceso de inversión

“Está relacionado con las decisiones que debe tomar un inversionista acerca de los valores en los que debe invertir, el monto de dichas inversiones y cuando se debe de invertir”. (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp8).

Este proceso implica la manera en que un inversionista debe tomar decisiones sobre que invertir en el mercado de valores negociables, como deben de componerse esas inversiones y cuando hacerlas. La base del proceso de la inversión para tomar estas decisiones es un procedimiento de 5 pasos: (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp11).

1. Establecer una política de inversión
2. Analizar los valores

3. Construir una cartera
4. Revisar la cartera
5. Evaluar el desempeño de la cartera

A continuación se detalla cada paso del proceso de inversión:

a) Establecer una política de inversión

Este es el primer paso para el proceso de inversión, y consiste en establecer los objetivos del inversionista y la cantidad de su riqueza que está dispuesto a invertir. Como existe una relación positiva entre el riesgo y el rendimiento, los objetivos de la inversión se deben establecer en términos tanto del riesgo como del rendimiento.

Este paso en el proceso de inversión concluye con la identificación de las categorías potenciales de activos financieros que se han de incluir en la cartera. (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp11).

b) Análisis de valores

En el segundo paso del proceso de inversión se debe de llevar a cabo un análisis de valores. Esto quiere decir examinar varios valores individuales o bien grupos de valores dentro de amplias categorías de valores financieros identificados previamente. Con este análisis se logra identificar aquellos valores que parezcan estar mal valuados.

La mayoría de los análisis de valores entran en dos métodos. El primer método es el *Análisis Técnico* y el segundo método es el *Análisis Fundamental*. Al discurrir sobre estos dos métodos, el enfoque deberá centrarse primero en las acciones ordinarias y después en los demás tipos de activos financieros. El Análisis Técnico es el estudio de precios de mercado accionario para predecir su

movimiento futuro, es decir se evalúa el comportamiento de precios pasados a fin de identificar tendencias y patrones, posterior a esto se analizan bajo este mismo concepto, los precios más recientes de las acciones para identificar tendencias o patrones emergentes que son similares a los del pasado.

Por otra parte, el Análisis Fundamental establece que el valor “verdadero” o intrínseco de cualquier activo financiero es igual al valor presente de todos los flujos de efectivo que el propietario del activo espera recibir. En consecuencia el analista fundamental de las acciones trata de proporcionar cuando y de cuanto serán estos flujos de efectivo y luego los convierte a su valor presente equivalente utilizando una tasa de descuento apropiada. Más específicamente el analista trata de estimar una tasa de descuento y pronosticar los dividendos que proporcionará en el futuro una acción en particular, se compara con el precio actual en el mercado para determinar si la acción está debidamente valuada. Aquellas acciones cuyo valor estimado es menor que su precio actual de mercado se conoce como sobrevaluadas o sobrepreciadas, las acciones cuyo valor verdadero estimado es mayor que su precio actual de mercado se les conocen como subvaluadas o depreciadas. (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp11).

c) Construcción de la cartera

Según Alexander, Sharpe y Bailey (2003. Pp12). Este paso implica la identificación de instrumentos financieros específicos en los cuales invertir, así como la determinación de cuánto invertir en cada uno. Las cuestiones de selectividad, timing y diversificación deben ser tratadas por el inversionista.

d) Revisión de la cartera

El cuarto paso del proceso de inversión se refiere a la repetición periódica de los 3 primeros pasos. Con el tiempo el inversionista puede cambiar los elementos que

constituyen la cartera a fin de asegurarse mejores rendimientos. (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp12).

e) Evaluar el desempeño de una cartera

Este es el último paso del proceso de administración de inversiones, pero en la realidad es parte de una operación continua, que sirve de mecanismo de retroalimentación y control que hace más eficiente el proceso. La primera tarea en la evaluación del desempeño es tratar de determinar si el desempeño del pasado fue superior o inferior al presente. La segunda tarea es determinar si el desempeño se debió a habilidad o suerte, para ello existen diferentes métodos los cuales colaboran a realizar este tipo de identificaciones. (Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp415).

2. Inversiones reales e inversiones financieras

(Alexander, Sharpe y Bailey. 2003. Pp9), las inversiones reales son activos tangibles, como terrenos, edificios, máquina. Por otra parte las inversiones financieras implican contratos escritos en papel como lo son las acciones ordinarias y los bonos. Como se ha mencionado anteriormente, esta investigación se centrará en el análisis de los bonos.

D. Tasa de interés

1. Definición

“Es la compensación que el propietario de fondos paga al prestamista; desde el punto de vista del prestatario, es el costo de obtener fondos prestados.” (Gitman, 2007).

2. Tipos de Tasa de Interés

A) Tasa de interés real

Es una tasa que crea un equilibrio entre la oferta de ahorros y la demanda de fondos de inversión en un mundo perfecto, sin inflación, en el que los proveedores y los demandantes de fondos son indiferentes a las condiciones de préstamo o inversiones y no tienen preferencia por la liquidez, y en el que todos los resultados son ciertos. (Gitman, 2007).

“Es el resultado de sustraer el efecto de la inflación a la tasa de interés pasiva neta”. (Consejeros Económicos y Financieros, S.A., 2012).

B) Tase de interés de cupón

“Porcentaje del valor nominal de un bono que se pagará anualmente como interés, por lo general en dos pagos semestrales iguales”. (Gitman, 2007).

C) Tasa de interés libre de riesgo

“Es el rendimiento requerido de un activo libre de riesgo, por lo general una letra del Tesoro estadounidense a tres meses”. (Gitman, 2007).

D) Tasa básica pasiva

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 150 y 210 días. (Banco Central de Costa Rica, 2008).

E. Métodos de estimación de tasas de interés

Este apartado pretende dar una breve descripción de las metodologías empleadas para la estimación de una estructura de rendimientos. El contar con un modelo que permita conocer la tasa máxima que los emisores estarán en disposición de tomar los recursos así como los inversionistas en colocarlos, ayuda a que la toma de decisiones no sea arbitraria.

Algunos modelos ampliamente utilizados se explican a continuación:

1. Definición de la curva plazo rendimiento

“La Curva Plazo Rendimiento es un gráfico que analiza la relación entre el tiempo que le resta hasta el vencimiento de las obligaciones o bonos (su amortización) y sus rendimientos durante dicho plazo siempre que todos ellos tengan el mismo grado de riesgo (impago), también se le denomina estructura temporal de tipos de tasa de interés (ETTI).” (Mascareñas, 1998). En términos prácticos es la representación gráfica de la relación entre el rendimiento en bonos de la misma calidad crediticia pero con diferentes vencimientos.

“La Curva de Rendimientos permite estimar la estructura temporal de las tasas de interés para activos financieros homogéneos en cuanto a sus características intrínsecas, y observar la gama de rendimientos ofrecidos por dichos activos teóricamente idénticos en todo, excepto en su plazo de maduración.”

“La estructura de plazos de las tasas de interés está relacionada con un conjunto de conceptos en finanzas. En términos prácticos esta es la relación entre los

rendimientos al vencimiento de bonos distintos (de la misma calidad crediticia con diferente maduración) y su vencimiento. Sin embargo, también relacionada con otros conceptos como las curvas cero-cupón, de descuento y forward”.

La tasa forward es una tasa que se estima con el fin de representar la proyección del mercado de las tasas futuras de interés, cuyo insumo son las tasas spot vigentes en un momento dado para diferentes plazos. Una tasa spot es el rendimiento que prevalece en un determinado momento en el tiempo representado por un instrumento financiero o bien modelo.

2. Modelos polinomiales: Cubic Spline

Según Alpízar, Echeverría, Quirós y Salazar (2003) uno de los métodos más simples para la estimación de la curva de rendimientos es el ajuste que brinda los polinomios de grado “i” ilustrados en la siguiente ecuación:

$$ytm_g = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_i T_g^i + u_g$$

Donde:

ytm_g es el rendimiento al vencimiento del g-ésimo bono

T_g^i es el término de la madurez del g-ésimo bono

α, β son los coeficientes del polinomio

u_g es el error residual del g-ésimo bono

Para determinar los coeficientes de la ecuación (2) se minimiza la suma de los errores al cuadrado dada por la estimación de la ecuación y la observación de la muestra:

$$\min\left(\sum_{i=1}^m u_i^2\right)$$

donde m es el número de bonos a emplear para la estimación.

Así por ejemplo si se desea conocer el rendimiento de un bono a vencer en 3 años el polinomio toma la siguiente representación:

$$ym_3 = \alpha_0 + \beta_1 3^1 + \beta_2 3^2 + \beta_3 3^3 + u_3$$

Para luego minimizar las sumas de las diferencias de los errores al cuadrado.

La fórmula de la que resulta de esta función de grado “g” describe una trayectoria “suave”, pero tiene el inconveniente que responde abruptamente en el extremo donde $G=M-1$ ocasionando problemas de estimación, así también con un “g” chico la ecuación no logra la mejor predicción.

Es así como nace un método, que con base en algunas técnicas del anterior conecta cada par de puntos en el plano rendimiento-vencimiento ajustando una única ecuación cúbica entre ellos, así es como se presenta un encadenamiento de este tipo de ecuaciones entre cada uno de los puntos propuestos en vez de un único polinomio, de tal suerte que con cinco observaciones, se necesitará para la modelación cuatro polinomios cúbicos, cada uno unido a cada par de puntos de rendimientos con la siguiente estructura polinomial:

$$ym_{(0,t)} = \alpha_0 P^3 + \beta_0 P^2 + \chi_0 P + \delta_0$$

$$ym_{(1,t)} = \alpha_1 P^3 + \beta_1 P^2 + \chi_1 P + \delta_1$$

$$ym_{(2,t)} = \alpha_2 P^3 + \beta_2 P^2 + \chi_2 P + \delta_2$$

$$ym_{(3,t)} = \alpha_3 P^3 + \beta_3 P^2 + \chi_3 P + \delta_3$$

donde, P es una medida de tiempo de lo que le resta al instrumento para su vencimiento. Así la primera ecuación une el punto P0 con el P1; la segunda el punto P1 con el P2 y así sucesivamente dentro de la estructura.

3. Modelos paramétricos: Nelson – Siegel

Nelson y Siegel desarrollaron un modelo de ajuste de estructuras temporales de tasas de interés que es lo suficientemente flexible como para representar las distintas formas que generalmente adoptan estas curvas:

- Monótonas
- Jorobadas
- En forma de S

En el modelo paramétrico de Nelson y Siegel, se supone que la tasa forward instantánea es la solución de una ecuación diferencial de segundo orden con dos raíces iguales.

Dentro del espacio descrito, en 1987 mediante artículo escrito en el Journal of Business, bajo el título “Parsimonious modelling of yield curve”, Nelson, C. y Siegel, A. brindan una relación funcional entre las tasas forward y spot, logrando modelar esta última mediante un promedio geométrico de la curva de tasas forward.

Una aproximación de las tasas forward del modelo propuesto por Nelson-Siegel(1987) lo brinda una función matemática conocida como Laguerre más una constante de la forma:

$$f(T) = \beta_0 + \beta_1 e^{\frac{-T}{\tau_1}} + \frac{\beta_2}{\tau_1} T e^{\frac{-T}{\tau_1}}$$

Donde:

T : es el tiempo a vencer del rendimiento del pasivo

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ y τ_1 son los parámetros a ser estimados

Recordando que las tasas spot son un promedio de las tasas forward:

$$r_s = \frac{\int_0^T f(u) du}{T}$$

Donde $f(u)$ describe el comportamiento de las tasas forward y las tasas spot están dadas por:

$$r_s = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \frac{\tau_1}{T} (1 - e^{-\frac{T}{\tau_1}}) + \beta_2 e^{-\frac{T}{\tau_1}} \quad (8)$$

Con el fin de ilustrar su implementación Anderson y Sleath (1999) prepararon una modelación mediante la asignación de los parámetros $\beta_0 = 0,5$, $\beta_1 = -1$ y $\tau_1 = 1$ donde brindan evidencia de que el coeficiente β_0 refleja la media de las tasas spot. (Alpizar, Echeverría, Quirós y Salazar, 2003).

4. Modelos paramétricos: Haugen – Logarítmica

Para Alpizar, Echeverría, Quirós y Salazar, (2003), este modelo es uno de los métodos empleados y que goza de mayor utilidad en el mercado local y no por esto de mejor consistencia econométrica, son las regresiones logarítmicas empleadas por operadores bursátiles y oficiales de deuda del MH y BCCR. Para este modelo se prueba una ecuación cedida a Robert A. Haugen de la forma:

$$ym_i = (a_1 + a_2 T_i) e^{-a_3 T_i} + a_4$$

Donde:

T : es el tiempo al vencimiento del rendimiento del pasivo / activo a estimar

a_1, a_2, a_3, a_4 : son parámetros a ser estimados

En el caso del modelo logarítmico su relación funcional es de la forma:

$$f(x) = \beta \ln(x) + \delta$$

donde:

β : se comporta como la semielasticidad del rendimiento ante el cambio en el tiempo.

δ : es una constante

5. Interpretación de los puntos de la curva de rendimiento

Una vez construida la curva de estimación de rendimiento el análisis se basa en las siguientes consideraciones:

- Si la inversión de un instrumento de igual emisor se presenta “por encima” de dicha curva, entonces su rendimiento es superior al que el mercado debería de estar pagando, por un instrumento con igual duración que este. Lo cual implica que si llega a realizarse la transacción del instrumento puede conceptuarse como una buena compra.
- Si la inversión en dicho papel se presenta “por debajo” de dicha curva, entonces su rendimiento es inferior al que el mercado estaría en posición de pagar, por un instrumento con igual duración que este. Por lo tanto, el papel analizado puede conceptuarse, si llega a realizarse la transacción, como una “compra notan buena” o, si así correspondiese, como una “buena venta” o “sustitución” por algún otro papel.
- Si la inversión en dicho papel se presenta “sobre” dicha curva, entonces su rendimiento no debería presentar oportunidades de arbitraje por lo que estaría equilibrado, de acuerdo con el mercado en que se cotiza.

F. Riesgo

1. Definición

Según De Lara (2005, pp13). “Se relaciona con las pérdidas potenciales que se pueden sufrir en un portafolio de inversión. La medición efectiva y cuantitativa del riesgo se asocia con la probabilidad de una pérdida en el futuro”.

“La administración de riesgo mide probabilidades de riesgo en contexto de incertidumbre.” (De Lara, 2005, pp.13).

Morales y Tuesta (2005, pp.1) afirman que existe diversidad de factores o riesgos que afectan la percepción de rentabilidad y seguridad en las operaciones financieras y de inversión en el ámbito internacional. El riesgo esta asociado al tipo de deudor (soberano o no soberano), al tipo de riesgo (político, financiero o económico), o a la posibilidad del repago (libertad de transferencia de divisas, voluntad de cumplimiento y ejecución del pago).

2. Evaluación del riesgo

Bodie y Mertom (2003, pp. 263) señalan que “la evaluación del riesgo es la cuantificación de los costos asociados con el riesgo que se han identificado en el primer paso de la administración del riesgo”.

3. Técnicas para la reducción del riesgo

Existe 4 técnicas disponibles para la reducción del riesgo, esta son:

a) Evasión del riesgo

Es una decisión consciente de no exponerse a un riesgo en particular. Sin embargo, en los negocios no siempre es factible evitar el riesgo.

b) Prevención y control de pérdidas

Son acciones para reducir la probabilidad o la gravedad de las pérdidas. Estas acciones pueden tomarse en cualquier momento ya sea antes durante o después de la pérdida.

c) Retención del riesgo

Este comprende la adsorción del riesgo y la cobertura de pérdidas con recursos propios.

d) Transferencia del riesgo

Consiste en pasar el activo riesgoso a otra entidad o persona. Por ejemplo vender un activo riesgoso a alguien más y comprar un seguro. Existen 3 métodos para llevar a cabo la transferencia de riesgo estos son: Cobertura, aseguramiento y diversificación.

Una vez que se toma la decisión sobre el manejo de los riesgos identificados, se debe de implementar la técnica seleccionada. Después de ello es importante una revisión, a través de la administración del riesgo la cual se hace posible por medio de retroalimentación acerca de las decisiones tomadas. (Bodie y Mertom, 2003, pp. 263).

4. Tipos de riesgo

A continuación se presentan algunas clasificaciones de riesgo y sus definiciones:

a) Riesgo país, riesgo comercial y riesgo crediticio

El “riesgo país” está referido al país en su conjunto. El “riesgo comercial” corresponde al riesgo que surge por alguna transacción o actividad comercial (de intercambio de bienes y servicios, emisión de deuda o inversión) o por operaciones fuera del país deudor.

El “riesgo comercial” está asociado a las acciones del sector privado que pueden elevar la exposición o la probabilidad de una pérdida. El “riesgo crediticio” es el riesgo proveniente de actividades crediticias y evalúa la probabilidad de incumplimiento en los compromisos de una deuda. Para un banco, el “riesgo crediticio” es una parte importante en la evaluación de su “riesgo comercial”. En este sentido, los bancos (o acreedores) están interesados en aislar y reducir su exposición al riesgo y, por lo tanto, en calificarlo. (Morales y Tuesta, 2005. Pp.2).

b) Riesgo político, riesgo financiero y riesgo económico

Morales y Tuesta (2005. Pp2) en su artículo argumentan que en términos generales, el riesgo político se asocia a la inestabilidad política y a la voluntad de pago por parte del gobierno (o de la autoridad responsable). La metodología del International Country Risk Guide establece que el riesgo financiero y el riesgo económico están asociados a la capacidad de pago del país”.

El “riesgo financiero” evalúa el riesgo al que están expuestos por potenciales pérdidas ante controles de cambios, expropiaciones, repudios y atrasos de deudas, o por problemas operativos en el procedimiento de pagos por el sistema financiero local. El “riesgo económico” se refiere a la posibilidad de incumplimiento

debido al debilitamiento de la economía del país tanto en el campo externo como en el campo interno. (Morales y Tuesta, 2005. Pp.3)

El riesgo financiero también es conocido como riesgo de crédito o de insolvencia y este hace referencia a las incertidumbres en operaciones financieras derivadas de la volatilidad de los mercados financieros y de crédito. (Diccionario de Finanzas, 2000).

Según De Lara (2005, pp.16) el riesgo financiero se clasifica en las siguientes categorías:

- **Riesgos de mercado:** Se refiere a la pérdida que puede sufrir un inversionista debido a la diferencia entre los precios que se registran en el mercado o en los factores de riesgo (Tasa de interés, tipo de cambio etc.)
- **Riesgo de crédito:** Es la pérdida potencial producto del incumplimiento de la contraparte en una operación que incluye un compromiso de pago.
- **Riesgo de liquidez:** Se refiere a las pérdidas que puede sufrir una empresa al requerir una mayor cantidad de recursos para financiar sus activos a un costo posiblemente inaceptable. (Imposibilidad de vender un activo en el mercado). Las variaciones en las tasas de interés y manejo de activos y pasivos son temas en los cuales los bancos son muy sensibles, y Asset-liability Management se convierte en una de las ramas de la administración de riesgo que cubre este aspecto.
- **Riesgo legal:** Es la pérdida que se sufre en caso de que exista incumplimiento de una contraparte y no se pueda exigir, por vía jurídica, cumplir con los compromisos de pago.

- **Riesgo operativo:** Este es un concepto muy amplio y se asocia con fallas en los sistemas, procedimientos, en los modelos o en el personal que maneja dichos sistemas. También se relacionan con pérdidas por fraude o por falta de capacitación de algún empleado en la organización.
- **Riesgo de reputación:** Podría resultar de la pérdida de no concretar oportunidades de negocio atribuibles a un desprestigio de una institución por falta de capacitación de personal, fraude o errores en la ejecución de alguna operación financiera.

c) Riesgo de transferencia, riesgo de pago y riesgo de ejecución

Los tres tipos de riesgo se presentan a continuación:

Riesgo de transferencia	Riesgo de pago	Riesgo en la ejecución
<p>Este riesgo se da cuando una disposición legal no permite la remesa de divisas para el pago de deudas o para la repatriación de capitales. Este tipo de riesgo limita la transferencia de activos hacia el exterior y es un riesgo que se origina por la relativa poca disponibilidad de divisas. Para evaluar este tipo de riesgo se analizan las cuentas externas del país y los precedentes</p>	<p>No existe una disposición formal que prohíba la transferencia de activos hacia el exterior, sino que el estado de las cuentas fiscales (o de las corporaciones) no permite destinar recursos para el pago de obligaciones con el exterior presentándose dificultades para el cumplimiento oportuno de estas deudas. Esto podría producir el</p>	<p>Se refiere a las posibles pérdidas por dificultades en el procedimiento de pago. Este riesgo puede ser ocasionado por problemas técnicos (dificultades en la transferencia de datos, infraestructura obsoleta), aspectos sociales (huelgas, feriados laborales).</p>

legales sobre el particular.	incumplimiento e insolvencia por parte del gobierno, puede provocar efectos en toda la economía del país e incluso en la economía de otros países.
------------------------------	--

FUENTE: Morales y Tuesta, 2005. Pp.3

G. Riesgo país

1. Definición

Nagy (1979) define “riesgo país” como la exposición a dificultades de repago en una operación de endeudamiento con acreedores extranjeros o con deuda emitida fuera del país de origen. El “riesgo país” califica a todos los deudores del país, sean éstos públicos o privados. El “riesgo soberano” es un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente del gobierno. El “riesgo no soberano” es, por excepción, la calificación asignada a las deudas de las corporaciones o empresas privadas.

Según Morales y Tuesta (2005, Pp.1) en su artículo no existe un consenso claro sobre los componentes que intervienen en la evaluación del riesgo país. Sin embargo, Herring (1983) considera que el riesgo país se descompone en riesgo político, económico, social y cultural, mientras que Kobrin (1982) considera que existe una estrecha interrelación entre el riesgo político y económico por lo que su trato diferencial no debería realizarse.

Los autores Morales y Tuesta (2005. Pp1) determinaron que la clasificación “riesgo país” también está asociado al sistema cambiario, a los controles sobre los flujos de capitales, marco legal y operativo que haga viable la posibilidad del repago de deuda o a la repatriación de inversiones.

H. Métodos de calificación de riesgo

Con base en los autores anteriormente citados, en su artículo Calificación de Crédito y Riesgo País establecen que se utilizan dos aproximaciones teóricas para evaluar el riesgo de cesación de pagos de un país. Estos métodos son la capacidad de pago del servicio de la deuda, y la teoría del costo beneficio. (Morales y Tuesta, 2005. Pp.3)

1. Capacidad de pago

Considera que la cesación de pagos nace de un deterioro no intencional de la capacidad y voluntad del país de cumplir con sus deudas debido a un manejo errado de corto plazo, problemas estructurales o choques externos. La probabilidad de cesación de pagos ocurre por problemas de iliquidez de corto plazo o por insolvencia de largo plazo.

