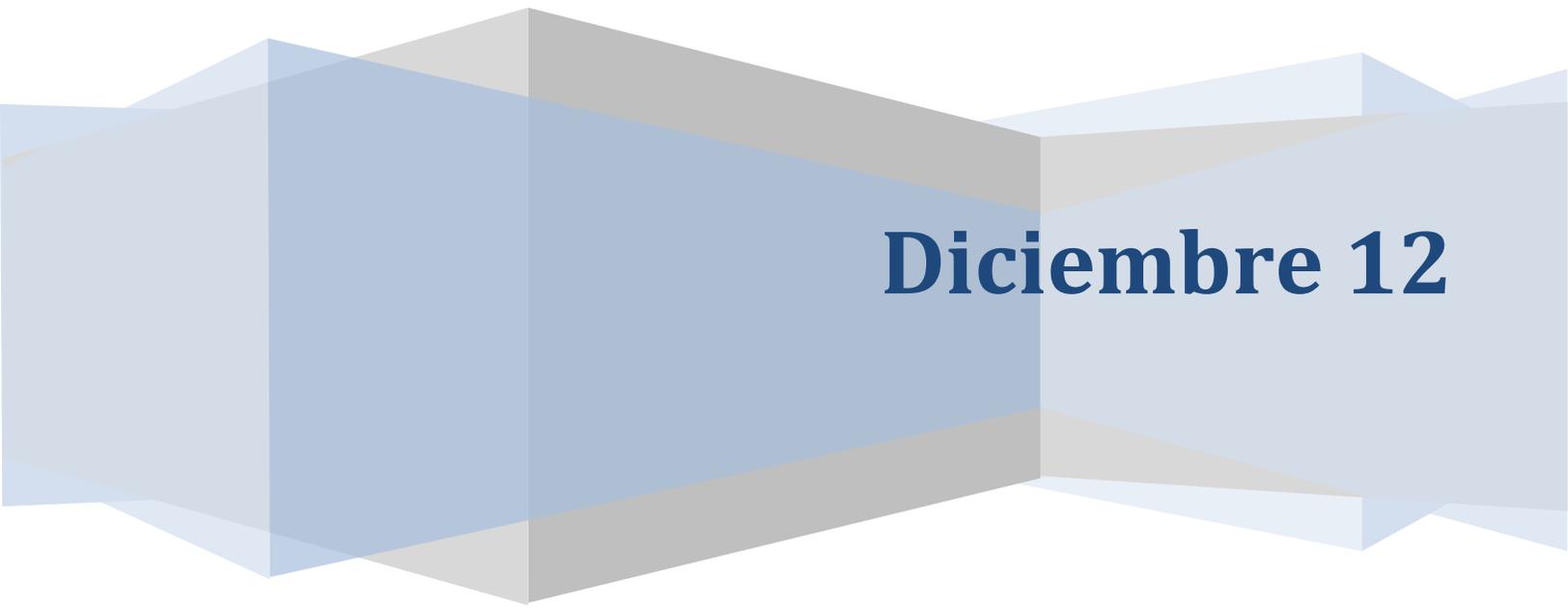


....

Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional

Ley N 9070

Ministerio de Hacienda



Diciembre 12

Tabla de contenido

Introducción	4
Procesos de Contratación	5
I. Contratación del Asesor Legal Internacional.....	6
1.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	7
1.2. Del proceso de contratación del asesor legal internacional.	9
1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional.....	12
II. Contratación de los bancos colocadores.....	13
2.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	14
2.2. Del proceso de selección y contratación de los bancos colocadores.....	17
2.3. Selección final de los Bancos Colocadores	20
III. Contratación de los servicios de calificación de riesgo	22
3.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	22
3.2. Del proceso de contratación de los servicios de calificación de riesgo.....	24
3.3. Selección final de las Calificadoras de Riesgo.....	25
IV. Contratación agente fiscal, de registro y de pago.....	26
4.1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación.	26
4.2. Proceso de contratación de agente fiscal, de registro y de pago.....	28
V. Costo de las contrataciones realizadas.	29
Proceso de Emisión	31
I. Preparación de Documentación y Debida diligencia.....	31
II. Definición de la fecha de salida al mercado	32
III. Road Show	34
IV. Racionalidad y determinación del Precio	36
V. Determinación del monto a colocar.....	42
Resultados de la colocación	43
I. Resultados Generales	43

1.1. Distribución geográfica.....	43
1.2. Distribución por tipo de inversionista	44
1.3. Impacto en el Mercado Doméstico	45
1.4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional	47
1.5. Beneficios fiscales.....	49
1.6. La percepción de especialistas	50
Conclusiones	52
Lista de Anexos.....	53



Introducción

Costa Rica se había mantenido ausente de los mercados internacionales durante los últimos 8 años, lo anterior había mermado las herramientas que dispone la administración para el financiamiento de la deuda pública ya que se contaba únicamente con el mercado interno para subsanar las nuevas necesidades de financiamiento así como el repago de deuda interna y externa.

Una vez que se cuenta con la aprobación legislativa mediante la Ley N°9070, el Ministerio de Hacienda realiza en un tiempo record los trámites y contrataciones respectivas con miras a realizar la colocación internacional antes de finalizar el 2012 y de esta forma proveer al Gobierno de una arista más en su estrategia de endeudamiento que permita disminuir la presión sobre el mercado local, controlar el costo del endeudamiento público y reconstruir la curva de rendimientos en moneda extranjera.

En todos sus extremos la colocación internacional ha sido catalogada por especialistas y la prensa especializada con un éxito, logrando no solo un precio beneficioso y acorde con el riesgo país de Costa Rica, sino también incidiendo en el comportamiento de las tasas de interés de captación local del Gobierno Central, reduciendo notablemente el costo ponderado de la deuda externa bonificada y formando una base de inversionista sólida que facilite el futuro acceso de Costa Rica a los recursos externos.

El artículo 8 de la Ley N°9070, dispuso que dentro de un mes posterior a la fecha de cierre de cada transacción, el Ministerio de Hacienda deberá enviar a la Comisión para el Control del Ingreso y el Gasto Públicos en la Asamblea Legislativa y a la Contraloría General de la República un informe detallado del proceso de colocación y/o reestructuración de la deuda y de sus costos, así como la justificación técnica de la tasa de interés pactada en función de las condiciones prevalecientes del mercado, donde se demuestren los ahorros y otros beneficios obtenidos en dicho proceso.

A continuación se presenta un informe detallado del proceso de emisión internacional. El informe se presenta en tres partes, una descripción de los procesos de contratación, una explicación del proceso de emisión de los bonos que incluye las justificaciones técnicas referentes a la oportunidad de acceso al mercado y del precio de asignación y finalmente una revisión de los resultados obtenidos con la colocación.

Procesos de Contratación

El 07 de setiembre se da inicio formal al proceso de emisión internacional de títulos con la aprobación de la Ley 9070 denominada “Emisión de títulos valores en el mercado internacional” (en adelante la Ley), por medio de la cual se autoriza al Poder Ejecutivo para que, por medio del Ministerio de Hacienda, emita títulos valores para ser colocados en el mercado internacional. Por lo tanto posterior a esta fecha se comienzan a cumplir todos los requisitos para lograr las contrataciones necesarias por lograr la colocación internacional.

La emisión internacional se realizó considerando las normas y procedimientos mediante las cuales nos hemos asegurado de cumplir con los principios constitucionales que refiere la Ley, es importante destacar que el legislador estableció los procedimientos mínimos que el Ministerio de Hacienda debe seguir en relación con la emisión y las contrataciones requeridas para poder llevarla a cabo. Dichas contrataciones no estarán sujetas a los procedimientos ordinarios de concurso establecidos en la Ley No. 7494, Contratación Administrativa, pero sí “(...) deberá regirse por todos los principios y parámetros constitucionales que rigen la actividad contractual del Estado, el principio de libre concurrencia, igualdad de trato entre todos los posibles oferentes, de publicidad, de legalidad o transparencia en los procedimientos, de seguridad jurídica, de intangibilidad patrimonial, principio de buena fe y del control de los procedimientos.”

Adicionalmente, a lo establecido en la Ley, este Ministerio mediante Acuerdo No. DM-045-2012 (Anexo No. 1), firmado el 05 de setiembre, dispuso el procedimiento para la Selección y Contratación del Banco o Bancos Colocadores y demás Contrataciones, requeridas para la Emisión de Títulos Valores y/o la Operación de Administración de Pasivos en el Mercado Internacional. Dicho Acuerdo desarrolla el procedimiento para la selección y contratación del Banco o Bancos Colocadores según el artículo 6 de la Ley y las demás contrataciones que establece el artículo 7 de la misma.