A medida que el coeficiente de la deuda respecto al PBI sea mayor o que el coeficiente reservas respecto a importaciones sea menor, el riesgo de una iliquidez inesperada será mayor y por lo tanto peor la calificación del país. De manera contraria, si la cuenta corriente es positiva o si existen choques externos positivos en el período anterior a la calificación se esperarían que ésta mejore. La tasa de inflación puede ser tomada como una variable que aproxima la calidad del manejo económico y el tipo de cambio real efectivo puede ser usado para evaluar la competitividad de la economía.

2. Teoría de costo beneficio

Fue presentado por Freeman en 1979 y formalizado por Eaton y Gersovitz en 1981, se basa en las ventajas de renegociar una deuda como elección racional, basado en los costos y beneficios de la renegociación de un pasivo o, simplemente, dejar de pagar o repudiar una deuda.

El enfoque costo-beneficio establece los siguientes cuatro motivos que puede tener un país para incurrir en deuda externa:

1. Motivo de suavizamiento de consumo en el tiempo
2. Motivo de reputación
3. Motivo de inversión basado en una expectativa de mayor productividad
4. Motivo de ajuste, basado en una medida de sostenibilidad.

A la vez estos motivos son considerados como instrumentales para determinar la probabilidad de cesación de pagos por lo tanto son esenciales en la evaluación de riesgo del país.

RIESGO PAÍS: SIGNO ESPERADO PARA LAS VARIABLES SUSTENTADAS POR LA TEORÍA ECONÓMICA. 2005

Variable	Enfoque de servicio de deuda	Enfoque de costo-beneficio
Crecimiento del PBI	+	
Inflación doméstica	-	
Coeficiente cuenta corriente/PBI	+	
Términos de intercambio	+	
Coeficiente de reservas/importaciones	+	
Deuda externa	-	-

Tipo de cambio real	-	
Variabilidad en los términos de intercambio	-	+
Variabilidad en el ingreso	-	+
Reservas internacionales	-	+
Variabilidad en las exportaciones		+
Coefficiente importaciones/PBI		+
Crecimiento en exportaciones		+
Variabilidad en cuenta corriente		+

FUENTE: Morales y Tuesta.2005.pp 5

Estos dos enfoques complementan los procedimientos que llevan a cabo las empresas especializadas en la calificación de riesgo. Existen diferentes métodos con diferentes procedimientos, unos son básicamente cualitativos y otros son esencialmente cuantitativos.

3. Métodos de análisis de calificación de riesgo

La evaluación sistemática de riesgo país fue desarrollada en la década de los 70's con el propósito de facilitar la valoración del riesgo país y para estimar la probabilidad de incumplimiento de un país (o deudor), en operaciones crediticias o de inversión internacionales, y facilitar su comparación con similares de otros países. Se dice que los principales métodos de riesgo país utilizados actualmente pueden clasificarse básicamente en tres grupos: métodos cualitativos, métodos de *checklist* y métodos estadísticos. (Morales y Tuesta, 2005. Pp.6) A continuación se explicaran cada uno de ellos.

a) Métodos cualitativos:

Los métodos cualitativos de análisis de riesgo país pueden tomar la forma de reportes “ad-hoc” que tocan aspectos económicos, políticos, sociales y culturales de un país en particular. La desventaja de este reporte es que no permite comparar países de riesgo similar, y se limitan a ser informes muy específicos.

Adicionalmente, también existen los reportes estandarizados de riesgo país que contienen una estructura definida para la elaboración de un informe del país. El propósito principal de esta clase de reportes es evaluar las posibilidades para generar los recursos necesarios para cumplir con los compromisos de deuda externa.

En general, la ventaja que tienen los reportes estandarizados de riesgo país sobre los reportes “ad-hoc” es que los primeros están basados en un formato regular que facilita la comparación con estudios similares para otros países.

- **Métodos de *checklist*:** Este método de análisis de riesgo país es similar al de reportes estandarizados pero que ofrecen apreciaciones estadísticas y cualitativas como indicadores comparativos en términos ordinales (*ranking*) y cardinales (puntajes).
- **Métodos estadísticos:** Están básicamente diseñados para realizar pruebas empíricas sobre los esquemas teóricos presentados anteriormente. Por lo tanto, buscan medir la capacidad de pago de un país mientras que otros son modelos de predicción de reestructuración de deudas.

Entre los principales métodos estadísticos se encuentran los modelos de probabilidad lineal, análisis de discriminante, análisis logit o probit, análisis por componentes principales, modelos dinámicos de reestructuración de deudas y el método OKCD o modelo de programación con análisis logit generalizado. Todos estos tipos de métodos estadísticos tiene como variable dependiente la probabilidad de atraso (*default*) o un valor binario (0 ó 1) que representa la reestructuración o no de una deuda.

La principal desventaja de este tipo de modelos es que no se incluye el escenario político ya que resulta difícil su cuantificación e interpretación.

I. Calificación de riesgo

1. Definición

La calificación de riesgo es la percepción que se tiene sobre la capacidad de un emisor para hacer frente a sus obligaciones según los términos y plazos acordados, ... No constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, por cuanto no considera los precios de mercado ni la estrategia de inversión del inversionista. (SCRiesgo, 2011)

Por otra parte SCRiesgo (2011) indica que la calificación de riesgo se le otorga al emisor; sin embargo, de existir emisiones subordinadas o si se cuenta con una garantía específica si se requiere una calificación para la emisión correspondiente, esto por la existencia de otros factores que puedan incidir sobre el riesgo de la emisión.

En Costa Rica es obligatoria la calificación de los instrumentos privados de deuda.

Según Fitch Centroamérica S.A. (2006) la calificación se otorga a las emisiones o al emisor por separado. Por lo que una misma empresa puede llevar a cabo

diversas emisiones de deuda y en cada una de ellas podrá tener evaluación en función de la estructura y características individuales de la emisión. Por lo anterior, no necesariamente a todas las emisiones de una misma empresa les corresponde la misma calificación.

2. Elementos que se evalúan a la hora de otorgar una calificación

Para SCRiesgo (2011) la calificación se basa en el análisis de información cuantitativa; como estados financieros, flujos de efectivo, razones financieras, proyecciones, entre otras; y cualitativa, como la calidad de la administración, planes y estrategias, oportunidades de mercado, investigación y desarrollo de nuevos productos, recursos humanos, políticas de control y auditoría, aspectos fiscales, entre otras. Asimismo, se incorpora dentro de la evaluación el ambiente económico de cada industria o sector, la situación social y política del país.

3. Proceso de calificación

En SCRiesgo (2011) dirigen el proceso de la calificación de la siguiente manera: En las dos primeras etapas del proceso se conocen los términos generales del proyecto.

En la tercera etapa se recolecta la información necesaria para el análisis, se determina si los datos y cifras que brinden las partes involucradas en el proceso es válida y representativa; seguidamente se conforma por la calificadora un equipo interdisciplinario para el análisis de la información y redacción de un informe ejecutivo.

En la cuarta etapa del proceso se presenta el informe al Consejo de Calificación, quien es un órgano colegiado e independiente que discute y vota sobre la calificación.

Luego se procede a informarle al emisor su dictamen; en donde dicha calificación puede ser aceptada o rechazada por el emisor. En caso de no ser aceptada la calificación, se procede a una apelación, convocando un nuevo Consejo de Calificación que conoce los argumentos por los que no se acepta la calificación y determina si son suficientemente válidos como para reconsiderar la calificación, de no ser así se mantiene la decisión. Al ser aceptada la calificación por el emisor se procede a comunicarla al mercado de valores.

En la última etapa se da un proceso de monitoreo continuo a la emisión, con el fin de mantener actualizada la calificación de riesgo asignada; en esta etapa la calificación puede ser variada si se observan cambios importantes en las condiciones de la emisión.

Por otra parte, el proceso de calificación de Fitch Centroamerica S.A. (2001) procura lograr una positiva comunicación entre la administración del emisor y los analistas asignados. Esta empresa indica las etapas que se siguen en el proceso de la siguiente manera:

Solicitud de Calificación: La empresa interesada en los servicios de Fitch Centroamerica S.A. se comunica a sus oficinas, donde se le otorga la información necesaria y precisa, sobre los procesos a seguir y los métodos pertinentes de calificación de riesgo.

Firma de la Carta Compromiso: A partir de la solicitud que una empresa emisora hace a Fitch Centroamerica S.A., se inicia el proceso de calificación. Luego de explicar a la empresa a qué tipo de proceso debe someterse para obtener una calificación de su (s) emisión (es), cuáles son las obligaciones y deberes que debe cumplir cuando está en marcha el proceso de calificación, así como los compromisos que asume Fitch Centroamerica S.A., y luego de llegar a un acuerdo

con Fitch Centroamérica S.A. sobre los términos del servicio de calificación, se firma una carta compromiso entre el emisor y Fitch Centroamerica S.A. Dicha carta será la que regirá las relaciones entre el emisor y Fitch Centroamerica S.A., durante el proceso de calificación, que incluye los estudios de mantenimiento.

Asignación del Analista, Análisis de Caso, Análisis Sectorial y Análisis de Entorno: Una vez que las partes se han puesto de acuerdo, la Gerencia de Fitch Centroamerica S.A. asigna un analista para desarrollar el estudio de la emisión en particular. Esto conlleva la realización del Análisis de Caso, siguiendo la metodología desarrollada para tal efecto y de acuerdo al Manual de Procedimientos respectivo.

Reuniones con el emisor: El analista o los analistas se reúnen las veces que sean necesarias con representantes del emisor, para revisar detalladamente la situación financiera de la empresa, la política de administración, los planes futuros, factores de riesgo, y todos los elementos que podrían influir en la calificación, guiado por instrumentos de trabajo internos.

Elaboración del Informe y Asignación de la Calificación: Posteriormente, se elabora un informe para elevarlo al Consejo de Calificación. Este se discute con la Gerencia para revisar los alcances, observar aspectos de interés y dar una revisión final. Si hubiera algún nuevo elemento que considerar, se incorpora en la presentación final. De esta forma, resulta el Informe de Calificación que llega a ser el insumo principal para que el Consejo de Calificación, en una de sus sesiones, asigne la calificación. En esta etapa, se otorga la calificación a la emisión. La calificación se le comunica por escrito al emisor, detallándose los principales argumentos considerados por el Consejo de Calificación. En el caso de que el emisor tenga alguna duda o divergencia sobre la calificación asignada, él podrá solicitar al Consejo una revisión (única) de la misma, dentro de los plazos establecidos.

Autorización de la publicación: Asignada la calificación definitiva, si el emisor así lo desea, se publica el resultado en un medio de comunicación escrita, al mismo tiempo que se comunican las otras calificaciones otorgadas en la misma Sesión del Consejo de Calificación.

Estudios de Mantenimiento y Publicaciones periódicas: A partir de este momento, se inicia el estudio de mantenimiento de la emisión, el cual consiste en un monitoreo constante de la misma.

4. Beneficios de la calificación

Las calificaciones de riesgo se han convertido en una necesidad de los mercados y los inversionistas locales y regionales para el acceso al fondeo, la valorización de las obligaciones, la posibilidad de participar en determinadas operaciones y cuantificar el riesgo de contraparte, además, las calificaciones de riesgo son utilizadas por inversionistas para la toma de decisiones de inversión, cotizaciones y precios de colocación. Los emisores por su parte, las utilizan para el ingreso a mercados financieros, cotización de sus emisiones y para la evaluación de ciertas operaciones. En el caso de los Reguladores estos las utilizan para la autorización de emisiones por oferta pública y para calificar a determinadas operaciones. (SCRiesgo, 2011)

Al mismo tiempo, Fitch Centroamérica S.A. (2006) indica que los beneficios se ven reflejados en tres diferentes actores en la economía:

En primera instancia la calificación les permitirá a los emisores utilizarla como instrumento de mercadeo; permitiéndoles captar recursos con costos diferenciados, en mayor volumen o con mayor facilidad.

Además, los inversionistas contarán con un ordenamiento de los títulos y valores según su nivel de riesgo y podrá asociar su actitud hacia ese riesgo con las expectativas de rendimientos ofrecidas. Además, al utilizar las calificaciones, el inversionista obtendrá el beneficio de un análisis de información privilegiada a la cual no tiene acceso.

Por último, la economía en general, se permitirá un uso más eficiente del ahorro nacional disponible al disponer el mercado financiero de señales claras, oportunas e independientes.

5. Tipos de calificación

Las calificaciones pueden ser locales o internacionales. Para SCRiesgo (2011) “la diferencia entre una calificación de riesgo local e internacional radica en que las calificaciones locales no incluyen los conceptos de riesgo soberano, y la convertibilidad transferibilidad de divisas, por lo que estas no son directamente equiparables a calificaciones internacionales”.

6. Frecuencia de la calificación

Esta frecuencia del mantenimiento de la calificación se efectúa de acuerdo con la exigencia de la regulación local; sin embargo, se suele hacer cada tres meses, sin que esto limite a la calificadora a realizar una revisión extraordinaria en caso que se presenten evento, hecho o circunstancias que lo ameriten. (SCRiesgo, 2011)

7. Significado de las calificaciones

Mundialmente las calificaciones de riesgo se comunican al medio a través de una letra. Con el propósito de diferenciar las calificaciones locales de las internacionales, se ha agregado un subíndice a la escala de calificación local. Los

subíndices de la escala de calificación para los respectivos países según Fitch Centroamérica S.A. (2006) son:

Costa Rica	cri
Panamá	pan
El Salvador	1
Guatemala	gtm
Honduras	hnd
Nicaragua	nic
Belice	blz
República Dominicana	dom

Para Fitch Centroamérica S.A. (2006) los significados de la deuda a mediano y largo plazo son las siguientes:

AAA (xxx) 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 (xxx) 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 (xxx) 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.

BBB (xxx) Adecuada calidad crediticia. Agrupa emisores o emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto de otros del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago oportuno que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

BB (xxx) Especulativa. Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.

B (xxx) Altamente especulativa. Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

CCC (xxx), CC (xxx), C (xxx) Alto riesgo de incumplimiento. Estas categorías agrupan riesgos crediticios muy vulnerables respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Su capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

DDD (xxx) DD (xxx) D(xxx) Incumplimiento. Se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.

E (xxx) Calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada.

Por otra parte, los significados de la deuda a corto plazo son para Fitch Centroamerica S.A. (2006) los siguientes:

F1 (xxx) Alta calidad crediticia. Indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Centroamérica, esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país, y normalmente se asigna a los compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo + a la categoría.

F2 (xxx) Buena calidad crediticia. Implica una satisfactoria capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

F3 (xxx) Adecuada calidad crediticia. Corresponde a una adecuada capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

B (xxx) Especulativa. Representa una capacidad incierta de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo por condiciones económicas y financieras.

C (xxx) Alto riesgo de incumplimiento. Alta incertidumbre en cuanto a la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, respecto de otros emisores o emisiones dentro del mismo país. La capacidad para cumplir con los compromisos

financieros depende principalmente de condiciones económicas favorables y estables.

D (xxx) Incumplimiento. El incumplimiento es inminente o ya ha ocurrido.

E (xxx) Calificación Suspendida. Obligaciones para las cuales no se dispone de información adecuada.

La adición de un + o - se utiliza para denotar el estatus relativo dentro de una categoría de calificación alta. Dichos sufijos no se le incluyen a la categoría local de largo plazo AAA (xxx), a categorías inferiores a CCC(xxx), o a categorías de corto plazo que nos sean otra que (xxx).

No obstante, para SCRiesgo (2011) los significados de las calificaciones para la deuda a largo plazo son los siguientes:

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.

scr BBB: Emisiones que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

scr BB: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago de capital e intereses según lo acordado, pero variable y susceptible de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

scr B: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago mínima sobre el capital e intereses, cuyos factores de respaldo son muy variables y susceptibles de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

scr C: Emisiones muy por debajo del grado de inversión, que no cuentan con capacidad de pago suficiente de capital e intereses en los términos y plazos pactados.

scr D: Emisiones que tengan suspendidos el pago de los intereses y/o el capital, en los términos y plazos pactados.

scr E: Emisiones que no proporcionan información válida y representativa para llevar a cabo el proceso de clasificación antes o durante la vigencia de esta emisión.

Además, SCRriesgo (2011) califica la deuda a corto plazo de la siguiente manera:

SCR 1: Emisiones a Corto Plazo que tienen la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo no se verían afectados ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Excelente.

SCR 2: Emisiones a Corto Plazo que tienen muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. Sus factores de riesgo no se verían afectados en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía al corto plazo. Nivel Muy Bueno.

SCR 3: Emisiones a Corto Plazo que tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses dentro de los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo se verían afectados en forma susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

SCR 4: Emisiones a Corto Plazo que tienen una suficiente capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

SCR 5: Emisiones a Corto Plazo por debajo del grado de inversión, que no cuentan con una capacidad de pago satisfactoria para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son muy susceptibles a cambios en el emisor, la industria y la economía.

SCR 6: Emisiones a Corto Plazo que tengan suspendidos el pago de los intereses y/o el capital, en los términos y plazos pactados.

SCR 7: Emisiones que no proporcionan información válida y representativa para llevar a cabo el proceso de clasificación antes o durante la vigencia de esta emisión.

J. Calificadoras de riesgo

1. Definición

Son sociedades anónimas cuyo objetivo es evaluar el nivel de riesgo de los valores emitidos por un determinado emisor a través del análisis de información proporcionada por éste. Los títulos se clasifican en diferentes categorías referentes a la opinión de la sociedad clasificadora acerca de la capacidad de pago de éstos títulos por parte del emisor. (Bolsa Nacional de Valores, 2011)

2. Entidades Reguladoras

Estas entidades calificadoras son supervisadas por el mercado de valores de cada país. (SCRiesgo, 2011)

3. Empresas calificadoras en Costa Rica

En Costa Rica existen dos empresas que ejercen esta labor: Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana y Calificadora de Riesgo Fitch Ratings.

CAPITULO III. MARCO METODOLÓGICO

A. Tipo de investigación

Existen diferentes maneras en las que se pueden clasificar las investigaciones. El enfoque que esta investigación contiene es cualitativo, ya que se basa en métodos de recolección de datos no estandarizados. No se efectuó un análisis estadístico. La recolección de los datos consistió en obtener las perspectivas y puntos de vista de los participantes (sus emociones, experiencias, significados y otros aspectos subjetivos).

A continuación se presenta una breve explicación de los diferentes tipos de investigación utilizados en este estudio.

1. Investigación Exploratoria

Según Hernández R, Fernández C, y Baptista P. (2006, p. 100) los estudios exploratorios se realizan cuando el objetivo es examinar un problema de investigación poco estudiado, del cual se tienen muchas dudas o no se ha abordado antes, por lo que se cuenta con poca información. Se establece que se cuenta con este tipo de investigación cuando la revisión de la literatura reveló que tan solo hay guías no investigadas e ideas vagamente relacionadas con el problema bajo estudio o bien cuando se desea indagar sobre temas y áreas desde nuevas perspectivas.

Los estudios exploratorios sirven para familiarizar al lector y posibles investigadores con el fenómeno relativamente desconocido, obtener información para llevar a cabo una investigación más completa respecto de un contexto particular, investigar nuevos problemas, identificar conceptos o variables promisorias, establecer prioridades para futuras investigaciones o sugerir afirmaciones o postulados.

Los estudios exploratorios en pocas ocasiones constituyen un fin en sí mismos, generalmente determinan tendencias, identifican áreas, ambientes, contextos y

situaciones de estudio, relaciones potenciales entre variables o establecen el “tono” de investigaciones posteriores más elaboradas y rigurosas. Estos estudios generalmente son más flexibles en su método en comparación con los descriptivos, correlacionales, o explicativos y son más amplios y dispersos que los anteriormente mencionados.

Según la información proporcionada se establece que la presente investigación es de tipo exploratoria, ya que después de consultar varias tesis y bibliografía de diferentes universidades, no se encontró una que abarcara los temas de estudio de esta investigación, sin embargo, se encontraron tesis, artículos y proyectos de graduación escasamente relacionados con el problema bajo estudio. Por lo que se pretende a la vez que esta investigación sea la base para nuevos estudios, con enfoques muy relacionados al tema bajo investigación, sobre los cuales se quiera conocer con mayor profundidad.

Otro tipo de investigación utilizada fue la investigación descriptiva:

2. Investigación descriptiva

Este tipo de investigación busca especificar las propiedades, las características y los perfiles de las personas, grupos, procesos objetos o cualquier otro fenómeno que se someta a análisis. Es decir, estos estudios miden, evalúan o recolectan datos sobre diversos conceptos aspectos dimensiones o componentes del fenómeno a investigar.

Este tipo de investigación se aplicó al seleccionar entidades emisoras de bonos a 5 años plazo en colones y dólares, con el objetivo de identificar la metodología utilizada por las entidades para la emisión de bonos y como fijar la tasa de interés.

B. Fuentes de información

1. Fuentes Primarias

Las principales fuentes primarias de información fueron las personas encargadas de las emisiones de bonos de las empresas que tenían inscritas emisiones de bonos a 5 años plazo en colones y en dólares en la Superintendencia General de Valores en el mes de febrero del año 2012. Estas empresas fueron las siguientes:

1. Banco Central de Costa Rica
2. Ministerio de Hacienda
3. Banco Crédito Agrícola de Cartago
4. Banco Hipotecario de la Vivienda
5. Banco Centroamericano de Integración Económica
6. Grupo Mutual Alajuela La Vivienda
7. Mutual Cartago Ahorro y Préstamo
8. Banco de Costa Rica
9. Corporación ILG Internacional S.A.
10. Banco Promerica S.A.
11. Holcim de Costa Rica S.A.
12. Financiera Multivalores S.A.

2. Fuentes Secundarias

Algunas de las fuentes secundarias de información utilizadas fueron las siguientes:

1. Revistas Empresariales
2. Páginas web
3. Libros de Administración y Finanzas
4. Libros de Investigación Metodológica

C. Sujetos de información

La población estuvo constituida por doce entidades de las cuáles; en primera instancia nueve de estas emitían bonos a 5 años plazo en colones, dos emitían bonos a 5 años plazo en dólares y una entidad que emitía bonos a 5 años plazo en ambas monedas.

Los sujetos de información de esta investigación son las personas encargadas de las emisiones de bonos de las entidades que tenían inscritas emisiones de bonos a 5 años plazo en colones y en dólares en la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) en el mes de febrero del año 2012. Estas entidades fueron las siguientes:

1. Banco Central de Costa Rica
2. Ministerio de Hacienda
3. Banco Crédito Agrícola de Cartago
4. Banco Hipotecario de la Vivienda
5. Banco Centroamericano de Integración Económica
6. Grupo Mutual Alajuela La Vivienda
7. Mutual Cartago Ahorro y Préstamo
8. Banco de Costa Rica
9. Corporación ILG Internacional S.A.
10. Banco Promerica S.A.
11. Holcim de Costa Rica S.A.
12. Financiera Multivalores S.A.

D. Instrumentos de investigación

Para llevar a cabo la presente investigación se emplearon varias técnicas para recopilar la información, entre las cuales están la revisión bibliográfica, la entrevista personal estructurada como método de recolección de datos, bajo la modalidad de cuestionario como instrumento de registro.

1. Revisión de la literatura

Consiste en detectar, obtener y consultar la bibliografía y otros materiales relacionados con el tema u objeto de estudio.

Se recopiló información de fuentes bibliográficas, la cual fue analizada con el objetivo de estructurar el marco teórico y como apoyo para el desarrollo de la investigación.

2. Entrevista Personal

La entrevista se basa en reunirse con una o más personas con el objetivo de interrogarlas y así obtener la información requerida.

Se programaron citas con el personal involucrado en el proceso de emisión de bonos de las entidades seleccionadas como sujetos de investigación. Esto ayudó a complementar el análisis de las variables en estudio.

3. Cuestionario

Un cuestionario consiste en un conjunto de preguntas respecto a una o más variables a medir. Es considerado uno de los instrumentos más utilizados para recolectar información.

Para diseñar un cuestionario se deben considerar tres aspectos:

- El tipo de preguntas y el orden en que deben agruparse.

El tipo de pregunta seleccionado fueron las cerradas, las cuales consisten en que el entrevistado solo puede elegir una respuesta de una serie de opciones, también se utilizaron las preguntas abiertas, con la finalidad de obtener la opinión

de cada entrevistado y profundizar en los conceptos de la investigación. Así como preguntas abiertas de registro cerrado.

- La formulación de las preguntas de acuerdo a los objetivos.

En este estudio, todas las preguntas seleccionadas responden a los objetivos plantados en el estudio, brindando un aporte importante en el análisis de los datos.

- La organización del material del cuestionario.

Las preguntas se organizaron de acuerdo a la variable a medir y siguiendo una secuencia clara para el entrevistado y el entrevistador.

Este instrumento fue aplicado de dos maneras:

- *Auto administrado*, en este caso el contacto con la entidad completa el instrumento mediante correo electrónico debido a la reducida disponibilidad del sujeto de investigación.
- *Entrevista personal*, se aplicó a las entidades que emitieron bonos a 5 años en el primer semestre del 2012.

El cuestionario contiene un párrafo de presentación que indica la finalidad del trabajo y 5 páginas que contienen 21 preguntas. Ver apéndice A

El mismo fue estructurado de la siguiente manera:

I Parte: Datos de clasificación.

II Parte: Metodología.

III Parte: Factores.

IV Parte: Riesgo.

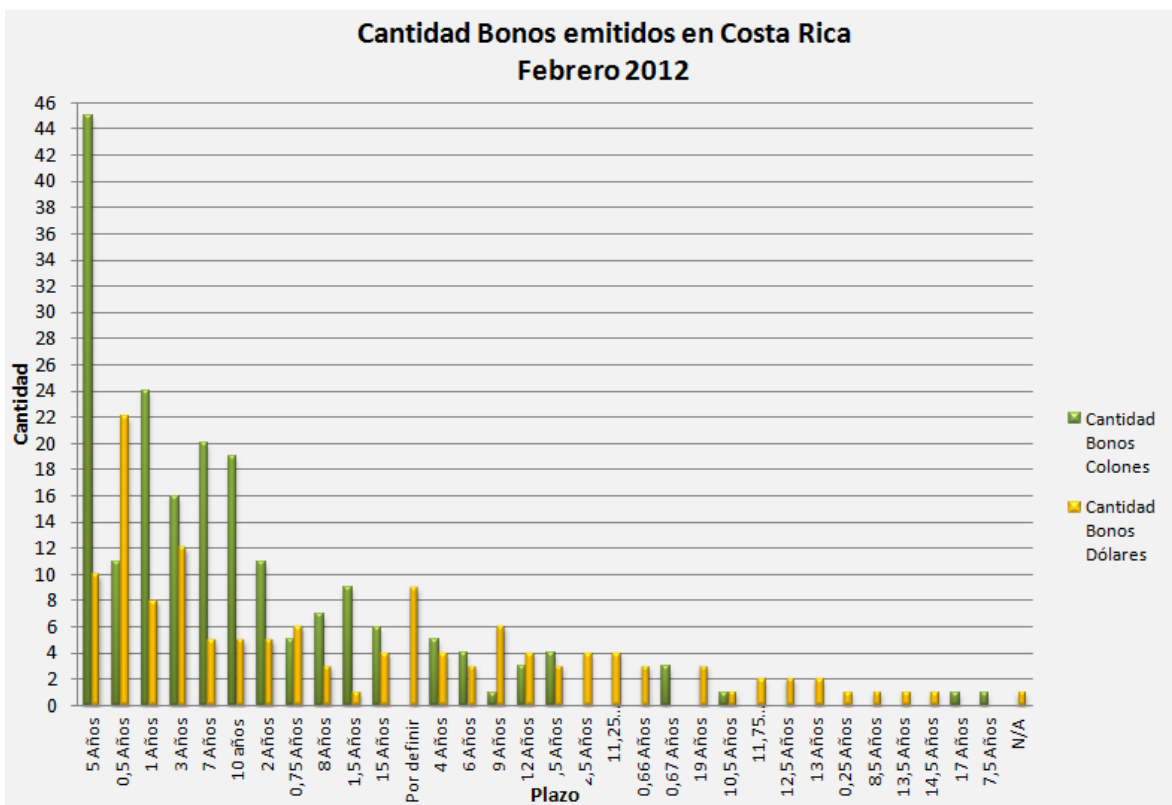
E. Criterio de selección

Para esta investigación se determinó que la población está constituida por 12 entidades, las cuales de acuerdo al estudio realizado durante el primer semestre del 2012 tienen emisiones de bonos a 5 años plazo en dólares y colones.

A continuación se presenta el proceso realizado para seleccionar la población a investigar.

En primera instancia, en el mes de febrero del presente año se consultó en la página web de la Superintendencia General de Valores (SUGIVAL) las entidades nacionales que a este mes contaban con emisiones de bonos en colones y dólares. Con este proceso se logró elaborar una base de datos en la cual se detallaba cada ente emisor, calificación y tasa de interés de los bonos, así como el plazo y el tipo de moneda (ver detalle en Apéndice B).

En el siguiente gráfico se observa la cantidad de bonos emitidos por moneda (dólares y colones) para cada plazo.



En total, las entidades nacionales emitieron 332 bonos a febrero de 2012.

Posteriormente, tomando en cuenta los 6 plazos que tuvieron mayor cantidad de bonos emitidos, se enlistó las 35 entidades para identificar si coincidían las empresas con los plazos y los bonos de la misma moneda:

Entidad	5 años		0,5 años		1 año		3 años		7 años		10 años		Total
	Colón	Dólar	Colón	Dólar	Colón	Dólar	Colón	Dólar	Colón	Dólar	Colón	Dólar	
BANCO HIPOTECARIO DE LA VIVIENDA	1												1
BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	3				4						6		13
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	1				7							1	9
BANCO DE COSTA RICA		1	2	5	4	1		1					14
BANCO NACIONAL DE COSTA RICA			6	9									15
BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL			2	6	2	2	1	1					14
CORPORACION BANANERA NACIONAL (CORBANA)													0
GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	3						1	1	3	2	5	1	16
BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	1		1						1			1	4
BANCO BCT								3					3
BANCO IMPROSA, S.A.					1								1
BANCO LAFISE S.A.													0

BANCO PROMERICA S.A.	3				2				2				7
BAC SAN JOSE, S.A.				1		1	2	1	1				6
COMP.NACIONAL DE FUERZA Y LUZ S.A.									1				1
CORPORACION ILG INTERNACIONAL, S.A.	1							1					2
FID. EMISION DE BONOS/INM.SANTIAGOMILLAS													0
FINANCIERA DESYFIN									1	1			2
FIDEICOMISO TITULARIZACION FIDEIVIENDA													0
FLORIDA ICE AND FARM S.A.													0
FINANCIERA MULTIVALORES		2											2
FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO													0
FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO													0
FIDEI.TITULARIZACION HIPOTECARIA BN													0
FIDEICOMISO TITULARIZACION PENAS BLANCAS													0
FIDEI. TITULARIZACION PRENDARIO CREDIQ						1							1
GRUPO BRITT N.V.													0
INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD									1	1	1	1	4
HOLCIM DE COSTA RICA, S.A.	1						1						2
GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	25	7			4		6	3	6		6		57
MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	6						2	1	3	1			13
MUNICIPALIDAD DE SAN JOSE													0
LA NACION S.A.									1				1
SCOTIABANK DE COSTA RICA				1		3		3			1		8
VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A.												1	1
TOTAL	45	10	11	22	24	8	16	12	20	5	19	5	197

Del cuadro anterior se analizó lo siguiente:

- La mayor cantidad de emisión de bonos (55) se realizó con un plazo de 5 años en donde cuarenta y cinco (45) bonos fueron emitidos en colones y diez (10) bonos fueron emitidos en dólares.
- Parte de la objetividad de esta investigación requería que todas las entidades que conformaran la población a investigar debían tener emisiones de bonos en los mismos plazos y en la misma moneda. Por ejemplo; si resultaba que diez (10) entidades contaban con bonos en colones y un plazo a 5 años, esas mismas diez (10) entidades debían tener emisiones con plazos a tres (3) años, situación que no ocurrió puesto que

para los demás plazos tanto en dólares como en colones varían las entidades y por tanto no se tomaron en cuenta.

De acuerdo a lo anteriormente expuesto, se decidió que la investigación debía considerar las entidades que tuvieran emisiones de bonos en colones y dólares con un plazo de 5 años ya que además de tener la mayor cantidad de emisiones, se observó que estos bonos específicamente en colones tenían calificaciones diferentes, como por ejemplo; AAA, AA y BBB, así como tasas de interés diferentes que iban desde 7% a 15% y los bonos en dólares también presentaban diferencias en calificaciones como por ejemplo; AA+ y AA- y con tasas de interés en su mayoría por definir.

Por todo lo anterior, se definió que el total de entidades que conforman la población a investigar era de doce (12) las cuales se enlistan a continuación:

Entidad	5 años	
	Colón	Dólar
BANCO HIPOTECARIO DE LA VIVIENDA	1	
BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	3	
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	1	
BANCO DE COSTA RICA		1
GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	3	
BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	1	
BANCO PROMERICA S.A.	3	
CORPORACION ILG INTERNACIONAL, S.A.	1	
FINANCIERA MULTIVALORES		2
HOLCIM DE COSTA RICA, S.A.	1	
GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	25	7
MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	6	

F. PROCESAMIENTO Y ANÁLISIS DE DATOS

Se realizaron todas las entrevistas, se revisó que las respuestas fueran claras, legibles, exactas y consistentes. Se analizaron las respuestas para determinar que todas las preguntas se hubieran contestado.

El cuestionario contiene tanto preguntas abiertas como cerradas, para las preguntas abiertas de respuesta libre, fue necesario agrupar las respuestas en categorías para poder asignarle códigos a las mismas y así, poder tabular los resultados. Además, para las preguntas abiertas de registro cerrado, se tuvieron que crear nuevas categorías a parte de las ya establecidas, debido a que las respuestas obtenidas fueron muy variables.

Luego de aplicado el instrumento se procede a:

- Establecer los códigos de las categorías o alternativas de respuesta de los ítems o preguntas y las categorías y sub categorías de contenido u observación no pre-codificadas.
- Efectuar físicamente la codificación
- Grabar y guardar los datos y su codificación en un archivo permanente.

Luego de recolectar y codificar la información obtenida el grupo procede con el análisis de los datos recopilados.

La recolección y el análisis de datos ocurren prácticamente en paralelo por ser un estudio cualitativo, además, no es estándar, ya que este requirió un esquema propio de análisis.

El análisis de este estudio comprende en profundidad el contexto que rodea los datos, explica fenómenos lo cual es una característica del análisis cualitativo y es contextual.

No es un análisis paso a paso, sino que involucra cada “pieza” de los datos en sí misma y en relación con los demás. Para este trabajo antes de seguir una serie de reglas y procedimientos concretos sobre como analizar los datos, el grupo como investigador construyó el análisis, se determinaron similitudes y diferencias de los datos.

CAPITULO IV. ANÁLISIS DE RESULTADOS

1. Análisis de cuadros y gráficos

Si bien es cierto que la población a investigar consideraba un total de doce (12) entidades, no fue posible realizar las entrevistas en su totalidad, ya que tres (3) de ellas no estuvieron dispuestas a contestar el cuestionario para brindar la información necesaria a pesar de que se insistió en varias oportunidades.

De acuerdo a la recopilación de información obtenida a través de las entrevistas realizadas a las nueve (9) entidades, a continuación se presenta lo más relevante de estos datos para la creación del análisis del cruce de variables.

Pregunta No. 1 Moneda en que emiten bonos a 5 años plazo

**CUADRO No. 1 MONEDA EN LA CUAL LAS ENTIDADES EMITEN BONOS
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Moneda de emisión	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Dólares	1	11%
Colones	6	67%
Ambas	2	22%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

Según los datos obtenidos, el 11% de las entidades emiten bonos con plazo a 5 años en dólares, el 22% emiten en ambas monedas (colones y dólares) y el 67% emiten bonos solamente en colones.

Como se puede observar, la mayor cantidad de entidades se inclinan por la emisión de bonos en colones, la cual es la moneda local. Lo anterior se ilustra gráficamente a continuación:



Fuente: Elaboración propia

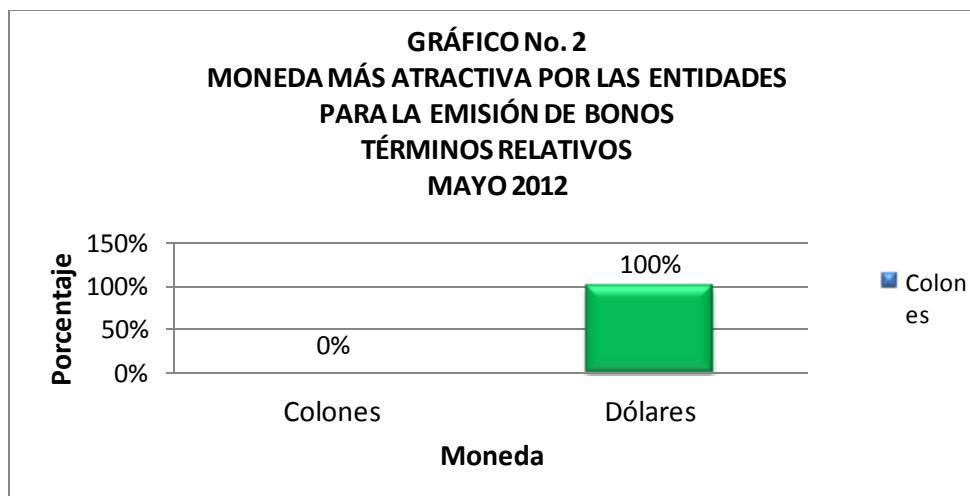
Pregunta No. 2 En cuál moneda le resulta a la entidad más atractivo para emitir bonos

**CUADRO No. 2 MONEDA MÁS ATRACTIVA POR LAS ENTIDADES PARA EMITIR BONOS
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Moneda más atractiva	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Colones	0	0%
Dólares	2	100%
TOTAL	2	100%

Fuente: Elaboración propia

Esta pregunta debían contestarla solamente las entidades que tuvieran emisiones en ambas monedas (colones y dólares) a 5 años plazo. De las dos entidades que tienen emisiones en ambas monedas, el 100% aseguró que era más atractivo emitir bonos a 5 años plazo en dólares. El resultado se muestra claramente en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia

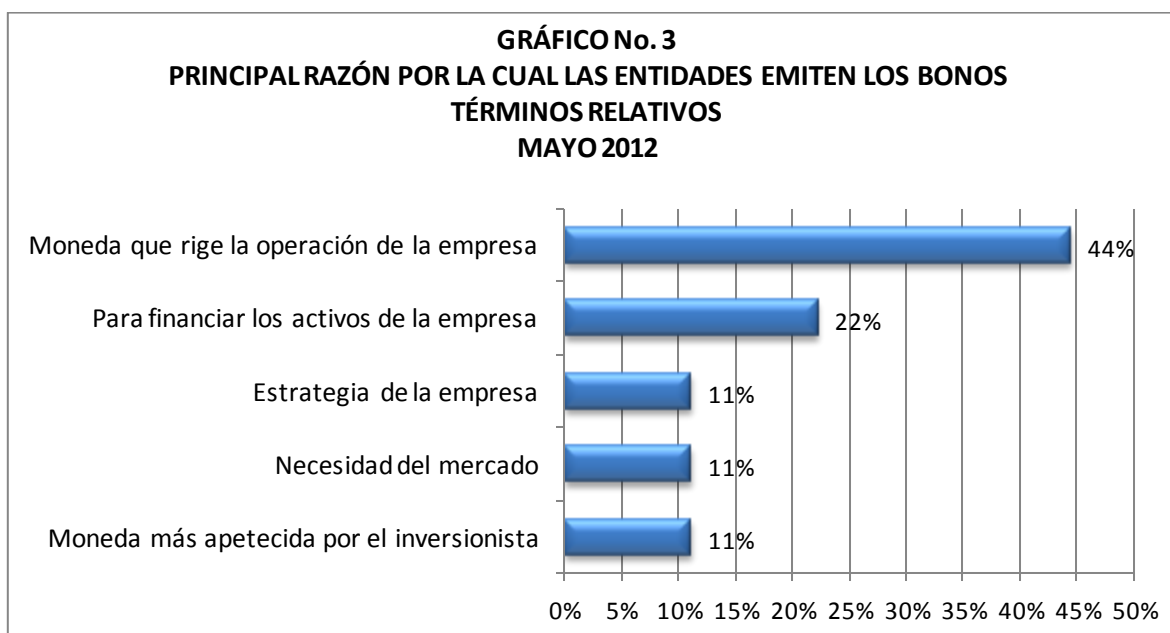
Pregunta No. 3 Principal razón para emitir bonos en esa moneda

**CUADRO No. 3 PRINCIPAL RAZÓN POR LA CUAL LAS ENTIDADES EMITEN BONOS
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Razones por las cuales las entidades emiten bonos en la moneda utilizada	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Más rentable	0	0%
Moneda que rige la operación de la entidad	4	44%
Moneda más apetecida por el inversionista	2	22%
Financiar los activos de la empresa	1	11%
Necesidad del mercado	1	11%
Estrategia de la empresa	1	11%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

En el cuadro anterior se puede observar que la principal razón por la cual las entidades emiten bonos a cinco años plazo en la moneda que lo hacen (colones, dólares o ambas), es porque esta es la moneda que rige la operación de la entidad. Por otra parte, el 22% de las entidades lo hace debido a que es la moneda más apetecida por el inversionista. Lo anterior se ilustra gráficamente a continuación:



Fuente: Elaboración propia

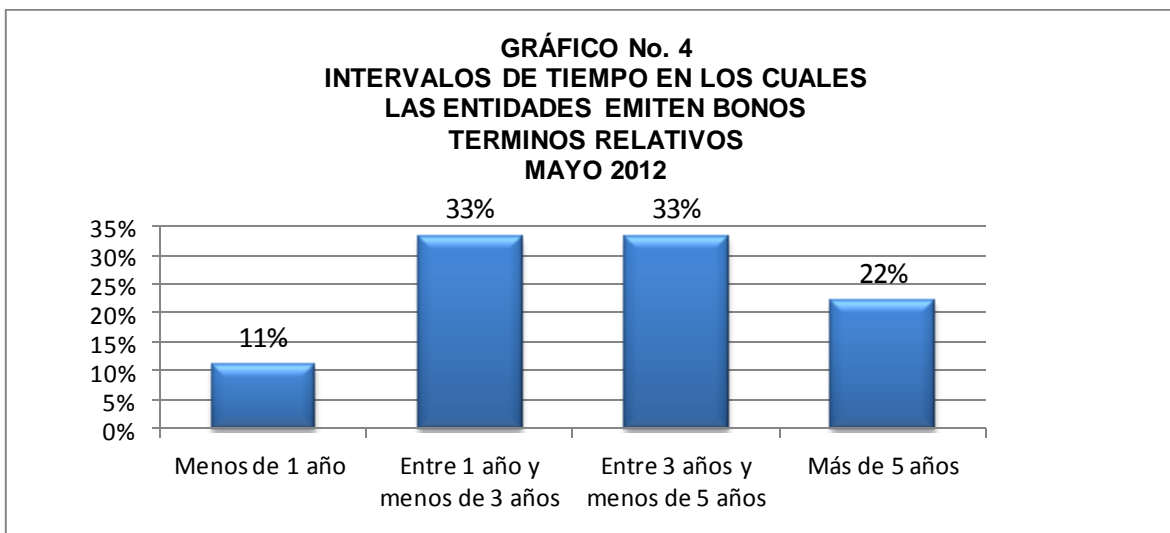
Pregunta No. 4 Frecuencia en que emiten bonos a 5 años plazo las entidades

CUADRO No. 4 INTERVALOS DE TIEMPO EN LOS CUALES LAS ENTIDADES EMITEN BONOS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Intervalos de tiempo	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Menos de 1 año	1	11%
Entre 1 año y menos de 3 años	3	33%
Entre 3 años y menos de 5 años	3	33%
Más de 5 años	2	22%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

Según el cuadro anterior, la frecuencia en la que las entidades emiten bonos a 5 años plazos está entre los intervalos de: entre 1 año y menos de 3 años y entre 3 años y menos de 5 años, los cuales cada uno representa un 33%. Esto varía según la opinión de los encuestados de acuerdo a las condiciones del mercado y de las necesidades internas de la entidad. Lo anterior se ilustra gráficamente a continuación:



Fuente: Elaboración propia

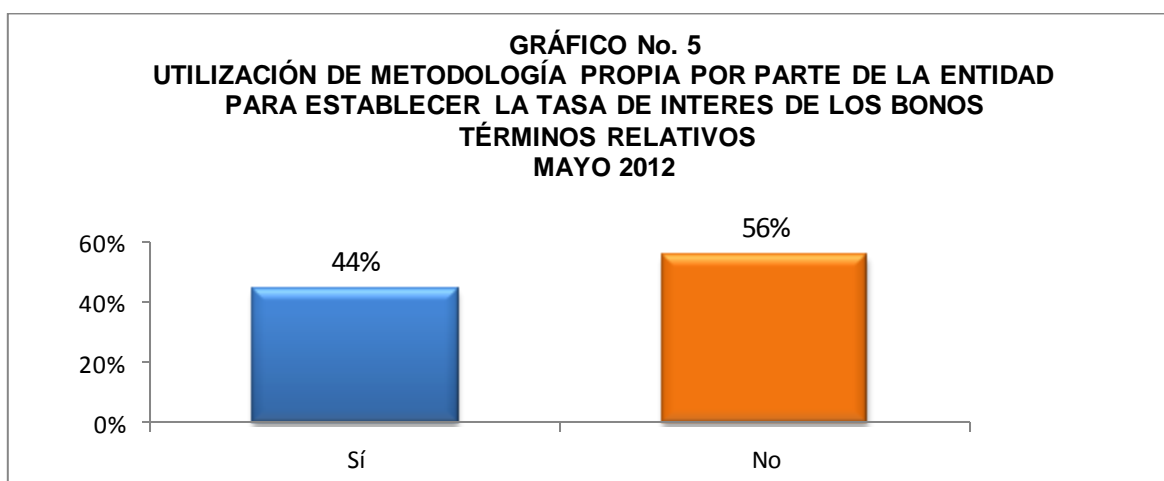
Pregunta No. 5 La entidad utiliza metodología para establecer las tasas de interés

CUADRO No. 5 UTILIZACIÓN DE METODOLOGÍA PROPIA POR PARTE DE LA ENTIDAD PARA ESTABLECER LA TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Utilización de metodología propia	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	4	44%
No	5	56%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

Según los resultados de la investigación, el 56% de las entidades indicó que no utilizan ninguna metodología específica para establecer las tasas de interés de los bonos a 5 años plazo, mientras que el 44% de las entidades manifestó que si utilizan una metodología.