Asimismo, mediante el mismo acuerdo No. DM-045-2012 se constituyó la comisión que refiere el artículo 6 según la Ley citada conformada por el Ministro de Hacienda, Presidente del Banco Central de Costa Rica y el Ministro de Planificación Nacional y Política Económica, la cual se denomino “Comisión

Ejecutiva de Precalificación y Selección” así como también fungiría como comisión para efectos del artículo 7. En este último caso, y para efectos de las otras contrataciones referidas en el artículo 7 los miembros de la Comisión Ejecutiva podían designar a un representante.

Igualmente se crea la Comisión Técnica Asesora, la cual brindó todo tipo de asistencia y asesoría requerida en las áreas técnico-financiero y jurídico a la Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección, la cual estuvo integrada por:

Mauricio Arroyo: representante de la Tesorería Nacional

Jorde Pratt: representante del despacho del señor ministro de Hacienda

Juan Carlos Pacheco Romero: Director de Crédito Público o en su ausencia el subdirector

Rosibel Bermúdez: Representante del Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público o en su ausencia un representante de la Asesoría Legal.

Esta comisión fue presidida por el Director o Subdirector de Crédito Público, quién a su vez participó como secretario de la Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección.

I. Contratación del Asesor Legal Internacional.

A efectos de que el Ministerio de Hacienda en representación del Poder Ejecutivo, pudiese dar inicio al proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional, se requirió contratar los servicios profesionales de un asesor legal internacional para que lo asesorara a nivel internacional en el cumplimiento de la normativa requerida para este tipo de procesos y elaborará los documentos legales que se requiriesen.

En ese sentido el día 05 de setiembre del presente año se reunió la Comisión Ejecutiva para discutir y aprobar las bases para la selección y contratación del asesor legal internacional y del banco colocador, quedando las decisiones ahí tomadas sujetas a la publicación de la Ley 9070, lo cual sucedió el 07 de setiembre.

Así las cosas, la primera contratación realizada fue la del asesor legal internacional, con el fin de que el mismo acompañara al Ministerio en todas las etapas que conlleva una emisión de este tipo.

1.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, la comisión nombrada previamente por el Ministerio establecería los criterios mínimos y el procedimiento de evaluación para las contrataciones ahí indicadas, razón por la cual el Comité Ejecutivo con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora, procedió a establecer el procedimiento de evaluación y la ponderación asignada a cada criterio siguiendo la experiencia internacional, la experiencia en procesos anteriores de la nación y la experiencia de otros países de la región en esta materia. Para lo anterior, se partió de un proceso de emisión de títulos valores y/o una operación de administración de pasivos en el mercado internacional. A continuación se detallan los criterios establecidos para la selección del asesor legal internacional y su procedimiento de evaluación, las que también se pueden consultar en el Anexo No.2.

a. Experiencia de la firma en asesoría a emisores de deuda soberana

Este ítem es relevante, en virtud de que las firmas asesoras pueden tener amplia experiencia asesorando ya sea al Banco Líder o al inversionista; sin embargo, para efectos de una emisión por parte del Gobierno lo que se requiere es que el asesor legal tenga amplia experiencia asesorando a emisores de deuda soberana. Es claro, que el proceso de asesoría es diferente dependiendo del rol en el cual se encuentre el asesor legal.

Para constatación del ítem anterior, las firmas legales internacionales estaban obligadas a constatar esta experiencia a través de la presentación en la oferta técnica de una descripción biográfica de la firma y detallar la experiencia que la misma ha tenido en procesos de emisión de títulos valores soberanos y en operaciones de administración de pasivos a través de canjes, pagos anticipados o reestructuraciones entre otros, para el periodo entre enero 2009 y Agosto 2012, detallando cuales fueron colocaciones y cuales operaciones de administración de pasivos.

Se consideró el periodo entre enero 2009 y Agosto 2012, en virtud de que se quería contar con firmas que hayan tenido esta experiencia recientemente, ya que puede darse el caso de firmas con mucha experiencia en la materia pero que en los últimos años no han participado activamente en estos procesos y por ende no conocen los últimos cambios en la legislación ni las técnicas más recientes en el mercado internacional.

b. Experiencia del equipo que estará involucrado en la transacción.

La definición de la experiencia del equipo involucrado en la transacción como un criterio para selección también fue relevante, en virtud de que en algunos casos, puede que si bien la firma legal tenga amplia experiencia y reconocimientos en este tipo de transacciones, no necesariamente el equipo que vayan a asignar también lo tenga, ya sea porque ya no laboran para la firma los profesionales que han asignado con anterioridad o bien porque podrían estar asignados a otros proyectos. Por su importancia, en el documento de las Bases se dejó claro, para que las firmas tuviesen el conocimiento de que este es un criterio que se estaría valorando y al cual se le asignó un puntaje importante.

c. Oferta económica.

Las firmas tenían que presentar una oferta detallada de los servicios profesionales de asesoría legal (honorarios) en el proceso de emisión y/o operación de administración de pasivos (los indicados anteriormente), sobre los cuales cada firma sería responsable de los impuestos de ley correspondientes (tal cual quedó en la Ley a las contrataciones que se realicen al amparo de la misma deberán aplicársele los impuestos de ley que correspondan, en virtud de que no se consigno exenciones de impuestos). Asimismo, deberán indicar el monto máximo y detalle de gastos relacionados con los servicios profesionales, que requerirá para la prestación de los mismos.

La ponderación asignada a cada uno de los elementos de la evaluación fue la siguiente:

a. Valoración de la oferta técnica.

La información a que se refirió la oferta técnica (puntos a y b anteriores) obtendrían una calificación máxima de 40% en la calificación global y consideraría la valoración de los apartados a y b que serían ponderados de la siguiente manera:

El punto a) tendrá un valor de 20% y su objetivo sería verificar la experiencia de las firmas en asesoría de emisores soberanos y en operaciones de administración de pasivos de soberanos tales como canjes, pagos anticipados o reestructuraciones entre otros. La firma que haya realizado la mayor cantidad de asesorías de emisores soberanos tendría un 20% y por relación lineal se

asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente fórmula, $\text{puntaje} = \frac{\text{Transacciones firma X}}{\text{Firma con mayor número de transacciones}} * 100$.

En relación con el punto b), su objetivo fue la evaluación de la experiencia del equipo asignado directamente al proceso según su participación en asesoría de emisiones de deuda soberana para un total de 20%. Este puntaje fue distribuido de la siguiente forma: un 10% según la cantidad de los procesos en que cada miembro del equipo haya participado y el 10% restante fue asignado en el proceso de evaluación con base en la revisión de los demás atestados, la razonabilidad de la propuesta del equipo asignado e información aportada sobre el equipo de trabajo.

El objetivo de esta puntuación, fue que las firmas presentaran efectivamente una propuesta razonable del equipo que estaría directamente relacionado con la asesoría y no que incluyan una lista larga de funcionarios que no tienen definido ni el rol, ni las responsabilidades que eventualmente estaría elevando los costos financieros de la propuesta.

b. Valoración de la oferta económica

Para efectos de valoración de la oferta económica, el total de la oferta presentada por las firmas se ordenaron del menor costo al mayor; luego de realizarse la sumatoria de total los componentes del costo y gastos incluidos; es decir, el menor costo obtendría una puntuación máxima, para las siguientes firmas se les aplicaría una relación lineal respecto de los puntos asignados a la firma ubicada en el puesto superior conforme a la siguiente fórmula ($\frac{\text{Honorarios más bajos}}{\text{Honorarios de la Firma X}} * 100$). Esta evaluación tendrá una calificación máxima de 60%.

1.2. Del proceso de contratación del asesor legal internacional.

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley, se procedió el día 13 de setiembre del 2012, a realizarse la publicación internacional en The Wall Street Journal invitando a todas aquellas firmas de asesores legales internacionales interesados en participar en el concurso. Para ello se publicó en sitios web del Ministerio y del Banco Central de Costa Rica el documento "Bases para la selección y contratación del asesor legal internacional que asistirá al Ministerio de Hacienda en el proceso para realizar una emisión de

títulos valores y/o operación de administración de pasivos en el mercado internacional”.