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 6 Metodología utilizada para establecer tasas de interés

CUADRO No. 6 METODOLOGÍA IMPLEMENTADA PARA ESTABLECER LAS TASAS DE INTERÉS TÉRMINOS RELATIVOS MAYO 2012

Metodología empleada	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Revisión Mercado (Benchmarking)	5	56%
Benchmarking seguidos de ajustes a condiciones internas	2	22%
Estandarización de tasas de interés	1	11%
Outsourcing Puestos de Bolsa	1	11%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

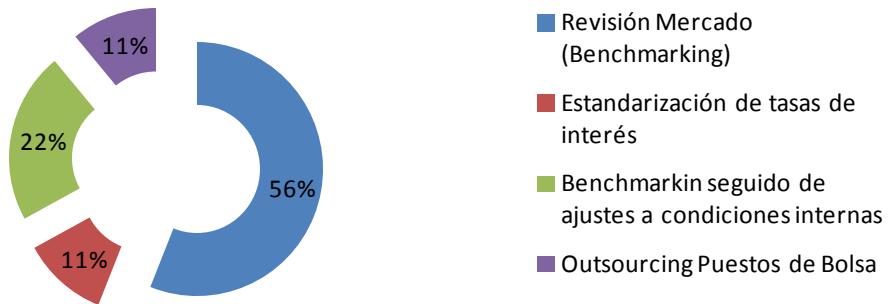
De acuerdo con el cuadro anterior, el 56% de las entidades utiliza como metodología para definir las tasas de interés la revisión del mercado, es salir al mercado y realizar un Benchmarking, comparación de las tasas del mercado y tomar decisiones en función de los resultados.

Por otra parte, el 22% de las entidades, luego de tomar los datos del estudio de mercado, realizan otras actividades como:

- Interpolar sus tasas con las del mercado.
- Valorar el costo de los recursos empleados, el cual incluye márgenes de intermediación.
- Utilización de curvas de rendimiento tales como: Svensson, Haugen y Nelson y Siegel.

En el caso del Banco Central, se realiza una estandarización de tasas de todos los bonos que emite y Holcim busca el apoyo de una empresa especializada (outsourcing), quien se encarga de recomendarle, luego de un estudio de mercado, las mejores opciones.

GRÁFICO NO. 6
METODOLOGÍA IMPLEMENTADA PARA ESTABLECER LAS TASAS DE INTERÉS POR LAS EMPRESAS QUE EMITEN BONOS A 5 AÑOS PLAZO EN EL MERCADO COSTARRICENSE
TERMINOS RELATIVOS
MAYO 2012



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 7 Ventaja que ha aportado la metodología para emitir los bonos a 5 años plazo

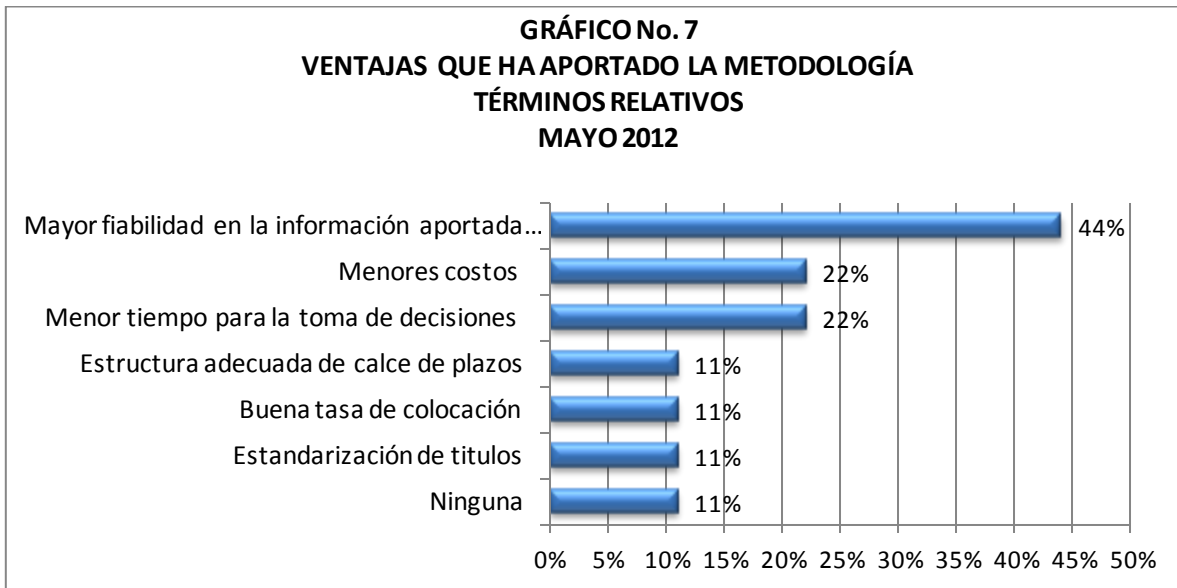
**CUADRO No. 7 VENTAJAS QUE HA APORTADO LA METODOLOGÍA
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Ventajas de la metodología utilizada	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Mayor fiabilidad en la información aportada para la toma de decisiones	4	44%
Menores costos	2	22%
Menor tiempo para la toma de decisiones	2	22%
Estructura adecuada de calce de plazos	1	11%
Estandarización de títulos	1	11%
Buena tasa de colocación	1	11%
Ninguna	1	11%
TOTAL		133%

Fuente: Elaboración propia

La mayor parte de los emisores entrevistados (44%) aseguran que la principal ventaja que la metodología utilizada les ha aportado, es tener mayor fiabilidad en la información aportada para la toma de decisiones, mientras que un 22% de estas entidades indican que esta metodología les ha ayudado debido a que tienen menores costos a la hora de colocar sus emisiones y otro 22% opinan que esta metodología les ha ayudado debido a que utilizan menos tiempo en la toma de decisiones.

A continuación se presenta el gráfico con los resultados anteriores:



Fuente: Elaboración propia

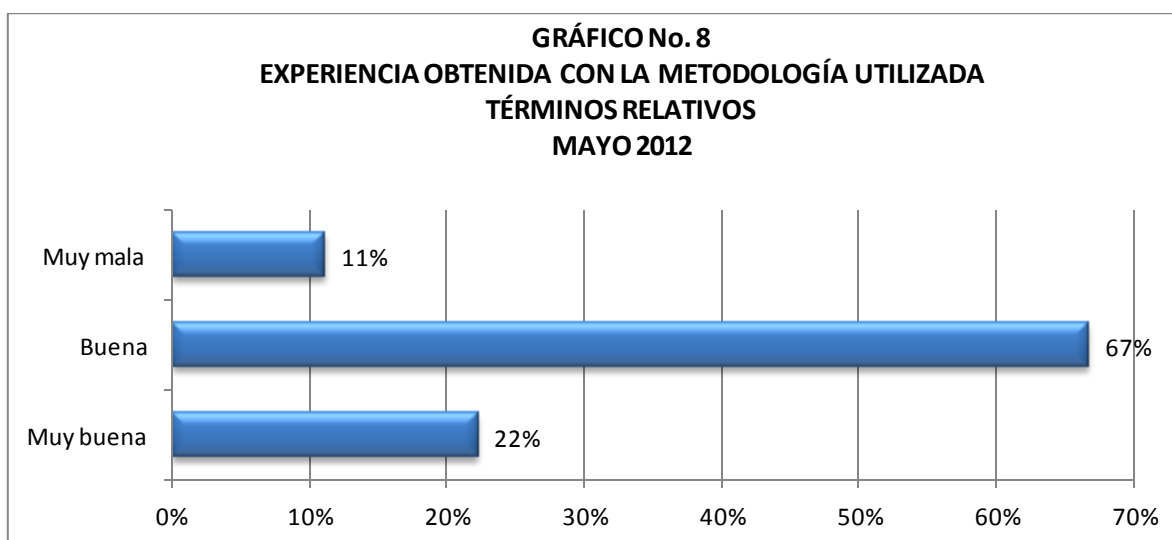
Pregunta No. 8 Experiencia obtenida con la metodología utilizada

**CUADRO No. 8 EXPERIENCIA OBTENIDA CON LA METODOLOGÍA UTILIZADA
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Experiencia obtenida	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Muy buena	2	22%
Buena	6	67%
Regular	0	0%
Mala	0	0%
Muy mala	1	11%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

La mayor parte de las empresas, representado con un 67%, han tenido una buena experiencia con la metodología que han utilizado hasta el momento, el 22% opina que la experiencia ha sido muy buena y una de las empresas afirma que ha tenido una muy mala experiencia utilizando esta metodología. Los datos se muestran más claramente en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 9 Comparación de la metodología con la de otras entidades emisoras de bonos

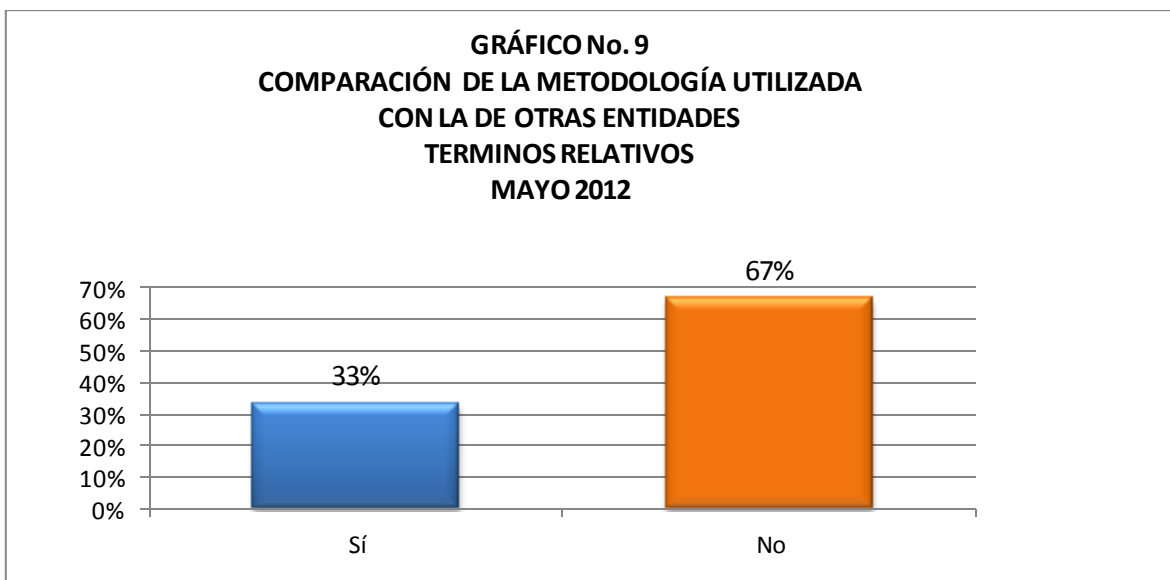
CUADRO No. 9 COMPARACIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA CON LA DE OTRAS ENTIDADES TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Utilización de metodología propia	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	3	33%
No	6	67%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

El 67% de las entidades entrevistadas indica que no compara la metodología utilizada con ninguna otra entidad, mientras que el 33% afirma si comparar la metodología que utilizan para establecer las tasas de interés con la de otras entidades emisoras de bonos.

De los emisores que si comparan la metodología con otras entidades, dos de ellos la comparan con el Gobierno y con empresas similares y la otra entidad compara la metodología con el Proveedor Integral de Precios Centroamérica (PIPICA).



Fuente: Elaboración propia

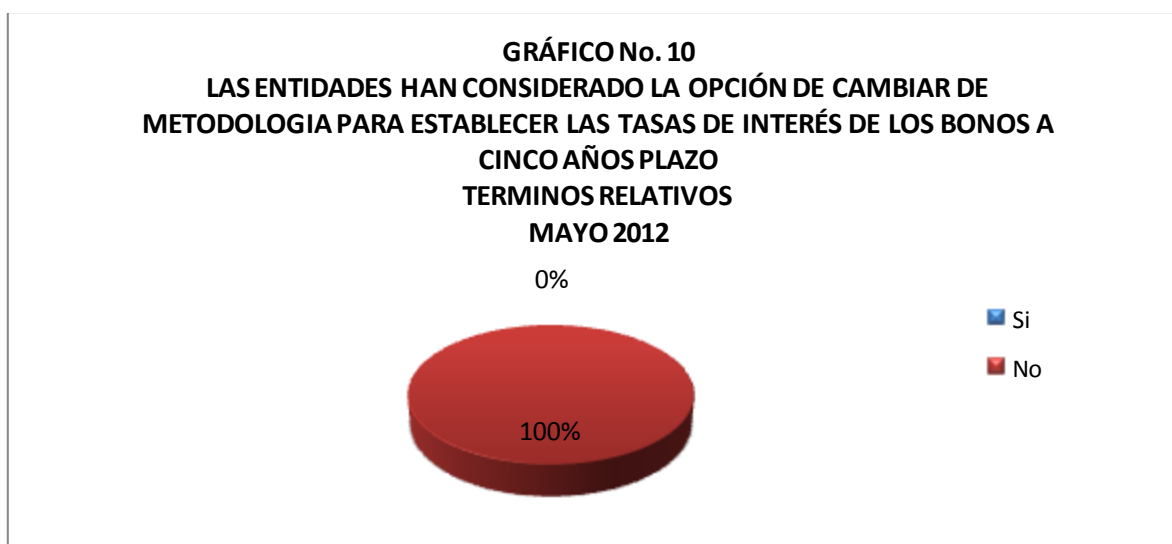
Pregunta No. 10 Opción de cambiar de metodología

CUADRO No. 10 OPCIÓN DE CAMBIAR DE METODOLOGÍA PARA ESTABLECER LAS TASAS DE INTERÉS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Planea cambiar de metodología	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	0	0%
No	9	100%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

De las entidades investigadas, el 100% asegura que no ha considerado la opción de cambiar de metodología por lo que podemos concluir que hasta el momento los procedimientos que utiliza cada entidad para establecer sus tasas de interés les han generado excelentes resultados, a excepción de la entidad que mencionó que había tenido muy mala experiencia con la metodología utilizada, ya que esta asegura que no ha pensado cambiar de metodología ya que lo que planean es no volver a realizar otra emisión de este tipo. Lo anterior se demuestra gráficamente a continuación:



Fuente: Elaboración propia

Pregunta 11. Porqué ha considerado la opción de cambiar de metodología

Esta pregunta no aplica para nuestra investigación, ya que solamente debían contestar este cuestionamiento los emisores que si estaban considerando la opción de cambiar de metodología, y en este caso específico, ninguna entidad contesto que si a la pregunta anterior.

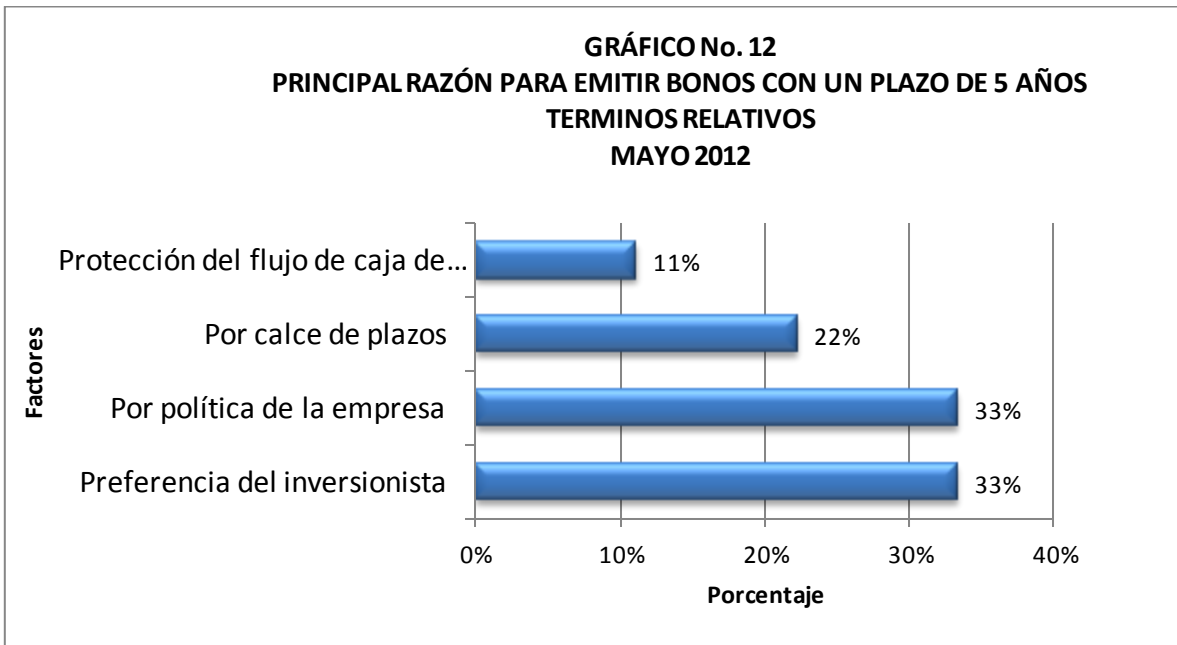
Pregunta No. 12 Principal razón para emitir bonos con un plazo de 5 años por las empresas emisoras

**CUADRO 12 PRINCIPAL RAZÓN PARA EMITIR BONOS CON UN PLAZO DE 5 AÑOS
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Razones para la emisión de bonos	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Preferencia del inversionista	3	33%
Por tradición del mercado	0	0%
Por política de la entidad	3	33%
Elementos políticos	0	0%
Protección del flujo de caja de la empresa	1	11%
Por calce de plazos	2	22%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

Según la investigación realizada, las entidades consideran que la principal razón para emitir bonos con un plazo de 5 años es por preferencia del inversionista y por política de la entidad, esto representó un 33% en ambas razones. Por otra parte, un 22% de los entrevistados afirmó que el calce de plazos de los activos con los pasivos es una razón por la cual emiten bonos a un plazo de cinco años.



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 13 Factores que tienen mayor influencia en la emisión de bonos de 5 años plazo

CUADRO No. 13 NIVEL DE INFLUENCIA DE LOS FACTORES AL ESTABLECER LA TASA DE INTERES DE LOS BONOS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Factores	Nivel de influencia							
	Alta influencia		Baja influencia		No influye		No aplica	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Condiciones internas de la empresa	7	78%	0	0%	1	11%	1	11%
Rentabilidad de la entidad	6	67%	1	11%	1	11%	1	11%
Rendimiento esperado del bono por parte de la entidad	6	67%	1	11%	1	11%	1	11%
Valor nominal del bono	2	22%	3	33%	3	33%	1	11%
Tasas de interés de los bonos de otras instituciones emisoras	6	67%	1	11%	1	11%	1	11%
Imagen de la entidad en el mercado de valores	6	67%	0	0%	2	22%	1	11%
Opinión de los inversionistas	7	78%	0	0%	1	11%	1	11%
Inflación	4	44%	2	22%	2	22%	1	11%
Tasa Básica Pasiva	4	44%	2	22%	2	22%	1	11%
Prime Rate	0	0%	3	33%	4	44%	2	22%
Calificación de riesgo país	1	11%	2	22%	5	56%	1	11%
Calificación de riesgo entidad	5	56%	2	22%	1	11%	1	11%
Sistema Cambiario Internacional	0	0%	2	22%	5	56%	2	22%
Estabilidad política internacional	3	33%	3	33%	2	22%	1	11%
Otro	5	56%	4	44%	0	0%	0	0%

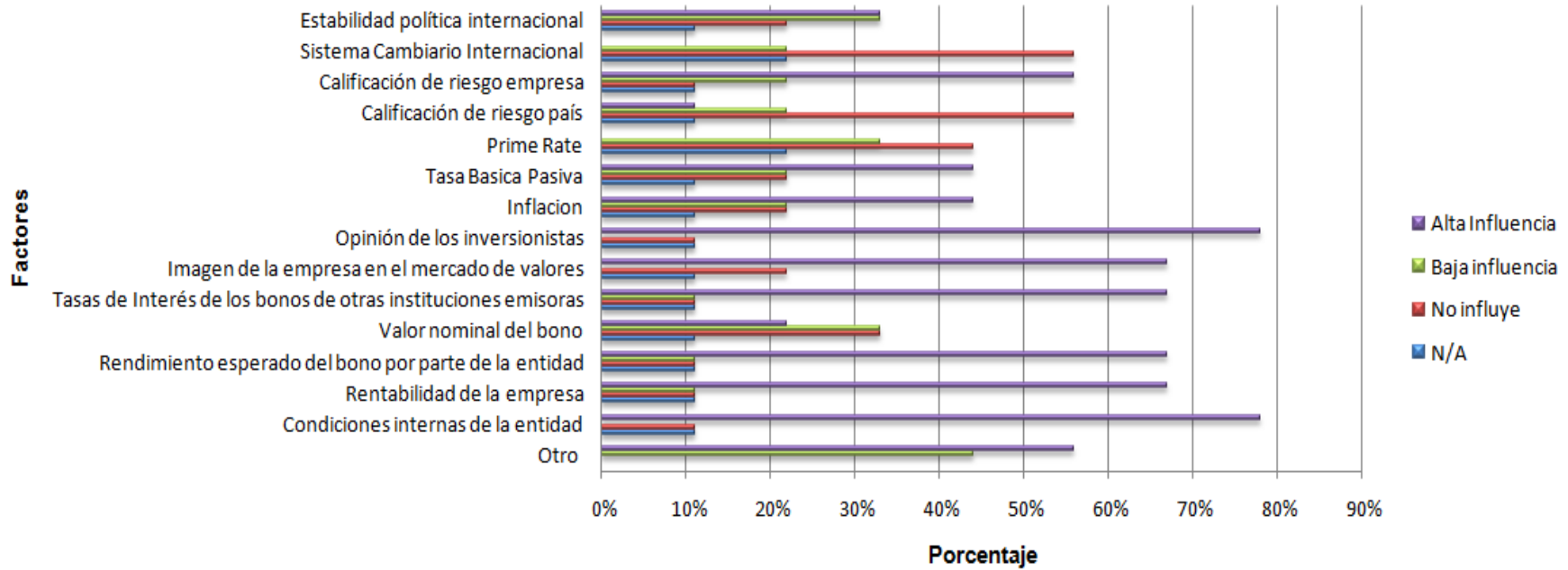
Fuente: Elaboración propia

Según lo observado, en el cuadro en su mayoría las entidades entrevistadas manifestaron que las condiciones internas de la entidad son el factor de mayor influencia para fijar las tasas de interés para la emisión de bonos a cinco años plazo, seguido de este factor se encuentra la opinión de los inversionistas con respecto a la entidad. Por último, varios factores compartieron también tener alta influencia para fijar las tasas de interés de los bonos, estos fueron: rentabilidad de la entidad, rendimiento esperado del bono por parte de la entidad, tasas de interés de los bonos de otras instituciones emisoras e Imagen de la entidad en el mercado de valores. Por otra parte, los factores que se identificaron como de baja influencia fueron: valor nominal del bono, Prime Rate, estabilidad política internacional. La mayoría de los emisores afirmaron que de estos factores dentro del entorno costarricense no afectan las tasas de interés de los bonos; ya que se considera que lo más acertado para fijar la tasa de interés de los bonos, es realizar un análisis de las tasas del mercado, así como la consulta de cuanto están dispuestos los inversionistas a adquirir.

Se concluye que la calificación de riesgo país no influye cuando se asignan las tasas de interés e igualmente el sistema cambiario internacional, los entrevistados afirmaron que al estar emitiendo en el mercado nacional no es necesario tomar en cuenta los factores internacionales para fijar las tasas es el mercado de valores, el cual está principalmente constituido por operadoras de pensiones.

Para el caso específico del Banco Central de Costa Rica, ninguno de los factores tiene influencia sobre la fijación de la tasa de interés ya que esta entidad mantiene una tasa fija.

GRÁFICO No. 13
NIVEL DE INFLUENCIA DE LOS FACTORES AL EMITIR BONOS A 5 AÑOS PLAZO
TERMINOS ABSOLUTOS
MAYO 2012



Fuente: Elaboración propia

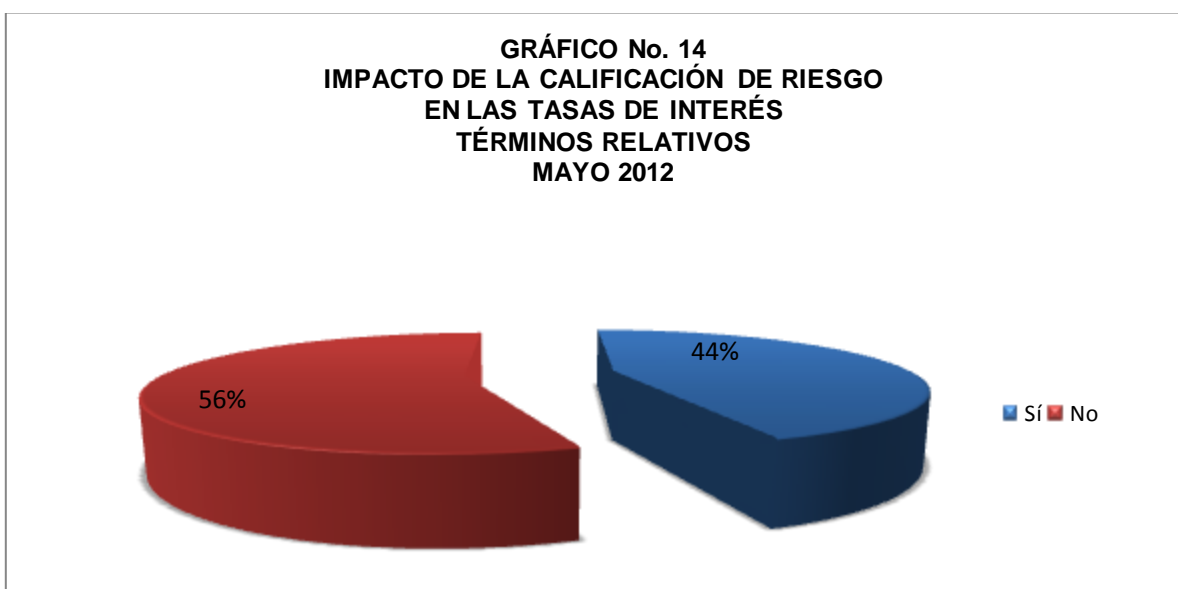
Pregunta No. 14 Impacto de la calificación de riesgo país en las tasas de interés

**CUADRO NO. 14 IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO EN LAS TASAS DE INTERÉS
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Impacto del Riesgo País en las tasas de interés	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	4	44%
No	5	56%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

Según las entidades entrevistadas, la calificación de riesgo país no influye en las tasa de interés, esto lo indican el 56% de ellas. Sin embargo, no hay una diferenciación porcentual muy significativa entre una categoría y otra, ya que el porcentaje de entidades que consideran que el riesgo país si influye en la tasa de interés es del 44%. En estos casos, las entidades opinaron que el riesgo país está implícito en otros factores que ellos toman en cuenta como por ejemplo la tasa básica pasiva.



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 15 Calificación de riesgo asignada a la entidad impacta las tasas de interés

CUADRO No. 15 IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO ASIGNADA A LA ENTIDAD SOBRE LA TASA DE INTERÉS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Impacto del Riesgo Empresa en las tasas de interés	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	6	67%
No	1	11%
N/A	2	22%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

El 67% de las entidades entrevistadas consideran que la calificación de riesgo que se les asignó sí impacta las tasas de interés de los bonos emitidos, esto por cuanto al tener mayor riesgo la empresa, la tasa de interés debe compensar ese riesgo de más al inversionista. La percepción del inversionista es otra de las razones por las cuales la calificación de riesgo de la empresa puede afectar la tasa de interés, ya que el inversionista realiza un análisis de la entidad antes de adquirir los bonos por lo que la solidez financiera y la capacidad de hacer frente a sus obligaciones son factores importantes.

En el caso del 22% de las entidades, las cuales indicaron que la calificación de riesgo no aplica, estas corresponden a las instituciones de Gobierno, las cuales según la Ley del Mercado de Valores están exentas de calificación. Y el 11% indica que la calificación de riesgo no influye en sus tasas de interés debido a que tienen el respaldo del estado, tal es el caso del Banco Crédito Agrícola de Cartago.

GRÁFICO No. 15
IMPACTO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO ASIGNADA A LA ENTIDAD SOBRE LA
TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS
TERMINOS RELATIVOS
MAYO 2012



Fuente: Elaboración propia

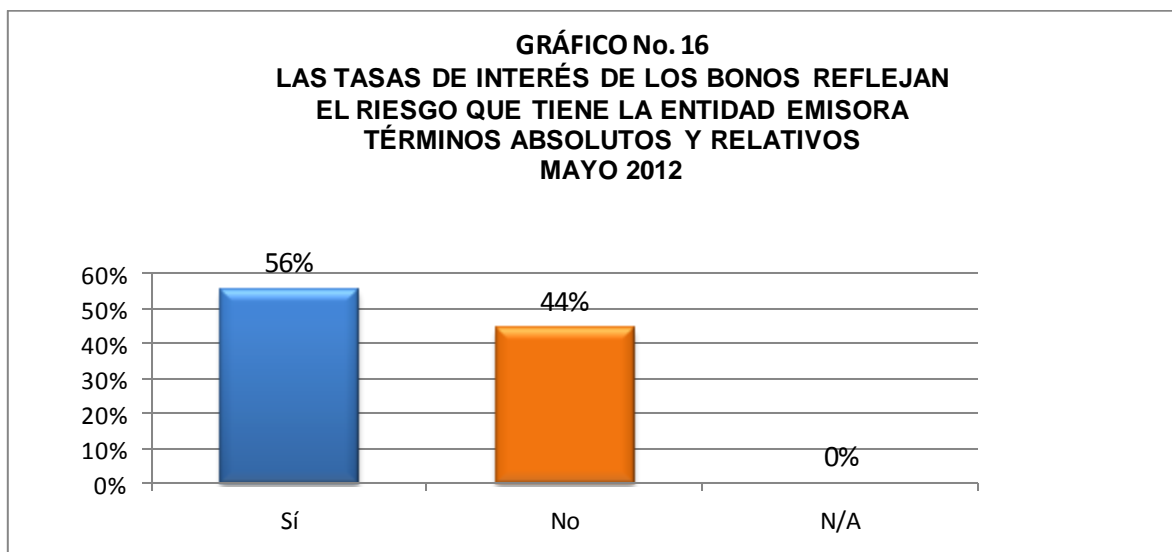
Pregunta No. 16 Las tasas de interés de los bonos reflejan realmente el riesgo que tiene la entidad

CUADRO NO. 16 LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS REFLEJAN EL RIESGO QUE TIENE LA ENTIDAD EMISORA TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

La tasa de interés refleja realmente el riesgo que tiene la entidad	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	5	56%
No	4	44%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

El 56% de los emisores consideran que las tasas de interés reflejan realmente el riesgo que tiene la entidad. Sin embargo, es importante destacar que un 44% no consideran que estas sean reflejo del riesgo de la empresa, por lo que no hay una variación significativa, y se puede concluir que dependiendo de la calificación que tenga la empresa así se será su opinión con respecto a si la tasas de interés reflejan o no realmente el riesgo que tiene la entidad, ya que si sus bonos tienen una tasa de interés muy alta no van a considerar que esta tasa refleje realmente su riesgo.



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 17 El riesgo país se ve reflejado en la tasa de interés

CUADRO No. 17 REFLEJO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Tasa de riesgo país reflejada en la tasa de interés asignada a los bonos del Mercado de valores	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	8	89%
No	1	11%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

La calificación de Riesgo-País si se ve reflejada en la tasa de interés asignada a los bonos emitidos a 5 años plazo según la percepción de los entes emisores de los mismos, ya que el 89% de los entrevistados afirmó esta respuesta. Debido a esto, podemos deducir que el país y su riesgo crediticio van a repercutir en las tasas de los bonos del mercado en Costa Rica.



Fuente: Elaboración propia

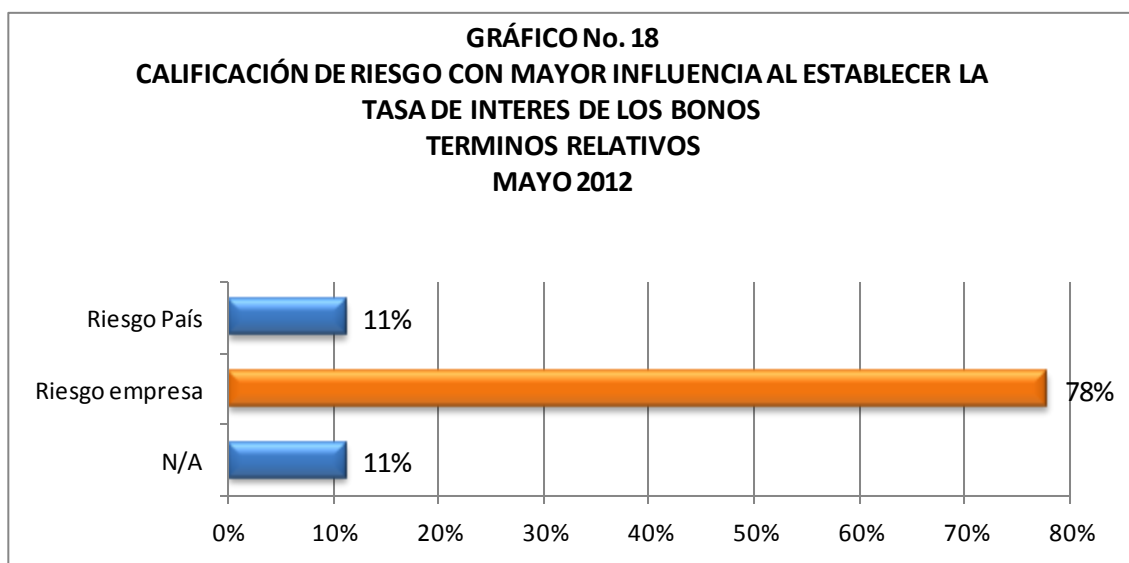
Pregunta No. 18 Calificación que tiene mayor influencia al establecer la tasa de interés de los bonos.

CUADRO No. 18 CALIFICACIÓN DE RIESGO CON MAYOR INFLUENCIA AL ESTABLECER LA TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Calificación de riesgo	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Riesgo País	1	11%
Riesgo Empresa	7	78%
Ninguna de las anteriores	0	0%
N/A	1	1%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

La calificación de riesgo que tiene mayor influencia al establecer la tasa de interés según las entidades emisoras de bonos es el riesgo empresa, este representa el 78%, las entidades consideran que este riesgo influye más que el riesgo país porque afecta directamente la percepción que tiene el inversionista sobre la entidad emisora. Lo anterior se muestra claramente en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia

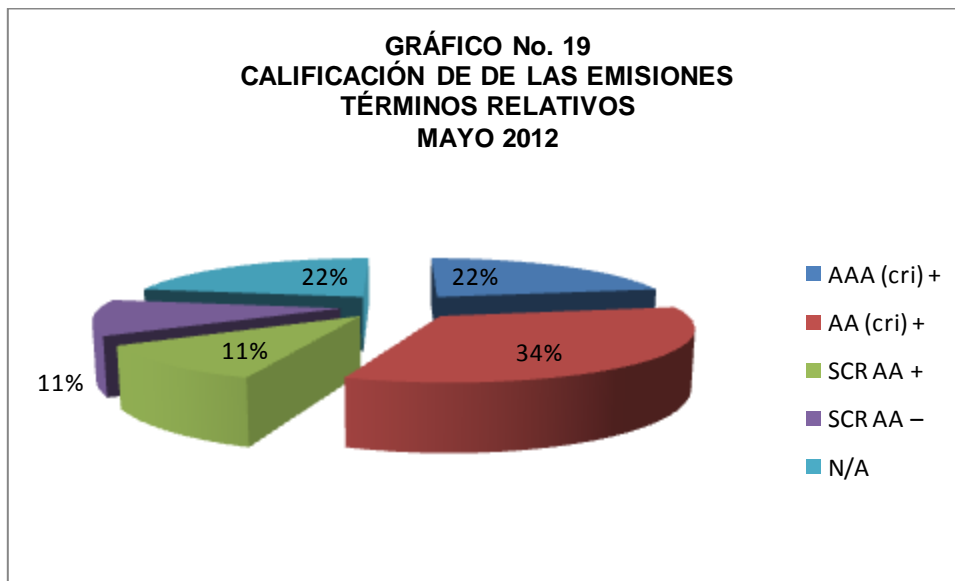
Pregunta No. 19 Calificación de riesgo asignada a los emisores de bonos

**CUADRO No. 19 CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS EMISIONES
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Calificación de riesgo empresa	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
AAA (cri) +	2	22%
AA (cri) +	3	34%
SCR AA +	1	11%
SCR AA –	1	11%
N/A	2	22%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

El 34% de las empresas tiene una calificación de riesgo AA (cri)+, la cual implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. La mayoría de las entidades recurre a la calificadora de riesgo Fitch para que les asigne su calificación de riesgo. Es importante recalcar que todas las entidades tienen una calificación alta, dentro del rango de las AA. A excepción de las instituciones del Estado como el Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda que por la Ley Reguladora del Mercado de Valores, en su artículo 144 indica que las emisiones de valores del estado e instituciones públicas no bancarias están exceptuadas a la calificación de riesgo.



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 20 Considera que la calificación asignada responde a las condiciones de la entidad

**CUADRO No. 20 CALIFICACIÓN DE RIESGO ASIGNADA
RESPONDE A LAS CONDICIONES DE LA ENTIDAD
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Calificación de riesgo	Número de entidades	
	Absoluto	Relativo
Sí	5	56%
No	2	22%
N/A	2	22%
TOTAL	9	100%

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con los datos obtenidos en la investigación, la mayoría de las entidades considera que la calificación de riesgo asignada realmente responde a las condiciones internas de la empresa, esta opinión es compartida por el 56% de la población entrevistada. En este caso, se dan 2 excepciones en las que no aplica la calificación debido a que las instituciones del Gobierno no tienen calificación de riesgo asignada. Por último, un 22% opina que la calificación asignada no responde a las condiciones de la empresa ya que según los encargados de las emisiones, estas entidades podrían tener una calificación mayor por su bajo nivel de riesgo.



Fuente: Elaboración propia

Pregunta No. 21 Factores que influyen en la decisión de adquirir un bono por parte del inversionista

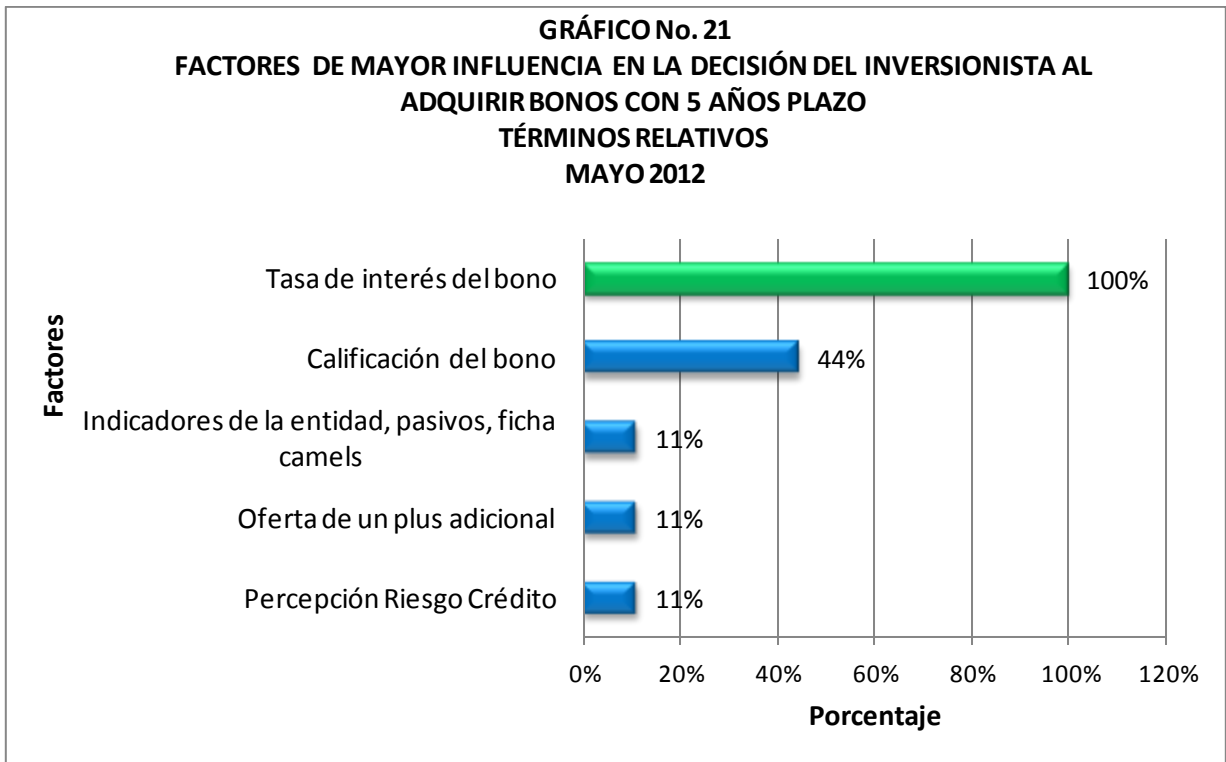
CUADRO No. 21 FACTORES DE MAYOR INFLUENCIA EN LA DECISIÓN DEL INVERSIONISTA AL ADQUIRIR BONOS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Factores de mayor influencia al adquirir bonos	Número de entidades ¹	
	Absoluto	Relativo
Calificación del bono	4	44%
Tasa de interés del bono	9	100%
Fidelidad a la empresa emisora	0	0%
Percepción Riesgo Crédito	1	11%
Oferta de un plus adicional	1	11%
Indicadores de la entidad pasivos, ficha camels	1	11%
TOTAL		177%

Fuente: Elaboración propia

¹/Este cuadro corresponde a una pregunta de opción de múltiple

A criterio de los emisores de bonos, los aspectos que ellos consideran de mayor influencia a la hora de que el inversionista decide comprar bonos son: la tasa de interés la cual fue mencionada por la totalidad de los entrevistados seguida de la calificación del bono que tiene un peso relativo de 22%.