Asimismo, ese mismo día se llevaron a cabo las invitaciones directas a doce firmas legales a participar en el concurso. Sobre este particular, es importante destacar que la Ley dispuso la invitación directa como facultativa, no obstante, en aras de promover la competencia y obtener condiciones más ventajosas para el país se procedió a realizar las invitaciones directas. Para estos efectos, inicialmente se verificó los “websites” de “rankings” que establece cuáles son las firmas y juristas más destacados para obtener así una lista de firmas unificada que coincidieran con los primeros lugares en estos rankings. De dicha revisión se pudo constatar que en el ranqueo pueden ir de 1 a 5 y que dentro de la Banda 1 pueden haber hasta 10 o más firmas ordenadas en orden alfabético, dependiendo del área que interesa. En virtud de lo anterior, se consideró que lo conveniente fue utilizar una sola lista de ranking pero que sea específica al área de interés del Ministerio para la operación que nos encontramos; a saber, la emisión de bonos en el mercado internacional con una operación de pasivos en dólares en los Estados Unidos. Así las cosas se tomó de la lista “The Legal 500” Capital markets: global offerings – advice to financial institutions las primeras 12 firmas (<http://www.legal500.com/c/united-states/finance/capital-markets-global-offerings>).

Las firmas legales invitadas directamente fueron las siguientes:

- 1) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
- 2) Davis Polk & Wardwell LLP
- 3) Clifford Chance
- 4) Cravath, Swaine & Moore LLP
- 5) Shearman & Sterling LLP
- 6) Simpson Thacher & Bartlett LLP
- 7) Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP
- 8) Sullivan & Cromwell LLP
- 9) Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP
- 10) Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP
- 11) Morrison & Foerster LLP
- 12) White & Case LLP

Presentaron sus ofertas las ocho firmas legales que a continuación se detallan:

- 1) Greenberg Trauring
- 2) Simpson Thacher & Bartlett LLP
- 3) Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP
- 4) Linklaters
- 5) Allen & Overy
- 6) Arnold & Porter LLP
- 7) White & Case LLP
- 8) Hogan Lovells.

Es importante destacar que, de las doce firmas que se invitaron directamente únicamente tres firmas presentaron sus ofertas. Ahora bien, el día 21 de setiembre del 2012 a las catorce horas y de conformidad con las Bases, se cerró el plazo establecido para la presentación de las ofertas, recibiendo la documentación requerida en tiempo correspondiente a siete oferentes. La oferta de la firma Hogan Lovells se recibió en forma física el 21 de setiembre al ser las catorce horas con cuarenta y cinco minutos, por lo tanto, por haberse presentado extemporánea no se valoró dicha oferta.

Asimismo, no se valoró la oferta de la firma Greenberg Traurig, por cuanto la presentación de la acreditación de quien firma la oferta no se cumplió conforme a lo establecido en las Bases. De igual forma, al establecer dicha firma que se reserva el derecho de finalizar la relación contractual en el momento que lo considere apropiado previa notificación, se genera una situación de inseguridad jurídica que puede poner en riesgo la consecución exitosa de la transacción por parte del Ministerio de Hacienda.

Por último, en cuanto a la valoración de las ofertas, conforme a las Bases, se calificó la experiencia de la firma en asesoría a emisores de deuda soberana y la experiencia del equipo que estará involucrado en la transacción, así como la oferta económica.

La Comisión Ejecutiva de Precalificación y Adjudicación tuvo presente que el fin primordial de esta contratación del Asesor Legal Internacional es la selección de la oferta que mejor satisfaga los intereses de la Administración.

Los días 18 y 19 de setiembre se reciben tres consultas las cuales se adjuntan en el Anexo No. 3 con sus respectivas respuestas.

El día 21 de setiembre se cerró el plazo para la recepción de ofertas y se inició con el proceso de selección y evaluación.

1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional

Se recibieron en tiempo y según la forma establecida en las bases los atestados de siete firmas de asesores legales internacionales. De tal forma que, la Comisión resolvió admisibles todas las ofertas recibidas en tiempo y conforme a la valoración en cada uno de las categorías a continuación se muestran los resultados:

Asesores Legales Internacionales	Experiencia de la firma en asesoría a emisiones de deuda soberana	Oferta Económica	Experiencia y razonabilidad del equipo que estará involucrado en la transacción	Calificación Final
ARNOLD & PORTER LLP	13,4%	53,3%	19,38%	86,1%
ALLEN & OVERY	20,0%	48,9%	8,31%	77,2%
Simpson Thacher & Bartlett LLP	1,4%	60,0%	6,34%	67,7%
Linklaters	2,2%	53,3%	9,04%	64,5%
White & Case LLP	6,8%	44,0%	9,67%	60,5%
Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP	3,8%	46,3%	7,74%	57,9%
Greenberg Trauring	0,0%	0,0%	0,00%	0,0%

Con respecto a la experiencia de la firma en asesoría a emisores de deuda soberana se evaluó la cantidad de operaciones realizadas tanto en colocaciones como en operaciones de administración de pasivos para el período comprendido entre el año 2009 y agosto 2012, en ese sentido, ALLEN & OVERY presentó 50 y 23 operaciones respectivamente, resultando con el puntaje más alto en ésta categoría. Por el contrario la firma que obtuvo el puntaje más bajo fue Simpson Thacher & Bartlett LLP, ya que presentaron atestados para únicamente 3 operaciones realizadas en colocaciones y 2 operaciones en administración de pasivos, con lo cual obtuvieron el porcentaje más bajo.

Respecto de la oferta económica, el que obtuvo el puntaje más alto fue Simpson Thacher & Bartlett LLP, por cuanto fue el que presentó la oferta más baja \$168.750.00 considerando la posibilidad de realizar tanto la colocación internacional como operación de administración de pasivos. Por su parte el que

obtuvo el porcentaje más bajo fue White & Case LLP, ya que fue el que presentó la oferta económica más alta.

Para la categoría de experiencia y razonabilidad del equipo involucrado en la transacción se consideró la cantidad de miembros que estarían involucrados directamente en el proceso y además la claridad de los roles del equipo, variable que expresamente se solicitó aclarar en las bases de selección, experiencia en operaciones relevantes con Costa Rica y el nivel de educación. En ese sentido la firma legal que obtuvo el porcentaje más alto fue Arnold & Porter LLP, por cuanto los miembros que estarían involucrados directamente en la transacción tenían mucha más experiencia que los demás, además presentó una clara descripción de los roles en los que cada uno participaría. Por su parte la firma que obtuvo el porcentaje más bajo en esta categoría fue Simpson Thacher & Bartlett LLP, por cuanto no presentó una clara descripción de los roles y además fue el que menos experiencia tenía en procesos similares, indicando solamente la participación del equipo en 3 procesos en comparación con Arnold and Porter LLP que presentó 89 asesorías profesionales en procesos similares.

Tal como se puede observar en la categoría de experiencia de la firma, ALLEN & OVERY obtuvo el resultado más alto, de la valoración de la oferta económica, dos firmas obtuvieron los puntajes más altos, ellas fueron: ARNOLD & PORTER LLP y Linklaters. Respecto de la categoría de experiencia y razonabilidad del equipo la firma que obtuvo el resultado más alto fue ARNOLD & PORTER LLP.

Así las cosas, al haber obtenido el mayor puntaje consistente en 86.09%; de conformidad con las Bases del Asesor Legal Internacional, se adjudicó el concurso a la firma Arnold & Porter, LLP, el día 24 de setiembre. Es importante mencionar que cumplido el plazo establecido en la bases para apelaciones, no se recibió ninguna apelación a la adjudicación. Es así como la contratación del asesor legal internacional inicio formalmente el 13 de setiembre con la publicación internacional y finalizó el 24 de setiembre con la adjudicación de la firma elegida, lo cual quedó establecido por medio de la resolución RES-862-2012.

II. Contratación de los bancos colocadores.

De conformidad con lo establecido en el artículo 6 de la Ley No. 9070, la Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección con el apoyo técnico de la Comisión Asesora, estableció los criterios para la selección de la mejor oferta su

ponderación y forma de evaluación, todo lo anterior conforme a las mejores prácticas del mercado a nivel internacional, la experiencia de procesos anteriores y la experiencia de otros países de la región. Lo anterior, quedo plasmado en el documento denominado “Selección y Contratación de un Banco Colocador para el proceso de Emisión de Títulos Valores y/o Operación de Administración de Pasivos en el Mercado Internacional” del cual se adjunta copia en el Anexo No. 4.

2.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 6 inciso de la Ley N° 9070, el proceso de contratación del banco para las colocaciones que se realicen al amparo de la ley de cita, deberá realizarse en dos etapas; a saber, una primer etapa de preselección en donde se preseleccionará las mejores ofertas respetando criterios previamente establecidos y posteriormente la etapa de selección en donde se escogerá de entre los preseleccionados, las ofertas con las mejores condiciones.

a. Etapa de Preselección

En la etapa de preselección se valoraría únicamente la información general remitida por cada participante, la cual consistía en la valoración de la siguiente información:

- 1) Participación en la Emisión de bonos internacionales
- 2) Actividad en el mercado secundario de bonos de Centroamérica y el Caribe
- 3) Experiencia del equipo profesional directamente asignado a este proceso de colocación y administración de pasivos

Para la evaluación del primer punto, participación en emisiones de bonos internacionales, se decidió considerar el número de emisiones de bonos y administración de pasivos para el período del 01 de enero del 2010 al 30 de setiembre del 2012, ponderándose el número de transacciones con un peso de 30% y el monto con un peso del 70%, del porcentaje asignado a esta categoría. Lo anterior por cuanto al ser esta operación de un volumen importante se consideró relevante dar mayor puntuación a aquellos bancos con experiencia en grandes transacciones.

Para la evaluación de la actividad en mercado secundario, se consideró el monto total de las transacciones en mercado secundario con bonos soberanos de Centroamérica y el Caribe, para el mismo período indicado.

Finalmente, para la valoración de la experiencia del equipo profesional directamente asignado al proceso, se consideró, la cantidad y el monto de las colocaciones internacionales de bonos soberanos de mercados emergentes en los que cada miembro del equipo haya participado, ponderándose con un 30% del porcentaje total de este rubro, cada uno. El 40% restante se asignó con base en la revisión de los demás atestados, la razonabilidad de la propuesta del equipo y la información aportada sobre el equipo de trabajo.

Se debían preseleccionar los cinco bancos con los mejores puntajes totales de esta etapa, la cual se sumaría a la puntuación de la valoración técnica y la económica de la segunda etapa de selección.

Este primer proceso al cual se le puede llamar de calificación de atestados, permitió fue realizar un primer filtro para contar con los mejores bancos para este proceso específico y por ende tiene un peso en la calificación final de 20%. Como el fondo de la contratación es la oferta técnica a esta se le dio un valor del 60% y a la oferta económica se la asignó un 20%. Se consideró que la combinación anterior era la que permitía obtener las mejores condiciones tanto en la de oferta técnica, la económica y los atestados.

b. Etapa de Selección.

La etapa de selección comprendía la valoración de la oferta técnica y la oferta económica. En la evaluación de las ofertas técnicas de los bancos precalificados se tomaron en consideración los siguientes aspectos:

1. Propuesta de estructuración de la colocación internacional.
2. Propuesta de estructuración de los pasivos existentes.
3. Estrategia de distribución para la presente emisión.
4. Estrategia de mercadeo.
5. Estrategia de seguimiento y de apoyo y comportamiento de las últimas colocaciones en el mercado secundario

La evaluación de la parte técnica obtuvo un peso máximo de sesenta (60%) puntos de la calificación total, ya que se consideró la parte medular de la

evaluación por cuanto muestra las distintas estrategias y propuestas, las cuales tenían que demostrar que eran realistas de acuerdo a las características de nuestro país y que eran técnicamente sostenibles.

El puntaje que se asignó a cada uno de los factores dentro de la propuesta técnica es el siguiente:

Propuesta de estructuración de la colocación internacional, propuesta de estructuración de los pasivos existentes y estrategia de distribución de la presente emisión, con un valor porcentual de 20% cada uno.

En ese sentido el objetivo a evaluar con el primer punto es la presentación de una clara propuesta de colocación de los bonos que potencie el menor costo posible, la cual debía tener una justificación técnica. El objetivo del segundo factor es valorar la razonabilidad de la propuesta, factibilidad y que sea técnicamente sostenible. En relación a la estrategia de distribución, su finalidad fue evaluar la fortaleza del o los bancos en el proceso de distribución tanto geográfica como por tipo de inversionista, el objetivo es que los bancos muestren una amplia base de potenciales inversionistas tanto institucionales y/o minoristas que permitieran ampliar la base de inversionistas de la República con miras a lograr el mejor precio posible en la colocación.

El cuarto factor a evaluar sería la estrategia de mercadeo, al cual tendría un puntaje de un 15% dentro de la oferta técnica, se pretende evaluar una clara y completa estrategia de mercadeo, dentro de la cual se encuentra el proceso del Roadshow.

Respecto de la estrategia de seguimiento y apoyo en el mercado secundario, esta obtendría una puntuación de un 25%, del 60% de la oferta técnica. Se le asignó el puntaje más alto de los factores anteriores por cuanto, se pretende evaluar dos componentes: Por una parte el comportamiento histórico de los precios de las emisiones soberanas para países de Latinoamérica y el Caribe colocadas por cada banco en los días posteriores a su lanzamiento y por otra parte la estrategia que se plantea a futuro, la cual se espera garantice un buen comportamiento de la nueva emisión de Costa Rica en el mercado secundario en los días posteriores a su colocación. El objetivo de éste factor es básicamente, esperar que la propuesta refleje un compromiso de acompañamiento por parte del colocador, que se comprometa a tratar de alcanzar el objetivo de lograr el menor cupón posible con la menor distorsión de precios en los días siguientes y se pueda alcanzar el mejor pricing de la emisión.

Para lo cual se considera muy importantes las estrategias que el banco disponga para minimizar la volatilidad de los precios y las acciones que el Banco esté asumiendo como creador de mercado.

Finalmente se consideró como parte de la evaluación, la oferta económica, con una ponderación de un 20% del peso total, lo cual está dentro del porcentaje considerado en la práctica internacional para éste tipo de emisiones.

En vista del volumen esperado de la transacción y de las mejores practica internacionales se habilitó la posibilidad de contratar uno o dos Bancos que realizaran la colocación internacional, siempre y cuando el Banco ganador del proceso tuviera disponibilidad de trabajar con un segundo Banco y que el Banco que quedara de segundo lugar aceptara las oferta económica del primero como propia, de tal forma que no existiera un aumento en los costos de la colocación.

Lo anterior abrió la posibilidad de acceder a una mayor base de inversionistas al contar con el portafolio de inversionistas de dos bancos con miras a lograr las mejores condiciones financieras y una mayor profundidad de análisis en las recomendación realizada al poder contar con dos equipos de trabajo y sus respectivos analistas económicos.

c. Evaluación

Para efectos de la evaluación final, la misma se realizó considerando los siguientes pesos ponderados por categoría: La información general remitida por cada participante tuvo un peso en la calificación final de 20%, la oferta técnica tendría un valor del 60% y a la oferta económica se la asignó un 20% de la ponderación total.

2.2. Del proceso de selección y contratación de los bancos colocadores.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 6 de la Ley N° 9070, los días 01 y 02 de octubre del 2012, se realizaron dos publicaciones internacionales en el Wall Street Journal invitando a todos aquellos bancos de inversión con una calificación de riesgo igual o mayor a A por S&P o Fitch o A2 por Moody's, interesados en participar en el concurso, para que accedieran las bases respectivas en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica, así como también se realizaron invitaciones directas el día 01 de octubre del 2012.

En relación a la invitación directa y a pesar de ser una decisión discrecional del Ministerio de Hacienda, se decidió seguir un proceso objetivo el cual consistió en invitar al menos 10 bancos. Con miras a hacer un proceso sumamente transparente nos basamos en dos fuentes que listaran bancos de inversión Dealogic/Wall Steet Journal y Thomson Reuters. Se invitó a los 12 primeros ya que los mismos se repetían en ambas listas, se adjuntan ambas listas en el Anexo No. 5. Es importante aclarar que la invitación no le genera ningún beneficio al banco ya que se trata de un concurso abierto el cual salió publicado en el Wall Street Journal.

La lista de los bancos invitados directamente fue:

- 1) JP Morgan
- 2) Barclays
- 3) Deutsche Bank
- 4) Citigroup
- 5) Bank of America Merrill Lynch
- 6) Morgan Stanley
- 7) HSBC HOLDINS PLC
- 8) GOLDMAN SACHS & CO
- 9) Credit Suisse
- 10)BNP PARIBAS S.A.
- 11)RBS
- 12)UBS

El día 09 de octubre del 2012 a las diez horas y de conformidad con las bases, se cerró el plazo establecido para la presentación de ofertas, recibándose la documentación requerida en tiempo y forma correspondiente a los siguientes siete bancos:

- 1) Credit Suisse Securities (USA) LLC,
- 2) Morgan Stanley,
- 3) Citigroup
- 4) Barclays,
- 5) Deutsche Bank,
- 6) HSBC,
- 7) RBC Capital Markets LLC



Se recibió la oferta de JP Morgan; no obstante, por recibirse de forma extemporáneamente a las diez horas y treinta y dos minutos del nueve de octubre del 2012 no se procedió a conocer la oferta en el proceso.