Fuente: Elaboración propia

2. Análisis por medio de cruces de variables

Cruce de Variables No. 1

CUADRO No. 22 PRINCIPALES RAZONES POR LAS CUALES LAS ENTIDADES EMITEN BONOS EN COLONES, DÓLARES O AMBAS TERMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Variables	Colones		Dólares		Ambas	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Es más rentable	0	0%	0	0%	0	0%
Es la moneda que rige la operación de la empresa	3	50%	1	100%	0	0%
Es la moneda más apetecida por el inversionista	2	33%	0	0%	0	0%
Para financiar los activos de la empresa	0	0%	0	0%	1	50%
Necesidad del Mercado	0	0%	0	0%	1	50%
Estrategia Mediano y Largo Plazo	1	17%	0	0%	0	0%
Total	6	100%	1	100%	2	100%

Fuente: Elaboración propia

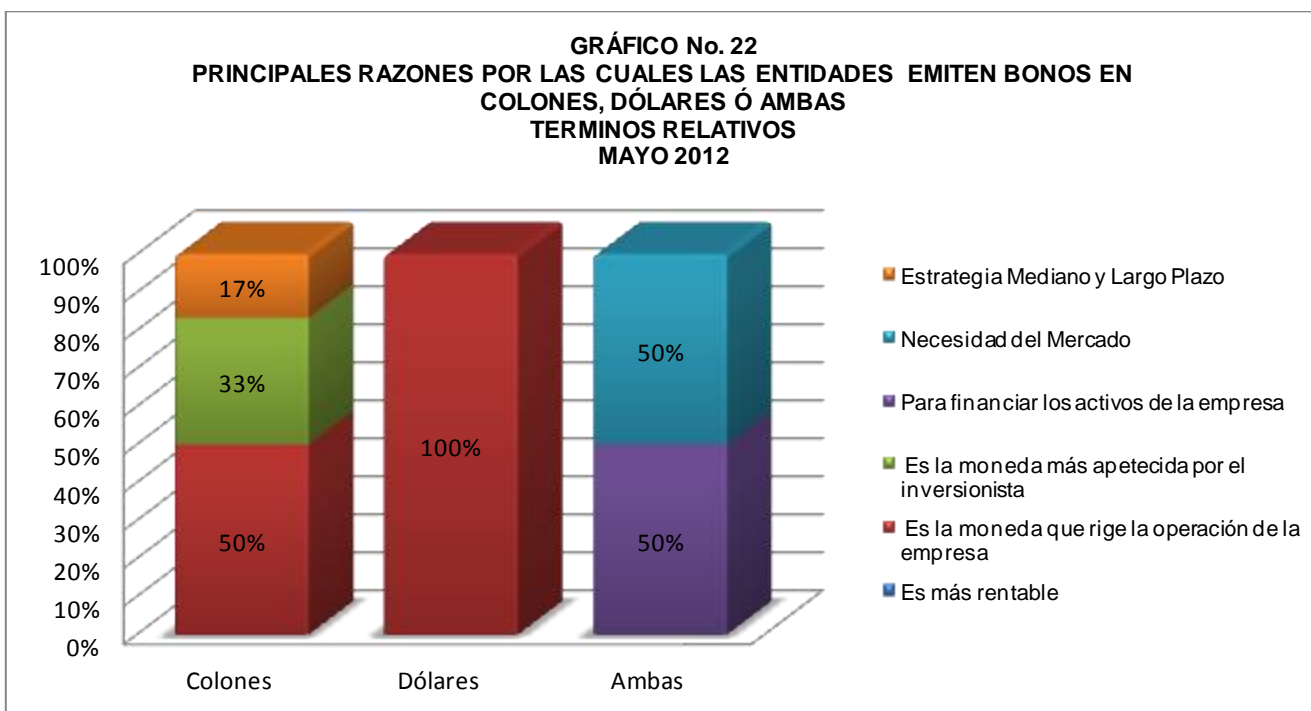
Con respecto a las 6 entidades que emiten bonos con plazo a 5 años en colones, se observa que las principales razones por las cuales las entidades se inclinan a emitir en esta moneda son; el 50% emiten en colones por ser la moneda que rige la operación de la entidad, seguido por un 33% que consideran que el colón es la moneda más apetecida por el inversionista y finalmente el 17% emiten en colones por estrategia de mediano y largo plazo.

Como lo muestran los datos anteriores, básicamente al ser el colón la moneda nacional de Costa Rica en su mayoría las empresas mantienen su capital en colones y como consecuencia deben considerar este aspecto al emitir bonos. Además que el inversionista prefiere invertir en colones antes que en dólares y por esta razón para los oferentes les es más rentable emitir en la moneda que prevalece y de este modo ligarlo a su estrategia empresarial de mediano y largo plazo.

Con lo que respecta a las emisiones de bonos en dólares con plazo a 5 años, sólo una

entidad emite únicamente en esta moneda y la principal razón por la cual emite en esta moneda es por ser la que rige la operación de la entidad. Al igual de la principal razón para emitir en colones que va ligada en función de las condiciones internas de la entidad.

Por su parte, las dos (2) entidades que emiten en ambas monedas (colones y dólares) se observa un equilibrio entre la necesidad del mercado (demanda) y necesidad de la empresa (oferta) como lo es el financiar sus activos.



Fuente: Elaboración propia

Cruce de Variables No. 2

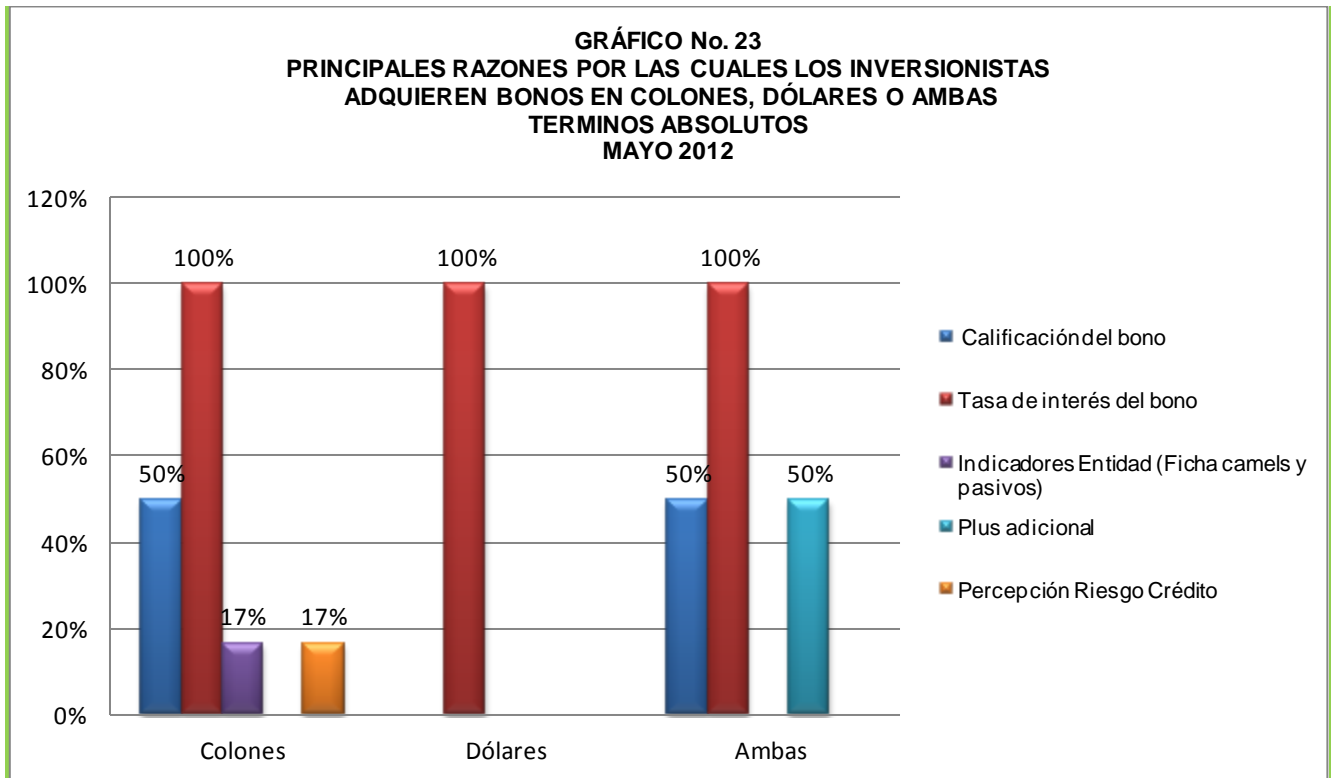
**CUADRO No. 23 PRINCIPALES RAZONES POR LAS CUALES LOS INVERSIONISTAS
ADQUIEREN BONOS EN COLONES, DÓLARES O AMBAS
TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS
MAYO 2012**

Variables	Colones		Dólares		Ambas	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Calificación del bono	3	50%	0	0%	1	50%
Tasa de interés del bono	6	100%	1	100%	2	100%
Fidelidad a la empresa emisora	0	0%	0	0%	0	0%
Indicadores Entidad (Ficha camels y pasivos)	1	17%	0	0%	0	0%
Plus adicional	0	0%	0	0%	1	50%
Percepción Riesgo Crédito	1	17%	0	0%	0	0%

Fuente: Elaboración propia

A percepción de las entidades que emiten bonos con plazo a 5 años tanto en colones, como en dólares y en ambas monedas, la principal razón del inversionista para adquirir sus bonos es la tasa de interés de la emisión, seguido de la calificación de los bonos pero en este caso es sólo para adquirir bonos en colones y en dólares. Es así como se comprueba que el inversionista usualmente no investiga o toma en cuenta otros factores que podrían de igual manera que la tasa de interés afectar el rendimiento del bono.

Por otro lado, a percepción de los oferentes, los inversionistas que van más allá de la tasa de interés toman en cuenta el plus adicional y en menor proporción otros factores como lo son indicadores de la entidad (ficha camels y pasivos) y la percepción de riesgo crédito.



Fuente: Elaboración propia

Cruce de Variables No. 3

CUADRO No. 24 RELACIÓN ENTRE LA PRINCIPAL RAZÓN PARA LA EMISIÓN DE BONOS CON PLAZO A 5 AÑOS Y FRECUENCIA DE EMISIÓN DE ESTOS BONOS TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS

Razones para emitir bonos	Frecuencia de emisión de bonos							
	Menos de 1 año		Entre 1 año y menos de 3 años		Entre 3 años y menos de 5 años		Más de 5 años	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Preferencia de inversionista	1	100%	1	33%	1	33%	0	0%
Por tradición del mercado	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Por política de la entidad	0	0%	3	67%	0	0%	1	50%
Elementos políticos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Protección del flujo de caja de la entidad	0	0%	0	0%	1	33%	0	0%
Por calce de plazos	0	0%	0	0%	1	33%	1	50%
Otra. ¿Cuál?	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
TOTAL	1	100%	4	100%	3	100%	2	66%

Fuente: Elaboración propia

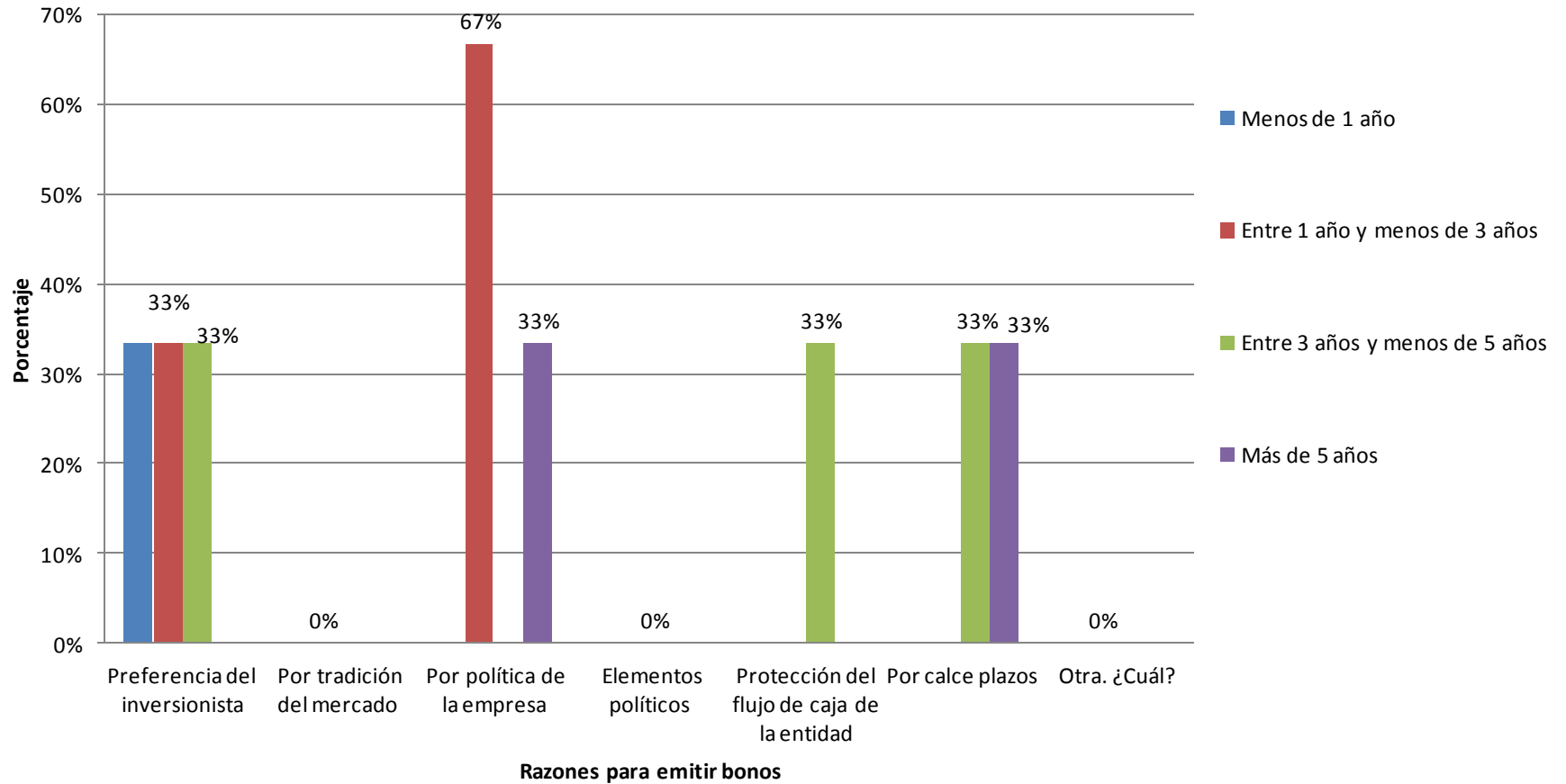
La mayor cantidad de entidades entrevistadas emiten bonos con una frecuencia entre un año y menos de 3 años y para estas la principal razón que influye en la frecuencia con que emiten bonos es la política de la entidad (67%) seguido de la demanda (preferencia del inversionista) con un 33%. En relación con lo anterior, es evidente que la frecuencia con que se emiten bonos va ligada primordialmente a condiciones internas de la entidad que han sido analizadas en base a un

histórico que condiciona esta frecuencia y que se considera la mejor opción para la entidad.

Por su parte, las entidades que emiten bonos con una frecuencia entre 3 años y menos de 5 años consideran que las principales razones (en igual importancia) que influyen en la frecuencia con que emiten bonos son demanda (preferencia del inversionista), protección del flujo de caja de la entidad y por alineamiento de plazos.

A continuación se presenta en gráfico No. 24 para mayor comprensión:

GRÁFICO No. 24
RELACIÓN ENTRE LA PRINCIPAL RAZÓN PARA LA EMISIÓN DE BONOS CON PLAZO A CINCO AÑOS Y FRECUENCIA DE EMISIÓN DE ESTOS BONOS
TERMINOS RELATIVOS
MAYO 2012



Fuente: Elaboración propia

Cruce de Variables No. 4

CUADRO No. 25 UTILIZACIÓN O NO DE METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DE LA TASA DE INTERES Y SU RELACIÓN CON LOS MÉTODOS DE CÁLCULO TÉRMINOS ABSOLUTOS Y RELATIVOS MAYO 2012

Método para el cálculo de tasa de interés	Utiliza metodología		No utiliza metodología	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Benchmarking	3	33%	3	33%
Benchmarking más condiciones internas	1	11%	0	0%
Outsourcing	0	0%	1	11%
Estandarización de tasa	0		1	11%
TOTAL	4	45%	5	55%

Fuente: Elaboración propia

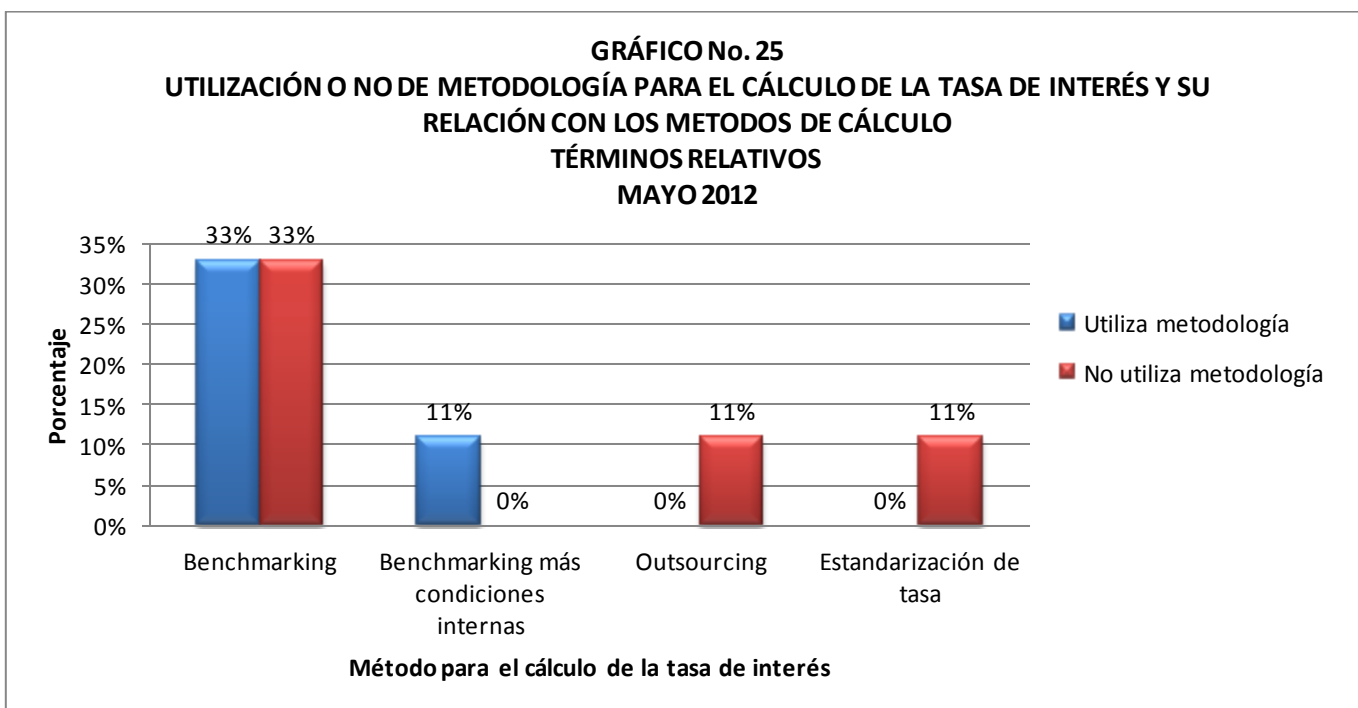
Como se puede observar en el cuadro anterior, el 55% de las entidades entrevistadas indicaron que no utilizan una metodología propia para calcular la tasa de interés de los bonos de 5 años plazo, en donde se tomaron en cuenta las opciones Benchmarking con representación de un 33%, Outsourcing con representación de un 11% y estandarización con representación de un 11%. Sin embargo, el uso de outsourcing y la estandarización de la tasa son métodos distintos a los utilizados por la gran mayoría de entidades emisoras de bonos con plazo a 5 años en Costa Rica, el cual consiste en dirigirse al mercado para obtener información relacionada con las tasas de interés, precios, plazos, entre otros y adoptarla para su proceso de emisión de bonos (Benchmarking).

Por otro lado el 45% de las entidades afirmaron que sí utilizan una metodología propia para calcular la tasa de interés de los bonos de 5 años plazo, sin embargo, cuando se les pregunta por la metodología utilizada nos encontramos con métodos de Benchmarking los cuales para efectos de este estudio no se

consideran como una metodología propia, sino como un tipo de método utilizado para establecer la tasa de interés del bono.

El 45% está integrado por un 33%, el cual indica que realiza un Benchmarking, mientras que el 11% restante, además de aplicar en primera instancia el Benchmarking, se interesa por ajustar los datos recopilados del mercado a las condiciones internas de la entidad.

A continuación se presenta el gráfico No. 25 para mayor comprensión.



Fuente: Elaboración propia

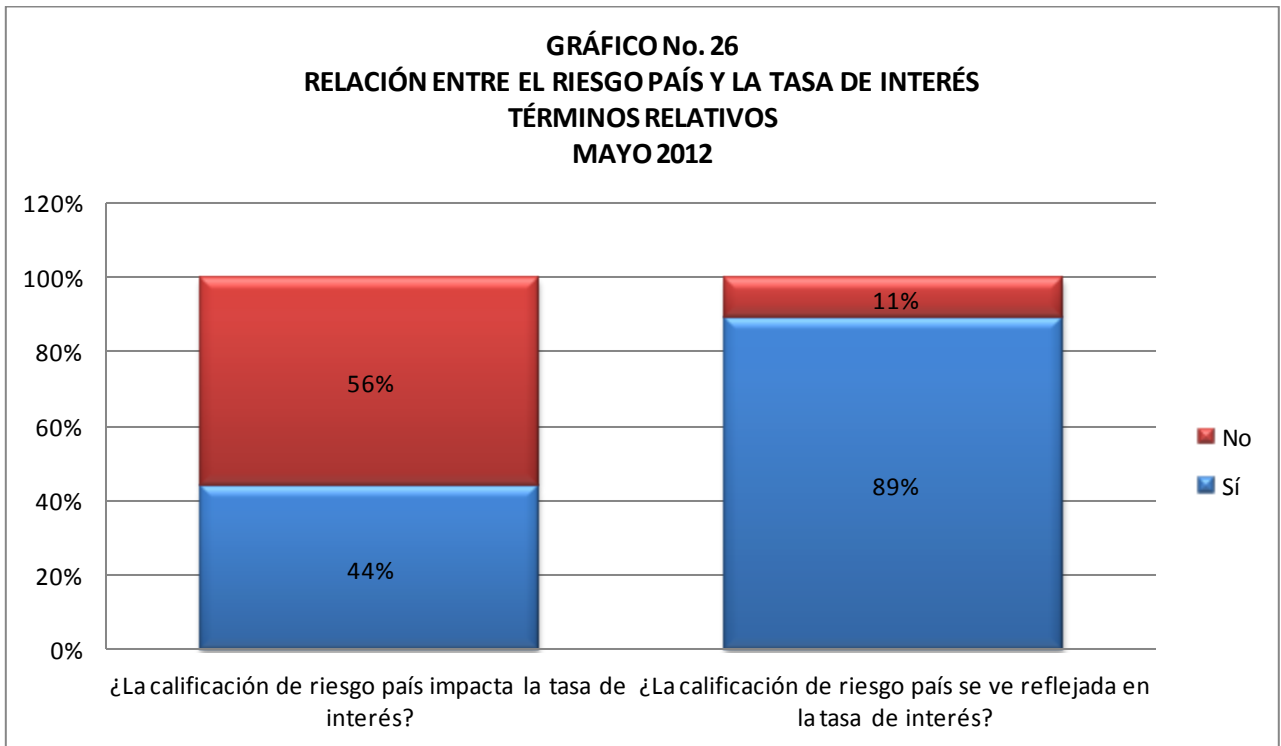
Cruce de Variables No. 5

**CUADRO No. 26 RELACIÓN ENTRE EL RIESGO PAÍS Y LA TASA DE INTERÉS
TÉRMINOS RELATIVOS
MAYO 2012**

Opinión	Entidades	
	¿La calificación de riesgo país impacta la tasa de interés?	¿La calificación de riesgo país se ve reflejado en la tasa de interés?
Sí	44%	89%
No	56%	11%
TOTAL	100%	100%

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en el cuadro anterior, a criterio de las entidades, la calificación de riesgo país se ve reflejado en las tasas de interés de los bonos emitidos a 5 años plazo. El 89% de las entidades emisoras de estos bonos afirman que una variación en la calificación de riesgo país se verá reflejado en las tasas de interés. Sin embargo, el 56% de las entidades afirman que esta variación en la calificación riesgo país no impacta directamente las tasas de interés de los bonos emitidos.