Conforme lo indicado supra, dichos bancos participaron en un proceso de preselección, de conformidad con el artículo 6 inciso 5) de la Ley No. 9070, en el cual fueron valorados los siguientes aspectos:

1. Participación en la Emisión de bonos internacionales
2. Actividad en el mercado secundario de bonos de Centroamérica y el Caribe
3. Experiencia del equipo profesional directamente asignado a este proceso de colocación y administración de pasivos

La ponderación de estos criterios se encuentra en las bases para la selección del banco líder y se detallan en el Anexo No. 4.

Es importante señalar que además del proceso minucioso que se siguió para definir las bases para la selección, se le solicitó la opinión a nuestros abogados internacionales Arnold & Porter con miras a realizar una verificación final de que las mismas cumplieran con los estándares internacionales.

En el proceso de preselección resultaron precalificados los siguientes bancos: Credit Suisse Securities LLC, Citigroup, Barclays, Deutsche Bank y HSBC. De conformidad con lo establecido en las Bases para la Selección y Contratación del Banco Colocador para el proceso de Emisión de Títulos Valores y/o Operación de Administración de Pasivos en el Mercado Internacional, estos bancos fueron invitados a realizar la presentación oral de sus ofertas el día 16 de noviembre.

En la evaluación de las ofertas técnicas de los bancos precalificados se tomaron en consideración los siguientes aspectos:

1. Propuesta de estructuración de la colocación internacional.
2. Propuesta de estructuración de los pasivos existentes.
3. Estrategia de distribución para la presente emisión.
4. Estrategia de mercadeo.
5. Estrategia de seguimiento y de apoyo y comportamiento de las últimas colocaciones en el mercado secundario

Se recibieron 3 consultas a las bases de selección los días 01, 02 y 03 de octubre, las cuales se presentan en el Anexo No. 6 con sus respectivas respuestas.

2.3. Selección final de los Bancos Colocadores

Luego de la evaluación de las ofertas según las Bases para la Selección y Contratación del Banco Colocador para el proceso de Emisión de Títulos Valores y/o Operación de Administración de Pasivos en el Mercado Internacional, los bancos preseleccionados obtuvieron la siguiente calificación:

	Información General	Oferta Técnica	Oferta Económica	Total General
	20,0%	60,0%	20,0%	100,0%
DEUTSCHE BANK	13,0%	52,6%	20,0%	85,6%
CITIGROUP	18,0%	47,6%	19,8%	85,3%
HSBC	8,6%	50,7%	12,6%	71,9%
BARCLAYS	11,5%	44,0%	16,4%	71,8%
CREDIT SUISSE	7,9%	38,8%	9,5%	56,2%

Tal como se estableció en la bases de selección y adjudicación para la categoría de Información General se consideraría cantidad y monto de emisiones, en ese sentido el banco que presentó la mayor cantidad de operaciones y los montos más altos fue Citigroup, ya que por presentó para el ítem total general de bonos un total de 2.213 emisiones con un monto de 2.108.925, contra 757 operaciones y un monto de \$656.966 de HSBC. En la experiencia general en la participación en el mercado de deuda, el banco que presentó más experiencia fue Citigroup contra Credit Suisse que obtuvo la ponderación más baja.

Para la evaluación de la oferta técnica se consideraron las propuestas de estructuración, estrategias de distribución y mercadeo, estrategias de seguimiento en el mercado secundario, en este sentido, se dio la puntuación más alta aquellas propuestas más razonables y acordes con los objetivos de la República, en ese sentido el que obtuvo la porcentaje más alto en ésta categoría fue Deutsche Bank, ya que como su propuesta fue muy objetiva, con argumentos sólidos para argumentar las expectativas sobre la futura emisión y

estrategias bien conceptualizadas para lograr los mayores beneficios de la operación propuesta. Por otra parte el banco que obtuvo en ésta categoría la puntuación más baja fue Credit Suisse por cuanto entre otras cosas no presentó información relevante para apoyar su estrategia de distribución y de mercadeo.

Respecto de la oferta económica, el banco que obtuvo el porcentaje más alto fue Deutsche Bank por cuanto presenta cobro de honorarios y otros gastos por un total US\$ 1.125.000,00, considerando la posibilidad de emisión y operación de administración de pasivos, contra los honorarios que presenta Credit Suisse que fueron de \$ 2.360.000.00, considerando también la posibilidad de una operación de administración de pasivos.

Como se puede constatar, los bancos Deutsche Bank y Citigroup obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 85.6% y 85.3%, respectivamente. Como Deutsche Bank presentó la oferta económica menor y manifestó en su oferta la aceptación de trabajar con otro Banco en el proceso de colocación se decidió seleccionar a ambos Bancos bajo las condiciones que resultaban más beneficiosas para la Republica que en este caso eran las de Deutsche Bank, las cuales consistían en honorarios de 10 pb sobre el monto colocado, más un monto máximo de otros gastos por \$125.000,0 en caso de realizar la Administración de Pasivos y de 8 pb de honorarios y un máximo de \$100.000,0 en caso de realizar únicamente la colocación internacional.

Es muy importante mencionar que vencido el plazo para la presentación de apelaciones, no se recibió ninguna y por el contrario se recibieron correos en donde los representantes de los bancos no adjudicados felicitan al Gobierno por la transparencia y profesionalismo en el proceso y apoyan para continuar con un exitoso regreso a los mercados internacionales.

Fue así como por medio de acta del día 16 de octubre la Comisión Ejecutiva adjudica a los bancos colocadores para la presente emisión, de manera que formalmente el proceso de selección y contratación del banco que inicio con la publicación internacional el día 01 de octubre, finalizó con la adjudicación de los bancos el día 16 de octubre con la resolución número, Res-944-2012



III. Contratación de los servicios de calificación de riesgo

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 9070, el día 19 octubre del 2012, se realizó la publicación internacionales en el Wall Street Journal invitando a las calificadoras interesadas en prestar los servicios de calificación en el concurso. Para ello se publicó en sitios web del Ministerio y del Banco Central de Costa Rica el documento "Bases para la selección y contratación de los servicios de calificación de riesgo y calificación de la emisión en el proceso de emisión de títulos valores internacional y/o operación de administración de pasivos en el mercado internacional", el cual se puede consultar en el Anexo No. 7

3.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, la comisión nombrada previamente por el Ministro de Hacienda establecería los criterios mínimos y el procedimiento de evaluación para las contrataciones ahí indicadas, razón por la cual el Comité Ejecutivo con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora, procedió a establecer el procedimiento de evaluación y la ponderación asignada a cada criterio siguiendo la experiencia de la agencia y servicios que brinda internacional, la metodología utilizada para llevar a cabo las distintas calificaciones en procesos anteriores de la nación y la experiencia de otros países de la región en esta materia.

A continuación se detallan los criterios establecidos para la selección las calificadoras.

1. Oferta Técnica

a. Experiencia de la agencia y servicios que brinda

Cada agencia participante debió enviar una corta descripción biográfica de la agencia y detallar la experiencia que la misma tenía en la prestación de servicios de calificación de riesgo y calificación de emisiones y/o operaciones de administración de pasivos de soberanos.

Se consideró que éste criterio es muy importante por cuanto el objetivo es tener la calificación de riesgo de calificadoras reconocidas a nivel internacional con

amplia experiencia, se evaluaron los años de experiencia y la diversidad de los servicios que brinda.

b. Cobertura de la agencia en calificación de emisores soberanos:

Se consideró la cobertura de emisores soberanos como uno de los puntos a evaluar debido a que en este caso se trata de una emisión soberana. Cada agencia participante deberá enviar la lista de emisores soberanos a los cuales les prestan sus servicios de calificación de riesgo y calificación de las emisiones.

c. Metodología utilizada para llevar a cabo las distintas calificaciones.

Dado que no existe una única metodología para llevar a cabo las calificaciones, es muy importante conocer cómo se determinan las calificaciones de los bonos soberanos, con el objetivo de proporcionar a los participantes del mercado mayor transparencia y una visión más amplia sobre los factores que cada calificadora considera más importantes al asignar calificaciones soberanas.

La información a que se refiere en la oferta técnica tuvo una calificación máxima de 80% en la calificación global y considerará la valoración de los apartados a, b, y c que se ponderaron de la siguiente manera:

El punto a tuvo un valor de 35% y el objetivo fue verificar la experiencia de cada agencia y los servicios que brinda.

El punto b, que tuvo un valor máximo de 45%, pretendió verificar la cobertura de las agencias en la calificación de emisores soberanos.

En el punto c se pretendió verificar la metodología utilizada por cada firma para la realización de los servicios ofrecidos, particularmente los servicios de calificación de riesgo país y de emisiones soberanas. Este punto tuvo una calificación máxima de 20%.