Fuente: Elaboración propia

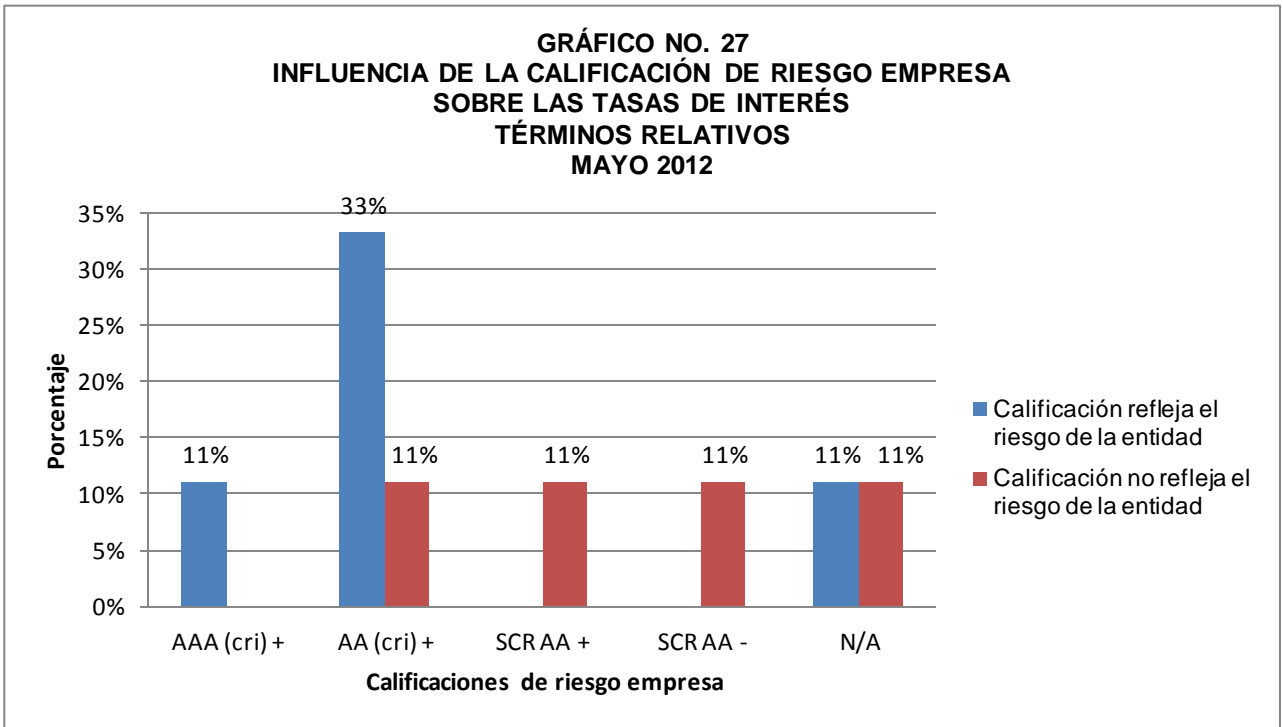
Cruce de Variables No. 6

**CUADRO 27 INFLUENCIA DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO ENTIDAD
SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS
TÉRMINOS RELATIVOS
MAYO 2012**

Calificación refleja riesgo de la entidad	Calificaciones de riesgo de los bonos				
	AAA (cri) +	AA (cri) +	SCR AA +	SCR AA -	N/A
Sí	11%	33%			11%
No		11%	11%	11%	11%
TOTAL	11%	44%	11%	11%	22%

Fuente: Elaboración propia

Los anteriores muestran las calificaciones de riesgo de las entidades que emiten bonos a 5 años plazo en nuestro país y la percepción de que si realmente esa calificación refleja el riesgo de la entidad. Las entidades con calificaciones más altas (AAA (cri)+, AA (cri)+), afirman que efectivamente esa calificación refleja el riesgo de la entidad. Por otro lado, las entidades con menores calificaciones en sus bonos afirman que estas no reflejan realmente el riesgo de la entidad. Finalmente, se observa también que para las entidades de gobierno, tal es el caso del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, sus bonos no tienen calificación y por tanto no aplica el reflejo de la entidad ya con entes públicos que se consideran de cero riesgos.



Fuente: Elaboración propia

CAPITULO V. CONCLUSIONES Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

A. Conclusiones

Las entidades que emiten bonos a 5 años plazo eligen este vencimiento debido a que tiene mayor demanda por parte de los inversionistas en el mercado de valores costarricense y por política de la empresa ya que estas entidades consideran la protección de su flujo de caja y su respectivo calce de plazos para su solvencia financiera.

La entidad elige la moneda en la que va a realizar la colocación de bonos a 5 años plazo, dependiendo de la moneda que rija la operación de la entidad y la que necesiten para financiar sus activos.

Las entidades emiten bonos en un intervalo de tiempo que va entre 1 y 5 años debido al engorroso proceso que conlleva realizar la inscripción de emisiones de bonos a 5 años plazo en el mercado de valores costarricense.

El Riesgo-País no impacta la asignación de las tasas de interés de los bonos con plazos a 5 años que emiten las entidades. Contrario a lo anterior, el Riesgo – Empresa influye considerablemente la asignación de las tasas de interés de los bonos con plazos a 5 años que emiten las entidades.

Las entidades que emiten bonos con plazo a 5 años en Costa Rica no utilizan una metodología propia para calcular la tasa de interés de los bonos; a pesar de que algunas afirman contar con metodología propia, en realidad lo que realizan es un estudio de mercado y ajustan esta información a las condiciones internas (Benchmarking).

Según todas las entidades emisoras de bonos entrevistadas, los inversionistas basan su elección a la hora de invertir en bonos a 5 años plazo en la tasa de interés que les ofrezcan las entidades que emiten los instrumentos. Además, mencionan que estas personas también analizan la calificación que tenga

asignada la entidad como tal, para determinar el riesgo que asumirán a la hora de invertir.

Se identificó que a pesar de que las entidades admiten que la calificación que se le asigna a la entidad impacta a la hora de establecer las tasas de interés.

No existe ninguna relación entre la calificación de riesgo asignado por las calificadoras y la tasa de interés de los bonos emitidos en Costa Rica en el plazo de 5 años en colones y dólares para el I semestre del año 2012 ya que en la población estudiada no existe una relación directa entre tasa y calificación. Ver Apéndice C

B. Líneas futuras de Investigación

Con el fin de ampliar la investigación realizada, se recomiendan las siguientes líneas futuras de investigación:

- Investigar las causas de la participación poco significativa de las entidades en el mercado de valores costarricense.
- Identificar modelos de desarrollo que le permitan a la Bolsa Nacional de Valores desarrollar el mercado bursátil en Costa Rica.
- Realizar un estudio de la perspectiva que tiene el inversionista costarricense con respecto a las emisiones de bonos como instrumento de inversión.

CAPÍTULO VI. BIBLIOGRAFÍA

Alexander G, Sharpe W, Bailey J.(2003). Fundamentos de inversiones: Teoría y práctica.(3ª Ed). México: Editorial Pearson Educación.

Banco Central de Costa Rica. (21 de Mayo de 2008). *Indicadores económicos BCCR*. Recuperado el 23 de Marzo de 2012, de <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos/DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/Metodolog%C3%ADa%20de%20c%C3%A1lculo%20Tasa%20B%C3%A1sica.HTM>

Bodie. Z y Merton R.(2003) Finanzas. (1ª Ed). México: Editorial Pearson Educación.

Bolsa Nacional de Valores. (2011). *Bolsa Nacional de Valores*. Recuperado el 11 de marzo de 2012, de Bolsa Nacional de Valores: <http://www.bolsacr.com>

Consejeros Económicos y Financieros, S.A. (2012). *cefsa.cr*. Recuperado el 23 de Marzo de 2012, de <http://cefsa.cr/index.php?section=glosario>

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero . (2010). *Sistema Costarricense de Información Jurídica*. Recuperado el 05 de mayo de 2012, de Procuraduría General de la República: http://www.pgr.go.cr/scij/busqueda/normativa/Normas/nrm_repartidor.asp?param1=NRA&nValor1=1&nValor2=57105&nValor3=83141&nValor5=43&strTipM=FA

Centro Iberoamericano del Desarrollo Estratégico Urbano. Morales J. y Tuesta P. (2005). Calificaciones de Crédito y Riesgo. España.

De Lara A. (2005). Medición y Control de Riesgos Financieros. (3ª Ed). México: Editorial LIMUSA S.A

Diccionario de Finanzas. (2000). *Euroresidentes*. Recuperado el 12 de abril de 2012, de http://www.euroresidentes.com/empresa_empresas/diccionario_de_empresa/finanzas/finanzas.htm

Fitch Centroamérica S.A. (2006). *Fitch Ratings*. Recuperado el 11 de marzo de 2012, de Fitch Ratings: <http://www.fitchca.com/>

Gabriel Alpízar, R. E. (2003). *Instrumentación para la modelacion de la tasa de interés*. San José.

Gitman, L. J. (2007). *Principios de Administracion Financiera* (11 ed.). Mexico D.F.: Pearson.

La Gran Enciclopedia de Economía. (2009). *La Gran Enciclopedia de Economía*. Recuperado el 05 de 05 de 2012, de <http://www.economia48.com/spa/i/index-u.htm>

Mejía, A. (Marzo de 2002). *Gestiopolis*. Recuperado el 27 de marzo de 2012, de Gestiopolis:

<http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/bonos.htm>

Mendez, F. (1995). La bolsa y los títulos valores en Costa Rica. Costa Rica: Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica.

Meoño M y Escoto Roxana. (2001). Operaciones Bursátiles. (1ª Ed). Costa Rica. Editorial Universidad Estatal a Distancia

SCRiesgo. (2011). *SCRiesgo Rating Agency*. Recuperado el 2011 de marzo de 2012, de SCRiesgo Rating Agency: <http://www.scriesgo.com/esp/>

Superintendencia General de Valores. (2010). *SUGEVAL*. Recuperado el 05 de 05 de 2012, de <http://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/GlosarioBursatil/U.aspx>

Van Horne y Wachowicz. (2002). Fundamentos de administración financiera. México: PEASON EDUCACION.

CAPITULO VII. ANEXOS Y APÉNDICES

APENDICE A

CUESTIONARIO PARA IDENTIFICAR LOS FACTORES QUE DEFINEN LAS CONDICIONES DE EMISIÓN DE LOS BONOS CON PLAZOS DE 5 AÑOS

INTRODUCCIÓN: Buenos (días/tardes) como estudiantes del programa de Licenciatura en Finanzas de Instituto Tecnológico de Costa Rica. Estamos realizando una entrevista con el fin de obtener información para un proyecto de investigación. El objetivo de la investigación es identificar los factores que definen las condiciones en las que se emiten los bonos con plazos de 5 años en colones y dólares, así como su relación con la calificación de riesgo asignado en el mercado costarricense para el primer semestre del 2012.

I. DATOS DE CLASIFICACIÓN

1. ¿En qué moneda emite bonos con plazo a 5 años en la Bolsa Nacional de Valores la entidad para la cual labora?

1.1 Colones (Pasar a la pregunta 3)

1.2 Dólares (Pasar a la pregunta 3)

1.3 Ambas

2. ¿En cuál moneda le resulta más atractivo a la entidad emitir bonos con plazo a 5 años?

2.1 En colones

2.2 En dólares

3. ¿Cuál es la principal razón por la cual la entidad emite los bonos a 5 años plazo en esa moneda?

3.1 Es más rentable

3.2 Es la moneda que rige la operación de la entidad

3.3 Es la moneda más apetecida por el inversionista

3.4 Financiar los activos de la empresa

3.5 Necesidad del mercado

3.6 Necesidad del mercado

4. De los siguientes intervalos de tiempo, ¿cada cuanto la entidad emite bonos con un plazo a 5 años en el mercado costarricense?

4.1 Menos de 1 año

4.2 Entre 1 año y menos de 3 años

4.3 Entre 3 años y menos de 5 años

4.4 Más de 5 años

II. METODOLOGÍA

5. ¿Utiliza metodología propia durante el proceso de establecer las tasas de interés, en la emisión de bonos a 5 años?

5.1 [] Si

5.2 [] No

6. ¿Podría describir la metodología que implementa la entidad a la hora de establecer las tasas de interés de los bonos que emite con plazos a 5 años?

7. ¿Qué ventaja considera ha aportado esta metodología para emitir los bonos con plazos de 5 años?

7.1 [] Menor tiempo para la toma de decisiones

7.2 [] Menores costos

7.3 [] Mayor fiabilidad en la información aportada para la toma de decisiones

7.4 [] Estructura adecuada de calce de plazos

7.5 [] Estandarización de títulos

7.6 [] Buena tasa de colocación

7.7 [] Ninguna

8. ¿Cuál ha sido su experiencia con esta metodología hasta el momento?

8.1 [] Muy buena

8.2 [] Buena

8.3 [] Regular

8.4 [] Mala

8.5 [] Muy Mala

9. ¿Compara la entidad la metodología utilizada para establecer las tasas de interés con la de otra(s) entidad(es) emisora(as) de bonos?

9.1 [] Sí

9.2 [] No

9.1.1 ¿Con cuál?

10. ¿La entidad ha considerado la opción de cambiar de metodología para establecer las tasas de interés de los bonos?

10.1 Sí

10.2 No (Pasar a la pregunta 12)

11. ¿Por qué razón la entidad ha considerado la opción de cambiar de metodología? Opción múltiple.

11.1 Produce bajo rendimiento

11.2 Poco asertivos en la determinación de las tasas de los bonos

11.3 Porque la metodología ya está obsoleta

11.4 Otra. ¿Cuál?

III. FACTORES

12. De las siguientes opciones, ¿cuál es la principal razón para emitir bonos con un plazo de 5 años?

12.1 Preferencia del inversionista

12.2 Por tradición del mercado

12.3 Por política de la entidad

12.4 Elementos políticos

12.5 Protección del flujo de caja de la entidad

12.6 Por calce de plazos

13. Marque con X en cada uno de los factores si tiene alta influencia, baja influencia o no influye cuando la entidad determina las tasas de interés de los bonos con un plazo a 5 años.

Factor	Alta Influencia	Baja influencia	No influye
13.1 Condiciones internas de la entidad			
13.2 Rentabilidad de la entidad			
13.3 Rendimiento esperado del bono por parte de la entidad			
13.4 Valor nominal del bono			
13.5 Tasas de Interés de los bonos de otras instituciones emisoras			
13.6 Imagen de la entidad en el mercado de valores			
13.7 Opinión de los inversionistas			
13.8 Inflación			
13.9 Tasa Básica Pasiva			
13.10 Prime Rate			

13.11 Calificación de riesgo país			
13.12 Calificación de riesgo empresa			
13.13 Sistema cambiario internacional			
13.14 Estabilidad política internacional			
13.15 Otro:			

IV. RIESGO

14. ¿Considera que la calificación de Riesgo-País impacta las tasas de interés de los bonos que emite la entidad?

14.1 Si

14.2 No

14.3 ¿Por qué?

15. ¿Considera que la calificación de riesgo asignada a la entidad impacta las tasas de interés de los bonos que emiten?

15.1 Si

15.2 No

15.3 ¿Por qué?

16. ¿Considera que las tasas de interés de los bonos reflejan realmente el riesgo que tiene la entidad?

16.1 Si

16.2 No

17. ¿Considera que la calificación de Riesgo-País se ve reflejada en la tasa de interés asignada a los bonos emitidos a 5 años plazo de todo el mercado de valores?

17.1 Si

17.2 No

18. Al establecer la tasa de interés de los bonos, ¿cuál calificación de riesgo tiene mayor influencia para la entidad?

18.1 Riesgo país

18.2 Riesgo empresa

18.3 Ninguna de las anteriores

18.4 N/A

19. ¿Qué calificación tienen normalmente las emisiones de bonos con plazos a 5 años que realiza su entidad?

- | | |
|----------------------|---------------------|
| 19.1 [] AAA (cri) + | 19.14 [] SCR AAA + |
| 19.2 [] AAA (cri) | 19.15 [] SCR AAA |
| 19.3 [] AA (cri) + | 19.16 [] SCR AA + |
| 19.4 [] AA (cri) – | 19.17 [] SCR AA – |
| 19.5 [] A (cri) + | 19.18 [] SCR AA |
| 19.6 [] A (cri) | 19.19 [] SCR A + |
| 19.7 [] BBB (cri) + | 19.20 [] SCR A – |
| 19.8 [] BBB (cri) – | 19.21 [] SCR BBB + |
| 19.9 [] BBB (cri) | 19.22 [] SCR BBB – |
| 19.10 [] BB (cri) + | 19.23 [] SCR BB + |
| 19.11 [] BB (cri) – | 19.24 [] SCR BB – |
| 19.12 [] B (cri) + | 19.25 [] SCR B + |
| 19.13 [] B (cri) – | 19.26 [] SCR B |

20. ¿Considera que la calificación asignada responde realmente a las condiciones de la empresa?

- 20.1 [] Si
20.2 [] No

21. A criterio de la entidad, ¿cuál factor influye más en la decisión del inversionista al adquirir un bono con plazo a 5 años? Opción múltiple.

- 21.1 [] Calificación del bono
21.2 [] Tasa de interés del bono
21.3 [] Fidelidad a la entidad emisora
21.4 [] Percepción riesgo crédito
21.5 [] Oferta de un plus adicional
21.6 [] Indicadores de la entidad, pasivos, ficha camels

Nombre de la entidad: _____

Cargo de la persona entrevistada: _____

¡Muchas Gracias!

APENDICE B

Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
1	BANVI	BANCO HIPOTECARIO DE LA VIVIENDA	SERIE A 1	AA(cri)+	TBP + 2,00%	5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 2/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1 Año	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 2/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1 Año	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 3/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1 Año	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 3/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1 Año	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 5/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1,5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 5/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1,5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 6/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1,5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 6/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	1,5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 7/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 8/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	5 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 8/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	6 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 9/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	5 Años	Colones

2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 10/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	10 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 10/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	10 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 11/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	10 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 11/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	10 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 12/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	10 Años	Colones
2	BCAC	BANCO CREDITO AGRICOLA DE CARTAGO	SERIE A 12/ Por definir	AA(cri)+	Por definir	10 Años	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR140312AC / CRBCCR0C3750	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR230512AC / CRBCCR0C3768	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR110712AC / CRBCCR0C3776	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones

3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR120912AC / CRBCCR0C3784	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR120912AC / CRBCCR0C3784	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR141112AC / CRBCCR0C3792	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA CERO CUPON EN COLONES SERIE BCCR160113AC / CRBCCR0C3800	(*)	CERO CUPON	1 Año	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA TASA FJA EN COLONES SERIE BCCR030713AC / CRBCCR0B3496	(*)	7,67%	5 Años	Colones

3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	BONOS DE ESTABILIZACION MONETARIA EN UNIDADES DE DESARROLLO SERIE BC201113UDAC / CRBCCR0B3348	(*)	0,69%	6 Años	Colones
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	CERTD\$-B-10/CRBCCR0B3348	(*)	8,20%	10 Años	Dólares
3	BCCR	BANCO CENTRAL DE COSTA RICA		(*)	0,69%	6 Años	Colones
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE E 7 / CRBCR00C3031	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Colones
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE E 7 / CRBCR00C3032	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE F 1 / CRBCR00C2967	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Colones
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE F 1 / CRBCR00C2968	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Colones
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE F 2 / CRBCR00C3015	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Colones
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE F 2 / CRBCR00C3016	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Colones
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	PROGRAMA DE EMISIONES DE PAPEL COMERCIAL SERIE B EN Dólares	F1(cri)+	Por definir	0,25 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	PROGRAMA DE EMISIONES DE PAPEL COMERCIAL SERIE B EN Dólares	F1(cri)+	Por definir	0,5 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	PROGRAMA DE EMISIONES DE PAPEL COMERCIAL SERIE B EN Dólares	F1(cri)+	Por definir	1 Año	Dólares

4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE B 4	AA(cri)+	Por definir	3 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE B 5	AA(cri)+	Por definir	5 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE E 6	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE E 6	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE E 6	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
4	BCR	BANCO DE COSTA RICA	SERIE E 6	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -A / CRBNCR0C1371	F1(cri)+	7,61%	0,5 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -A / CRBNCR0C1371	F1(cri)+	7,61%	0,5 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -A / CRBNCR0C1371	SCR 1	7,61%	0,5 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -F / CRBNCR0C1520	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -F / CRBNCR0C1520	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -F / CRBNCR0C1520	SCR 1	CERO CUPON	0,5 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -B / CRBNCR0C1363	F1(cri)+	8,04%	0,75 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -B / CRBNCR0C1363	F1(cri)+	8,04%	0,75 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR ϕ -B / CRBNCR0C1363	SCR 1	8,04%	0,75 Años	Colones

5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-A / CRBNCR0C1389	F1(cri)+	2,17%	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-A / CRBNCR0C1389	F1(cri)+	2,17%	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-A / CRBNCR0C1389	SCR 2 +	2,17%	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-F / CRBNCR0C1504	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-F / CRBNCR0C1504	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-F / CRBNCR0C1504	SCR 2 +	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SGV-R-2411 / CRBNCR0C1538	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SGV-R-2411 / CRBNCR0C1538	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SGV-R-2411 / CRBNCR0C1538	SCR 2 +	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-B	F1(cri)+	2,50%	0,75 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-B	F1(cri)+	2,50%	0,75 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-B	SCR 2 +	2,50%	0,75 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-G / CRBNCR0C1496	F1(cri)+	CERO CUPON	0,66 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-G / CRBNCR0C1496	F1(cri)+	CERO CUPON	0,66 Años	Dólares