2. Oferta Económica

En virtud de que existen diferencias en la práctica internacional en cuanto a la estructura mediante la cual las agencias realizan el cobro de sus servicios, en este punto lo que se pretende es valorar la razonabilidad del cobro de los servicios propuestos. La puntuación máxima fue de un 20% y se consideraron

los costos por calificación de riesgo país y por la calificación de la emisión. El menor costo tuvo una puntuación máxima, para las siguientes agencias se calculará una relación lineal respecto de los puntos asignados a la agencia ubicada en el puesto inmediato superior conforme la siguiente fórmula, $Nota = Comisión\ más\ baja / Monto\ total\ de\ cobro\ X\ * 100$.

3.2. Del proceso de contratación de los servicios de calificación de riesgo

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley, se procedió el día 19 de octubre del 2012, a realizarse la publicación internacional en The Wall Street Journal invitando a todas aquellas calificadoras internacionales interesados en participar en el concurso.

Asimismo, ese mismo día se llevaron a cabo las invitaciones directas a tres de las calificadoras internacionales de mayor experiencia y con cobertura global. Sobre este particular, es importante destacar que la Ley dispuso la invitación directa como facultativa, no obstante, en aras de promover la competencia y obtener condiciones más ventajosas para el país se procedió a realizar las invitaciones directas.

Las calificadoras invitadas directamente fueron las siguientes:

- 1) Standard and Poors
- 2) Moodys
- 3) Fitch Ratings

Se consideró invitar a las tres calificadoras de riesgo con el objetivo de dar mayor seguridad a los inversionistas y así lograr una mayor demanda y mejores condiciones financieras, esto por cuanto se contó con la aplicación de distintas metodologías de evaluación de riesgo. Adicionalmente es una sana practica internacional contar con más de dos calificadoras de riesgo por cuando esto provee un panorama más objetivo del análisis de riesgo crediticio realizado. Especialmente cuando hay diferencias de criterio entre dos de las calificadores contar con una tercera opinión puede orientar mejor al inversionista y al país sobre la percepción de riesgo crediticio.

Como se muestra en el siguiente cuadro, una gran cantidad de emisiones y emisores en la región Latinoamericana son calificados por al menos 3

calificadoras de riesgo y son menos las experiencias en donde solo se cuenta con una o dos calificadoras.

Emisiones de países Latinoamericanos con calificación de riesgo
2009-2012

Año	Total Emisiones de	1 Calificadora	2 Calificadoras	3 Calificadoras o más
2009	12			12
2010	10	1	2	7
2011	5			5
2012	9	2	2	5

Fuente: Bloomberg

Notas:

1. Argentina, Brasil, Colombia, Uruguay, Perú, Venezuela, Panamá, El Salvador, México, República Dominicana, Bermuda
2. Para el año 2012 se consideran operaciones hasta el mes de octubre 2012

3.3. Selección final de las Calificadoras de Riesgo

De acuerdo con la valoración realizada y luego de la sumatoria de los puntos 1) y 2) anteriores, estos son los puntajes finales obtenidos por las agencias participantes:

Agencias Calificadoras	Oferta Técnica	Oferta Económica	Calificación Final
Moodys	73,6%	17,9%	91,5%
Fitch Ratings	66,4%	20,0%	86,4%
Standard and Poors	80,0%	5,8%	85,8%

En virtud de lo anterior y de conformidad con lo establecido en las Bases para la Presentación de Ofertas y Selección de los Servicios de Calificación de Riesgo y Calificación de las Emisiones, las cuales establecen que se seleccionarán a las

tres agencias que obtengan los mejores puntajes; según la práctica internacional y la recomendación de los bancos que participaron en el concurso de selección del Banco Colocador para el proceso, es requerido contar distintas con calificaciones de riesgo y de las emisiones del país. Por lo tanto, el día 25 de octubre se seleccionan las agencias Moodys, Fitch Ratings y Standard & Poors, como las agencias que prestarán los servicios de calificación de riesgo y calificación de las emisiones de la República de Costa Rica.

IV. Contratación agente fiscal, de registro y de pago.

De conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley No. 9070, la Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección con el apoyo técnico de la Comisión Asesora, estableció los criterios para la selección de la mejor oferta su ponderación y forma de evaluación, todo lo anterior conforme a las mejores prácticas del mercado a nivel internacional, la experiencia de procesos anteriores y la experiencia de otros países de la región. Lo anterior, quedo plasmado en el documento denominado “Selección y Contratación de los servicios del banco que actuará como agente de registro y de pago en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional.

4.1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación.

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, conforme con las otras contrataciones el Comité Ejecutivo con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora, procedió a establecer el procedimiento de evaluación y la ponderación asignada a cada criterio siguiendo la experiencia internacional, la experiencia en procesos anteriores de la nación y la experiencia de otros países de la región en esta materia. A continuación se detallan los criterios establecidos para la selección del banco que actuó como agente fiscal de registro y de pago y su procedimiento de evaluación, los cuales pueden ser consultados en el anexo No 8.

Los participantes debían presentar la siguiente información de carácter técnico, que permitió verificar la experiencia del banco y los servicios que brinda:

- a. Listado con detalle del número de transacciones de colocación internacional en USD ofrecidos por emisores de Latinoamérica y el Caribe mediante formato 144A/Reg S en las que ha prestado servicios como agente fiscal

- b. Listado con el detalle del número de transacciones de colocación internacional en USD (Dólares de los Estados Unidos) ofrecidos por emisores Soberanos de Latinoamérica y el Caribe mediante formato 144A/Reg S en las que ha prestado servicios como agente fiscal.

El objetivo de estos ítems fue conocer la cantidad de transacciones en los que el banco ha prestado los servicios, el monto de la transacción no se consideró relevante por cuanto el procedimiento o logística para un cualquier monto es el mismo. Se consideró importante la experiencia ofrecida por emisores Soberanos, para el período comprendido entre el 01 de Enero de 2012 y el 30 de Septiembre del 2012, un período bastante reciente.

Para el procedimiento de evaluación se consideró lo siguiente:

- a. Valoración de la oferta técnica

La información a que se refirió a la oferta técnica (puntos a y b anteriores) obtendrían una calificación máxima de 80% en la calificación global y consideraría la valoración de los apartados a y b que fueron ponderados de la siguiente manera: Total general de bonos internacionales para Latinoamérica y Caribe 40% y Total de bonos internacionales para emisores Soberanos de Latinoamérica y Caribe 60%, se hizo la distinción de la ponderación por cuanto se considera importante la experiencia para emisores Soberanos más que los servicios prestados a corporativos en general.

- b. Valoración de la oferta económica

Para la valoración de la oferta económica y en virtud de que existen diferencias en la práctica internacional en cuanto a la estructura mediante la cual las compañías que brindan este tipo de servicios realizan el cobro de los mismos, en este punto lo que se pretendió valorar fue la razonabilidad del cobro de los servicios propuestos.

El objetivo fue hacer una comparación relativa de todas las propuestas y el menor costo tendrá una puntuación máxima, para los siguientes agentes se calcularía una relación lineal respecto de los puntos asignados al agente ubicado en el puesto inmediato superior conforme la siguiente fórmula, $Nota = \text{Comisión más baja} / \text{Monto total de cobro} \times 100$.

4.2. Proceso de contratación de agente fiscal, de registro y de pago

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley, se procedió el día 06 de noviembre del 2012, a realizar la publicación la publicación internacional en The Wall Street Journal invitando a todos aquellos bancos interesados en prestar el servicio. Para ello se publicó en sitios web del Ministerio y del Banco Central de Costa Rica el documento "Bases para la selección y contratación de los servicios del banco que actuará como agente de registro y de pago en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional.

No se recibieron consultas respecto de las bases de selección y contratación y el día 07 de noviembre del 2012, se recibió la única oferta del banco The Bank of New York Mellon, conteniendo todos los documentos e información solicitados en las Bases de Selección y Contratación.

Se analizó la única oferta presentada y se verificó la razonabilidad económica de la oferta, mediante la comparación de las tarifas ofertadas en emisiones anteriores por los Bancos para este servicio de Agente Fiscal, de Registro y de Pago.

En virtud de lo anterior, de conformidad con lo establecidos en las Bases para la Presentación de Ofertas y Selección del Banco que actuará como Agente Fiscal, de Registro y de Pago, las cuales establecían que se seleccionaría el agente fiscal que obtuviera el mejor puntaje en el concurso; y en virtud de haberse demostrado en el análisis de la misma la idoneidad y capacidad del oferente, el cual ha prestado sus servicios a la República de Costa Rica como Agente Fiscal en otras emisiones, se seleccionó The Bank of New York Mellon como el banco que prestará los servicios de Agente Fiscal, de pago y de Registro a la República de Costa Rica.