5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-G / CRBNCR0C1496	SCR 2 +	CERO CUPON	0,66 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-L / CRBNCR0C1553	F1(cri)+	CERO CUPON	0,75 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-L / CRBNCR0C1553	F1(cri)+	CERO CUPON	0,75 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR\$-L / CRBNCR0C1553	SCR 2 +	CERO CUPON	0,75 Años	Dólares
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR¢-G / CRBNCR0C1512	F1(cri)+	CERO CUPON	0,67 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR¢-G / CRBNCR0C1512	F1(cri)+	CERO CUPON	0,67 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	SERIE BNCR¢-G / CRBNCR0C1512	SCR 1	CERO CUPON	0,67 Años	Colones
5	BNCR	BANCO NACIONAL DE COSTA RICA	CR				
Línea	Nem o	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE N2 / CRBPDC0B6509	AA(cri)	10,50%	2 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE N2 / CRBPDC0B6509	AA(cri)	10,50%	3 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE N2 / CRBPDC0B6509	SCR AA	10,50%	4 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 1 / CRBPDC0C6623	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 1 / CRBPDC0C6623	SCR 1	CERO CUPON	0,5 Años	Colones

6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE I7 / CRBPDC0B6368	AA(cri)	TBP + 1,75%	4 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE I7 / CRBPDC0B6368	SCR AA	TBP + 1,75%	4 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 2 / CRBPDC0C6631	F1(cri)+	CERO CUPON	0,75 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 2 / CRBPDC0C6631	SCR 1	CERO CUPON	0,75 Años	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 3 / CRBPDC0C6649	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 3 / CRBPDC0C6649	SCR 1	CERO CUPON	1 Año	Colones
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE K2 / CRBPDC0B6558	AA(cri)	2,50%	2 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE K2 / CRBPDC0B6558	AA(cri)	2,50%	3 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE K2 / CRBPDC0B6558	SCR AA -	2,50%	4 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 1 / CRBPDC0C6623	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE R 1 / CRBPDC0C6623	SCR 1	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE S 1 / CRBPDC0C6656	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE S 1 / CRBPDC0C6656	SCR 1	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares

6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE J7 / CRBPDC0B6327	AA(cri)	LIBOR (6 MESES) + 2,75%	4 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE J7 / CRBPDC0B6327	SCR AA -	LIBOR (6 MESES) + 2,75%	4 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE S 2 /	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE S 2 /	SCR 2 +	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE S 3 / CRBPDC0C6672	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Dólares
6	BPDC	BANCO POPULAR DESARROLLO COMUNAL	SERIE S 3	SCR 2 +	CERO CUPON	1 Año	Dólares
7	CORBA	CORPORACION BANANERA NACIONAL (CORBANA)	CR	ESTE PRODUCTO NO SE CALIFICA	4%	15 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B29G6	No tiene por ser del estado	13%	3,5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B47G8	No tiene por ser del estado	10% Fija	3 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B89F2	No tiene por ser del estado	18,80%	7 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B48G6	No tiene por ser del estado	3,337% Fija	3,5 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B45G2	No tiene por ser del estado	10,70%	3,5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B37G9	No tiene por ser del estado	13,26%	5 Años	Colones

8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B62G7	No tiene por ser del estado	9,00%	3,5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B34G6	No tiene por ser del estado	5,75%	3 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B30G4	No tiene por ser del estado	6,00%	3,5 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B54G4	No tiene por ser del estado	10,50%	5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B0582	No tiene por ser del estado	TBP + 3,04%	15 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B63G5	No tiene por ser del estado	9,50%	5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B35G3	No tiene por ser del estado	7,50%	7 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B36G1	No tiene por ser del estado	13,80%	7 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B08G0	No tiene por ser del estado	1,63%	10 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B41G1	No tiene por ser del estado	14,13%	8 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B58G5	No tiene por ser del estado	4,00%	7 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B55G1	No tiene por ser del estado	10,75%	10 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B60G1	No tiene por ser del estado	9,50%	7 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda

8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B51G0	No tiene por ser del estado	5,50%	8,5 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B72G6	No tiene por ser del estado	10,00%	7,5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B44G5	No tiene por ser del estado	2,39%	10 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B56G9	No tiene por ser del estado	5,25%	10 Años	Dólares
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B59G3	No tiene por ser del estado	9,75%	10 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B75G9	No tiene por ser del estado	TBP + 2%	10 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B13G0	No tiene por ser del estado	1,09%	15 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B73G4	No tiene por ser del estado	10,25%	10,5 Años	Colones
8	G	GOBIERNO (MINISTERIO DE HACIENDA)	CRG0000B43G7	No tiene por ser del estado	2,7174% Fija	15 Años	Colones
9	BCIE	BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	CRBCIE0B0018	AAA (cri)	TBP	5 Años	Colones
9	BCIE	BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	CRBCIE0B0083	AAA (cri)	TBP	7 Años	Colones
9	BCIE	BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	CRBCIE0C0157	Fi+(cri)	TBP	0,5 Años	Colones
9	BCIE	BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA		F1(cri)+			

9	BCIE	BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	XS0669881715	AAA (cri)	2% PRIMER Y SEGUNDO AÑO 3% TERCER Y CUARTO AÑO 4% QUINTO Y SEXTO AÑO 6% SEPTIMO Y OCTAVO AÑO 8% NOVENO Y DECIMO AÑO	10 Años	Dólares
9	BCIE	BANCO CENTROMERICANO DE INT. ECONOMICA	CR				
10	BCT	BANCO BCT	CRBCT00B0085	AAA	12,50%	3 Años	Colones
10	BCT	BANCO BCT	CRBHSBCB0100	AAA (cri)	TBP + 1,25%	3 Años	Colones
10	BCT	BANCO BCT	CRBHSBCB0118	AAA (cri)	9,50 % Fija	3 Años	Colones
10	BCT	BANCO BCT	CR				
11	BIMPR	BANCO IMPROSA, S.A.	CRBIMPRB0391	SCR AA +	8,42%	1 Año	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
12	BLAFI	BANCO LAFISE S.A.	USD SERIE D	Solo tiene \$	No aplica	NO APLICA	Dólares
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	Por definir	SCR AA +	Por definir	5 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	Por definir	SCR AA +	Por definir	7 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	Por definir	SCR AA +	Por definir	7 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	No aplica	SCR AA +	No aplica	1 Año	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	No aplica	SCR AA +	No aplica	1,5 Años	Colones

13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	No aplica	SCR AA +	No aplica	1,5 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	No aplica	SCR AA +	No aplica	2 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	No aplica	SCR AA +	No aplica	2 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	Por definir	SCR AA +	Por definir	1 Año	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	CRBPROMB1094	SCR AA +	14,67%	5 Años	Colones
13	BPROM	BANCO PROMERICA S.A.	CRPROMB1136	SCR AAA +	TBP + 3%	5 Años	Colones
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AK/CRBSJ00B1491	SCR AAA	10.33%	2 Años	Colones
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie L/CRBSJ00B1178	SCR AAA	TBP DEL BCCR + 2,25%	7 Años	Colones
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AR/CRBSJ00C1565	SCR 2 +	2.45%	0,5 Años	Dólares
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AS/CRBSJ00C1573	SCR 2 +	2.99%	1 Año	Dólares
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AL/CRBSJ00B1509	SCR AAA	11.14%	3 Años	Colones
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AQ/CRBSJ00B1558	SCR AAA	9.08%	2 Años	Colones
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AN/CRBSJ00B1525	SCR AAA	9,40%	3 Años	Colones
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AP/CRBSJ00B1533	SCR AA +	3,53%	3 Años	Dólares
14	BSJ	BAC SAN JOSE, S.A.	Serie AO/CRBSJ00B1541	SCR AAA	9,67%	3,5 Años	Colones
15	CFLUZ	COMP.NACIONAL DE FUERZA Y LUZ S.A.	Serie B1/CRCFLUZB0207	AAA(cri)	11,45%	7 Años	Colones
15	CFLUZ	COMP.NACIONAL DE FUERZA Y LUZ S.A.	Serie B2/CRCFLUZB0215	AAA(cri)	TBP + 3,27%	12 Años	Colones
15	CFLUZ	COMP.NACIONAL DE FUERZA Y LUZ S.A.	Serie B3/CRCFLUZB0223	AAA(cri)	TBP + 3,21%	15 Años	Colones

16	ILG INTERNATION AL S.A.	CORPORACION ILG INTERNACIONAL, S.A.	Serie U	BBB (cri)	TBP + 0,75%	5 Años	Colones
16	ILG INTERNATION AL S.A.	CORPORACION ILG INTERNACIONAL, S.A.	Serie W	BBB (cri)	6,80%	3 Años	Dólares
16	ILG INTERNATION AL S.A.	CORPORACION ILG INTERNACIONAL, S.A.	Serie X	BBB (cri)	7,35%	4 Años	Dólares
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
17	ILG INTERNATION AL S.A.	FID. EMISION DE BONOS/INM.SANTIAGOMILLAS	Seria A/CRFBISSB0016	AA(cri)-	6,79%	12 Años	Dólares
17	ILG INTERNATION AL S.A.	FID. EMISION DE BONOS/INM.SANTIAGOMILLAS	Serie B/CRFBISSB0024	AA(cri)-	6,79%	15 Años	Dólares
18	FDESY	FINANCIERA DESYFIN	Serie C/CRFDESYB0176	SCR AA	TBP + 2%	7 Años	Colones
18	FDESY	FINANCIERA DESYFIN	Serie B/CRFDESYB0127	SCR AA -	TASA LIBOR SEIS MESES + 3,5%	7 Años	Dólares
19	FIDEV	FIDEICOMISO TITULARIZACION FIDEIV/VIENDA	SGV-R-555/CRFIDEVB0023	SCR AA +	CDP COLONES BNCR SEIS MESES + 4,75%	17 Años	Colones
19	FIDEV	FIDEICOMISO TITULARIZACION FIDEIV/VIENDA	SGV-R-555/CRFIDEVB0015	SCR AA +	CDP DOLARES BNCR SEIS MESES + 4,7000%	19 Años	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARM S.A.	Serie B1/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARM S.A.	Serie B2/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares

20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B3/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B4/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B5/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B6/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B7/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B8/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
20		FLORIDA ICE AND FARMS.A.	Serie B9/POR DEFINIR	SCR AAA	POR DEFINIR	POR DEFINIR	Dólares
21	FMULT	FINANCIERA MULTIVALORES	BONOS HIPOTECARIOS SERIE C	SCR AA -	LIBOR A SEIS MESES + 2,50%	5 Años	Dólares
21	FMULT	FINANCIERA MULTIVALORES	BONOS HIPOTECARIOS SERIE D	SCR AA -	LIBOR A SEIS MESES + 2,50%	5 Años	Dólares
21	FMULT	FINANCIERA MULTIVALORES	CR				
22	FPTG	FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO	SERIE C	SCR AA +	10,33% FIJA	9 Años	Dólares
22	FPTG	FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO	SERIE C	AAA(cri)		9 Años	Dólares
22	FPTG	FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO	SERIE D	SCR AA +	10,30%	11,25 Años	Dólares

22	FPTG	FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO	SERIE D	AAA(cri)		11,25 Años	Dólares
22	FPTG	FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO	SERIE E	SCR AA +	10,71%	15 Años	Dólares
22	FPTG	FIDEICOMISOTITULARIZACION P.T.GARABITO	SERIE E	AAA(cri)		15 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS ESTANDARIZADOS SERIE E	SCR AA +	9%	11,75 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS ESTANDARIZADOS SERIE E	AAA(cri)		11,75 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS ESTANDARIZADOS SERIE F	SCR AA +	7,67%	12,5 Años	Dólares
Línea	Nem o	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS ESTANDARIZADOS SERIE F	AAA(cri)		12,5 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS SERIE C	SCR AA +	8,85%	10,5 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS SERIE C	AAA(cri)		10,5 Años	

23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS SERIE D	SCR AA +	9,19%	11,25 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	BONOS SERIE D	AAA(cri)		11,25 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	SERIE B	SCR AA +	9,78%	9 Años	Dólares
23	FTCB	FIDEICOMISO TITULARIZACION CARIBLANCO	SERIE B	AAA(cri)		9 Años	Dólares
24	FTHBN	FIDEI. TITULARIZACION HIPOTECARIA BN	BONOS HIPOTECARIOS AMORTIZABLES CLASE A	SCR AAA	PRIME RATE - 2,6%.	9 Años	Dólares
24	FTHBN	FIDEI. TITULARIZACION HIPOTECARIA BN	BONOS HIPOTECARIOS AMORTIZABLES CLASE B	SCR AAA	PRIME RATE - 2,6%.	9 Años	Dólares
24	FTHBN	FIDEI. TITULARIZACION HIPOTECARIA BN	BONOS HIPOTECARIOS AMORTIZABLES CLASE C	SCR AA +	PRIME RATE + 0,90%	19 Años	Dólares
24	FTHBN	FIDEI. TITULARIZACION HIPOTECARIA BN	BONOS HIPOTECARIOS AMORTIZABLES CLASE Z	SCR A -	PRIME RATE + 0,95%.	19 Años	Dólares
25	FTPB	FIDEICOMISO TITULARIZACION PEÑAS BLANCAS	BONOS SERIE PHPB 13	SCR AAA	LIBOR A 6 MESES + 5,0%	13 Años	Dólares
25	FTPB	FIDEICOMISO TITULARIZACION PEÑAS BLANCAS	BONOS SERIE PHPB 15-A	SCR AAA	LIBOR A 6 MESES + 5,0%	13,5 Años	Dólares
25	FTPB	FIDEICOMISO TITULARIZACION PEÑAS BLANCAS	BONOS SERIE PHPB 15-B	SCR AAA	LIBOR A 6 MESES + 5,0%	14,5 Años	Dólares

26	FTPCQ	FIDEI. TITULARIZACION PRENDARIO CREDI Q	BONOS AMORTIZABLES CRED Q -A I CR SCR AA -		4,86% tasa de interés piso bruta	1 Año	Dólares
26	FTPCQ	FIDEI. TITULARIZACION PRENDARIO CREDI Q	BONOS AMORTIZABLES CRED Q -B I CR SCRA +		6,52% tasa de interés piso bruta	3,5 Años	Dólares
27	GBRIT	GRUPO BRITT N.V.	SERIE A	AA(cri)-	6,9565%	6 Años	Dólares
27	GBRIT	GRUPO BRITT N.V.	CR				
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE A 4	AAA(cri)	10,87%	7 Años	Colones
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE A1	AAA(cri)	TBP + 1,75%	12 Años	Colones
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE A2	AAA(cri)	TBP + 1,75%	15 Años	Colones
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE A3	AAA(cri)	11,41%	10 Años	Colones
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE A5	AAA(cri)	TBP + 2,20%	15 Años	Colones
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE A6	AAA(cri)	TBP + 2,15%	12 Años	Colones
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE B1	AAA(cri)	7,65% FIJA	12 Años	Dólares
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE B2	AAA(cri)	5,71%	6 Años	Dólares

Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE B3	AAA(cri)	7,18%	12 Años	Dólares
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE E1	AAA(cri)	5,98%	10 Años	Dólares
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE E2	AAA(cri)	7%/(1-ISR)	13 Años	Dólares
28	ICE	INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD	SERIE F1	AAA(cri)	5,50%/(1-ISR)	7 Años	Dólares
29		HOLCIM DE COSTA RICA, S.A.	SERIE B1-09	AAA(cri)	TBP + 2,5%	3 Años	Colones
29		HOLCIM DE COSTA RICA, S.A.	SERIE B1-10	AAA(cri)	TBP + 265 PUNTOS BASE	5 años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE G4	SCR AA +	TBP + 0,75%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE G5	SCR AA +	TPB + 0,50%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE H2	SCR AA +	6,00%	3 Años	Dólares
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE H4	SCR AA +	5,50%	5 Años	Dólares
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE I1	SCR AA +	TBP + 2%	5 Años	Colones

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE I2	SCR AA +	TBP + 2%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J1	SCR AA +	TBP + 2%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J10	SCR AA +	NO APLICA	1,5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J11	SCR AA +	NO APLICA	1,5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J13	SCR AA +	NO APLICA	1 Año	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J14	SCR AA +	NO APLICA	1 Año	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J15	SCR AA +	NO APLICA	1 Año	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J2	SCR AA +	TBP + 2,15%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J3	SCR AA +	TBP + 2,15%	5 Años	Colones

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J4	SCR AA +	NO APLICA	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J5	SCR AA +	13,00%	3 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J6	SCR AA +	NO APLICA	3 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J7	SCR AA +	NO APLICA	3 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE J9	SCR AA +	NO APLICA	1,5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K1	SCR AA +	TBP + 2,50%	10 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K10	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K11	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K12	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K13	SCR AA +	POR DEFINIR	4 Años	Colones

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K14	SCR AA +	POR DEFINIR	4 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K15	SCR AA +	POR DEFINIR	3 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K16	SCR AA +	POR DEFINIR	3 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K17	SCR AA +	POR DEFINIR	2 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K18	SCR AA +	POR DEFINIR	2 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K2	SCR AA +	POR DEFINIR	10 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K3	SCR AA +	POR DEFINIR	7 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K4	SCR AA +	POR DEFINIR	7 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K5	SCR AA +	TBP + 2,15%	5 Años	Colones

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K6	SCR AA +	TBP + 2,15%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K7	SCR AA +	TBP + 2,15%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K8	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE K9	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 1	SCR AA +	POR DEFINIR	10 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 10	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 11	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 12	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 13	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 14	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 15	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 16	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 17	SCR AA +	POR DEFINIR	3 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 18	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 19	SCR AA +	POR DEFINIR	2 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 2	SCR AA +	POR DEFINIR	10 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 20	SCR AA +	POR DEFINIR	1 Año	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 3	SCR AA +	POR DEFINIR	7 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 4	SCR AA +	POR DEFINIR	7 Años	Colones

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 5	SCR AA +	POR DEFINIR	10 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 6	SCR AA +	POR DEFINIR	10 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 7	SCR AA +	POR DEFINIR	7 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 8	SCR AA +	POR DEFINIR	7 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE L 9	SCR AA +	TBP + 2,15%	5 Años	Colones
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE M 1	SCR AA +	TASA LIBOR 6 MESES + 4,75%	5 Años	Dólares
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE M 2	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Dólares
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE M 3	SCR AA +	POR DEFINIR	5 Años	Dólares
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE M 4	SCR AA +	POR DEFINIR	3 Años	Dólares

30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE M5	SCR AA +	POR DEFINIR	3 Años	Dólares
30	MADAP	GRUPO MUTUAL ALAJUELA VIVIENDA AH.PREST.	Contratos de Participación Hipotecaria con Garantía Global SERIE M6	SCR AA +	POR DEFINIR	2 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D1	SCR AA -	NO APLICA	2 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D1	AA(cri)+	NO APLICA	2 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D2	SCR AA -, AA(cri)+	NO APLICA	3 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D3	SCR AA -, AA(cri)+	TBP + 0,60%	5 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D4	SCR AA -, AA(cri)+	NO APLICA	5 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D5	SCR AA -, AA(cri)+	NO APLICA	5 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D6	SCR AA -, AA(cri)+	TBP + 0,75%	7 Años	Colones
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D7	SCR AA -	NO APLICA	8 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE D7	AA(cri)+	NO APLICA	8 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E2	SCR AA -, AA(cri)+	POR DEFINIR	3 Años	Dólares

31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E3	SCR AA - , AA(cri)+	POR DEFINIR	5 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E4	SCR AA - , AA(cri)+	POR DEFINIR	5 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E5	SCR AA - , AA(cri)+	POR DEFINIR	5 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E6	SCR AA - , AA(cri)+	POR DEFINIR	7 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E7	SCR AA -	POR DEFINIR	8 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	Contrato de Participación Hipotecaria SERIE E7	AA(cri)+	POR DEFINIR	8 Años	Dólares
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F2	SCR AA - , AA(cri)+	13,00% TASA FIJA	3 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F3	SCR AA - , AA(cri)+	NO APLICA	5 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F4	SCR AA - , AA(cri)+	NO APLICA	5 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F5	SCR AA - , AA(cri)+	NO APLICA	7 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F6	SCR AA - , AA(cri)+	NO APLICA	7 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F7	SCR AA -	NO APLICA	8 Años	Colones
31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE F7	AA(cri)+	NO APLICA	8 Años	Colones

31		MUTUAL CARTAGO AHORRO Y PRESTAMO	SERIE G1	SCR AA - , AA(cri)+	10,50%	5 Años	Colones
32	MUNSJ	MUNICIPALIDAD DE SAN JOSE	SERIE E	(*)	POR DEFINIR	8 Años	Colones
32	MUNSJ	MUNICIPALIDAD DE SAN JOSE	SERIE C	(*)	TBP + 2,25%	6 Años	Colones
32	MUNSJ	MUNICIPALIDAD DE SAN JOSE	SERIE D	(*)	TBP + 2,60%	8 Años	Colones
33		LA NACION S.A.	SERIE C	SCR AAA	TBP + 1%	7 Años	Colones
33		LA NACION S.A.	SERIE D	SCR AAA	TBP + 1,30%	9 Años	Colones
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBC-1I	AAA(cri)	10,33%	2 Años	Colones
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1E	AAA(cri)	3,53%	2,5 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1F	AAA(cri)	3,80%	3 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1G	AAA(cri)	2,45	1,5 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1H	AAA(cri)	2,72	2 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1J	AAA(cri)	2,99%	2,5 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1K	AAA(cri)	3,26%	3 Años	Dólares
Línea	Nemo	Desc. Emisor	Serie	Calificación	Tasa de Interés	Plazo	Moneda
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPBD-1L	AAA(cri)	4,35%	3 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPPCD-1D	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SBPPCD-1F	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE K	AAA(cri)	TBP + 3,25%	10 Años	Colones
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE SBPBD-1C	AAA(cri)	3,42%	2 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE SBPBD-1D	AAA(cri)	3,80%	2,5 Años	Dólares

34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE SBPBD-1I	AAA(cri)	2.99%	2,5 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE SBPBD-1M	AAA(cri)	3,26%	2 Años	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE SBPPCD 1E	F1(cri)+	CERO CUPON	1 Año	Dólares
34	SCOTI	SCOTIABANK DE COSTA RICA	SERIE SBPPCD-1G	F1(cri)+	CERO CUPON	0,5 Años	Dólares
35	VICES	VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A..	Bonos Estandarizados de deuda SERIE 2008A	AA(cri)+	LIBOR 6 MES + 2,50%	6 Años	Dólares
35	VICES	VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A..	Bonos Estandarizados de deuda SERIE 2008B	AA(cri)+	LIBOR 6 MES + 2,80%	8 Años	Dólares
35	VICES	VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A..	Bonos Estandarizados de deuda SERIE 2008C	AA(cri)+	LIBOR 6 MES + 3,10%	10 Años	Dólares
35	VICES	VIDRIERA CENTROAMERICANA S.A..	Bonos Estandarizados de deuda SERIE 2008D	AA(cri)+	LIBOR 6 MES + 3,34%	12 Años	Dólares

(*) De acuerdo con el artículo 144 de la ley Reguladora del Mercado de Valores, las emisiones de valores del estado e instituciones públicas no bancarias están exceptuadas de la calificación de riesgo, por lo que este requisito no es obligatorio para dichas emisiones.