El proceso de contratación del banco que actuará como agente fiscal de registro y de pago en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional inició formalmente con la publicación en un diario internacional (The Wall Street Journal), el día 06 de noviembre y culminó con la adjudicación al banco The Bank of New York Mellon, el día 08 de noviembre según resolución de adjudicación Res-1040-2012

V. Costo de las contrataciones realizadas.

Conforme a lo establecido en los artículos 6 y 7 de la Ley, el costo neto total de los servicios contratados para la colocación ascendió a la suma de US\$1.489.615.09. Se debe considerar que se tuvieron que cubrir los costos asociados a las publicaciones internacionales para cada contratación realizada y de dos publicaciones para el caso de la contratación de la contratación del Banco Colocador, lo cual está incluido en el costo neto total.

El siguiente cuadro resume el total de los costos asociados a la emisión internacional.

Honorarios y Gastos Proceso Emisión Internacional	
Banco Estructurador 8 puntos base sobre el monto de la colocación	\$780.000.00
Asesor Legal Internacional	\$127.500.00
Agencias calificadoras	\$562.500.00
Publicaciones Internacionales	\$19.615.09
Total Costos Netos	\$1.489.615.09

Nota: Los montos indicados corresponden a los pagos netos realizados.

A la fecha de este informe aún quedan por cancelar los montos correspondientes a las calificadoras de riesgo.

El total de costos incurridos representa 15 puntos base (pb) del monto total emitido por lo que agregando esto al costo de producto de la tasa de interés asignada se obtiene un costo total de 4.40% lo cual se encuentra dentro de las restricción legal del artículo 4 de la Ley 9070 en que se indica que el rendimiento de los títulos autorizados no podrá ser mayor al rendimiento de mercado de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de un plazo similar al plazo de la colocación que se quiere realizar más 725 puntos base. Este rendimiento máximo autorizado incluye todos los costos asociados a la emisión.

Otro elemento digno de rescatar, es que los costos del Banco Colocador o Estructurador son de los más bajos para países de Latinoamérica, en donde el costo promedio se encuentra entre los 20 y 25 pb sobre el total de la emisión.



Proceso de Emisión

I. Preparación de Documentación y Debida diligencia

Simultáneamente al proceso de contratación de los diferentes agentes que participarían en la colocación internacional, el equipo del Ministerio de Hacienda adelantaba la preparación del documento de oferta de los valores y los demás contratos legales necesarios para formalizar la operación.

El documento de oferta (Offering Circular) consiste básicamente en una revisión de los principales hechos económicos y de política pública que se han desarrollado en el país durante los últimos años. Este es el principal documento de análisis que los inversionistas institucionales calificados tienen como herramienta para la decisión de la inversión en riesgo soberano de Costa Rica.

La labor de preparación de este documento fue muy intensiva particularmente por que desde la última emisión en el 2004, el país no preparaba un documento de esta naturaleza.

Esta característica de ausencia del mercado internacional llevó a que las diferentes partes involucradas en la emisión, abogados internacionales, colocadores, emisor y abogados de los colocadores llevaran a cabo reuniones con agentes económicos y públicos a nivel local para constatar y dar un proceso de debida diligencia a la información preparada. Los agentes entrevistados y que suministraron información relevante en la preparación del documento de oferta incluye a los Ministerios de Economía, Comercio Exterior, Planificación, Hacienda, Turismo, Relaciones Exteriores y otras instancias como el Banco Central, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y la Procuraduría General de la Republica.

Otras labores de documentación llevadas a cabo con anterioridad a la emisión internacional fueron las relacionadas con la formalización de los documentos legales necesarios para fijar los términos de la colocación (Purchase Agreement), registro, pago (Fiscal Agreement) y cumplimiento de la normativa aplicable bajo la regulación “S” y la regla 144 A aplicable para emisiones internacionales que se negocian en los Estados Unidos y promovida en inversionistas institucionales calificados.

Es importante hacer notar que toda la documentación girada por el Ministerio de Hacienda fue revisada por los asesores legales internacionales contratados quienes realizaron recomendaciones dieron su conformidad a las versiones finales de los documentos.

II. Definición de la fecha de salida al mercado

La definición de la fecha de salida de salida al mercado fue una de las decisiones más estratégicas en el proceso de colocación internacional. Es importante recordar que la ley fue publicada el 07 de Setiembre y la calendarización inicial para completar las contrataciones y tener la documentación necesaria lista era de aproximadamente tres meses lo que significaba una salida al mercado a finales o inicios de diciembre.

Sin embargo, se decidió realizar un esfuerzo adicional para acortar los plazos de salida al mercado, a pesar de que nuestros asesores internacionales veían ya un calendario muy apretado para salir en 3 meses. Esta decisión significaba tener que evadir ciertas fechas para los cuales los mercados internacionales, o se encuentran inactivos o bien muy reducidos y podrían incidir en un precio inadecuado para la emisión.

Para cumplir con una adecuada ubicación temporal de la emisión se debía tener presente que sobrepasar la primera semana de Diciembre significaba que muchos de los inversionistas ya hubieran cerrado sus metas de colocación o bien ya estuvieran preparando el cierre de sus operaciones del año. Por otra parte se debía evitar la semana del 19 al 23 de noviembre ya que en los Estados Unidos esta semana es de muy baja actividad en los mercados financieros producto del cierre de actividades por el periodo de vacaciones del día de acción de gracias. Igualmente la cercanía de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos y el impacto del Huracán Sandy complicaron la decisión de salida al mercado.

Durante el paso del huracán 'Sandy' por Estados Unidos, días antes de la colocación del bono de Costa Rica, aumentó el sentimiento de incertidumbre de los inversionistas, lo que se tradujo en un sinónimo de riesgo, consecuentemente la economía y los mercados de bonos también se vieron afectados. Wall Street se vio obligado al cierre temporal de operaciones financieras y con ello la afectación en los precios y rendimientos. Estaba latente el impacto negativo y pérdidas económicas en empresas y sectores específicos

relacionados con seguros, transportes y petroleras. Según el gobernador de New York, las pérdidas alcanzaron cerca de \$50.000 millones de dólares.

Una razón por la que las elecciones presidenciales de EEUU, del 7 de noviembre del 2012, semana anterior a la emisión del bono costarricense, tienen especial significado económico es que pueden resultar determinantes para el modo en que el país se enfrente al “precipicio fiscal” por el que su economía se despeñará a partir del 1 de enero 2013. Los inversionistas parecían estar nerviosos por el inminente incremento de impuestos y los recortes de gastos en Estados Unidos y por la profunda recesión europea.

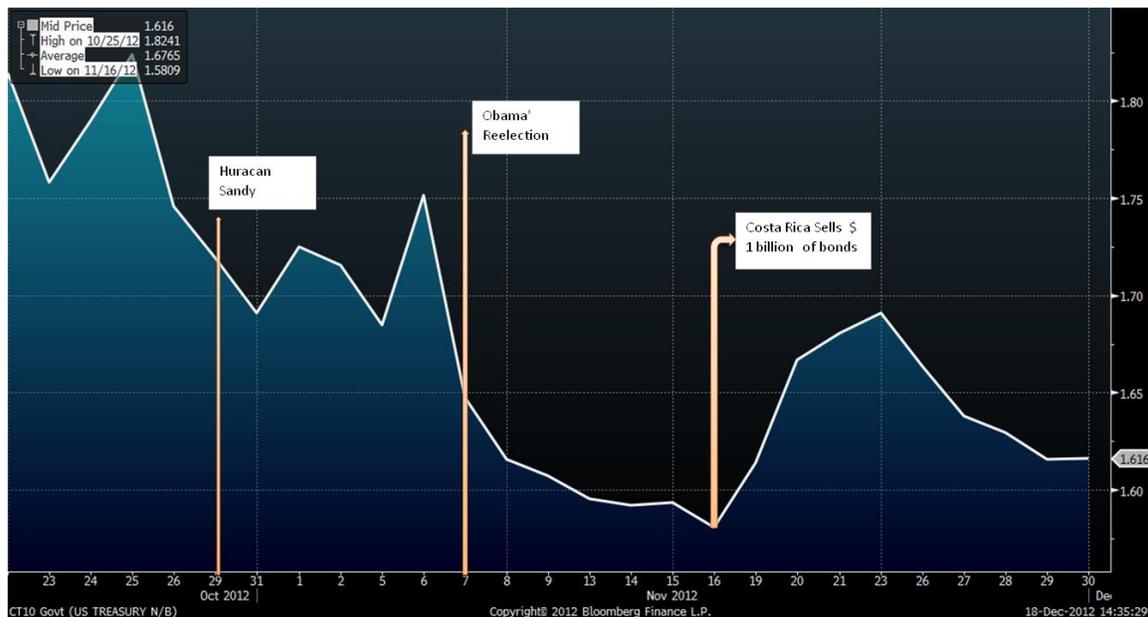
La elección, que fue considerada una importante fuente de incertidumbre para el mercado, dejó el centro de la atención de vuelta al abismo fiscal, dado a las preocupaciones de los inversores sobre los eventos que podrían descarrillar la economía.

Finalmente, con la reapertura de muchas de las plazas de negociación en la costa este de los Estados Unidos posterior a los efectos del huracán Sandy y pasado el efecto de las elecciones presidenciales, con la certeza de la reelección del Presidente Obama, ante lo cual los mercados internacionales tuvieron reacciones de poca volatilidad, se tomó la decisión de anunciar la transacción para la semana del 12 al 16.

Esta semana resultaba estratégica para intentar aprovechar una relativa estabilidad en los precios de los bonos producto de la reelección y la garantía en la continuidad de las políticas para enfrentar el abismo fiscal y la reactivación económica, a la vez que se generaba un mayor apetito por parte de los inversionistas de Estados Unidos para retomar la actividad posterior al Huracán. Por otra parte, a pesar de las dificultades en Europa y particularmente en Grecia y España durante el cierre de la semana previa al anuncio de la colocación no se habían presentado signos de mayores deterioros u otros acontecimientos que hicieran reaccionar los mercados internacionales con mayor volatilidad. El apetito de inversión por riesgo de países emergente continuaba a la vez que inversionistas internacionales buscaban sustitución a sus inversiones en Europa.

Evidentemente la otra alternativa de salida al mercado era antes de que se propiciaran estos eventos, es decir, durante la segunda parte del mes de Octubre, sin embargo, resultaba prácticamente imposible lograr la documentación y las contrataciones requeridas en un plazo de dos meses, posteriores a la publicación de la Ley.

El siguiente gráfico muestra el comportamiento de la tasa del Bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años, en un periodo que va desde el 23 de octubre al 30 de noviembre, y eventos que se dieron en ese lapso, evidenciando que efectivamente la semana del 12 al 16 noviembre, día de la asignación de precio, fuera una excelente ventana de oportunidad para realizar el anuncio de la colocación.



III. Road Show

Debido a la larga ausencia de Costa Rica en los mercados internacionales, la dificultades económicas mundiales, particularmente en los Estados Unidos y Europa, unido a la incertidumbre por casos particulares como Grecia, España e Italia y el impacto que estos acontecimientos podrían tener en la región y particularmente en Costa Rica, hicieron indispensable realizar una visita personalizada a inversionistas institucionales claves que permitiera el éxito de la colocación.

Esta sesión de reuniones con inversionistas calificados se llevó a cabo la semana del 12 al 16 de noviembre y con el fin de abarcar la mayor cantidad de inversionistas y cubrir las principales plazas de negociación de valores a nivel

mundial se constituyeron dos equipos de trabajo integrados de la siguiente forma:

Equipo A		Equipo B	
Ministro de Hacienda	de Edgar Ayales	Director de Crédito Público	de Juan Carlos Pacheco
Sub-Director de Crédito Público	de Melvin Quirós	Asesor Económico del Ministro	Jordi Pratt

El equipo A visitó inversionistas de la costa oeste de los Estados Unidos e inversionistas en New York, dentro de los que destacan PIMCO, TCW, Doubleline, TIAA, Nomura Investment, JPM Investment y Oppenheimer, entre otros. Mientras que el equipo B se concentró con inversionistas en Londres y Boston, tales como Bluebay, BTG, ABERDEEN, Fidelity y Wellington. En total la gira incluyó la visita a cerca de cuarenta de las firmas de inversión más importantes y grandes a nivel internacional. Adicionalmente durante la gira de visitas a inversionistas se llevó a cabo una presentación masiva a inversionistas en Los Ángeles y una teleconferencia desde New York con inversionistas de distintas regiones incluyendo Latinoamérica.

El siguiente gráfico esquematiza la logística de las visitas y algunos de los inversionistas que se visitaron



El resultado del Road Show fue extremadamente exitoso y esto se vio reflejado en el porcentaje de participación de los inversionistas visitados tanto en volumen como por cuentas. Por ejemplo del total de inversionistas visitados cerca del 80% realizaron ofertas de compra en firme durante la conformación del libro de ofertas y el total de ofertas recibidas superó en 4.5 veces la captación realizada, muestra del elevado interés en adquirir riesgo país Costa Rica, del esfuerzo de promoción realizada en torno a las buenas condiciones económicas, políticas y sociales que mantiene el país y de la adecuada asignación del precio.

Final ambos grupos de trabajo se reunieron en New York para realizar la asignación de precio el día 16 de noviembre durante una sesión en donde se monitorio durante más de 8 horas las expectativas de los inversionistas, el comportamiento de las ofertas recibidas y la evolución del mercado de valores en ese momento.

IV. Racionalidad y determinación del Precio

La determinación del precio es otra de las decisiones estratégicas relevantes, especialmente si se tiene presente que el regreso de Costa Rica al mercado internacional no es por una única vez sino que se enmarca en una participación más activa en los próximos 10 años. Es por esto que el adecuado balance entre un precio que satisfaga los interés del Gobierno pero que no haga incurrir en pérdidas a las inversionistas es una labor de la mayor importancia.

Igualmente la definición del precio considero la forma en que fueron evolucionando las ofertas de inversionistas y la reacción de estos ante las referencias de precio que se dieron en el proceso.

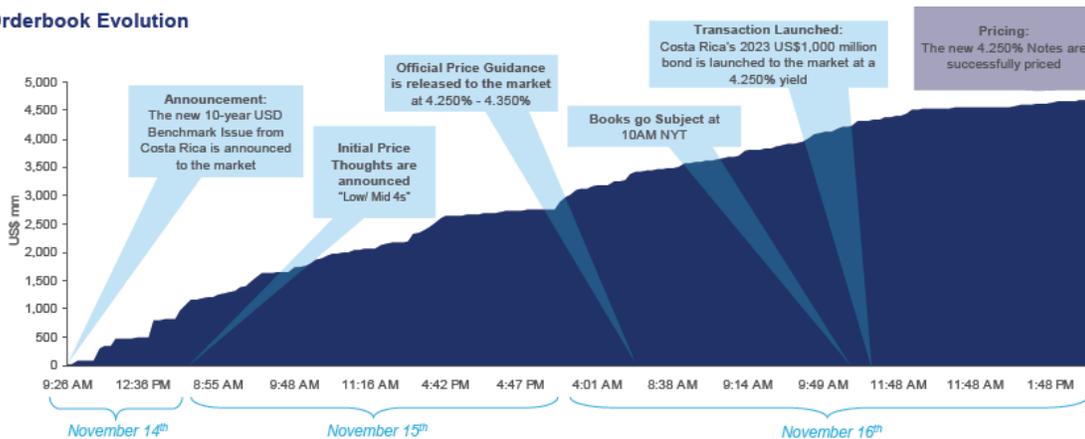
Durante las visitas a los inversionistas las propuestas de inversión fueron creciendo de forma importante, ya para el primer día de visitas el libro había alcanzado un total cercano a los US\$1.000,0 millones. Para el segundo día se otorgo una referencia del rendimiento a asignar entre 4.0% y 4.5%, sin embargo la reacción de los inversionistas visitados era que el rendimiento debió estar más cercana a 4.5% que a 4.0%, lo cual contrajo el crecimiento de las ofertas al final de ese día, las cuales se estancaron en un total cercano a US\$2.500,0, lo cual confirmaba que era imposible lograr un rendimiento más cercano al 4.0%,

A inicios del día de la asignación se volvió a ofrecer una nueva referencia de precio, que en esta oportunidad se enmarcó en el rango de 4.25-4.375%, lo cual motivo un crecimiento medido de las ofertas, lo cual daba indicios de una aceptable recepción de la referencia por parte de los inversionistas.

Finalmente la colocación terminó asignándose en el límite inferior del rango propuesto, es decir en 4.25%, lo cual resultó en una excelente asignación dadas las condiciones y expectativas de ese momento.

El siguiente gráfico dispone la evolución de las ofertas al tiempo que se realizaron los anuncios de referencia de precio hasta culminar con ofertas del orden de US\$4.500 y un rendimiento del 4.25%.

Orderbook Evolution



Es importante destacar que tanto el equipo técnico del Ministerio de Hacienda como los Bancos Colocadores coincidían en que la referencia de precio de la serie existente con vencimiento en Agosto del 2020 no constituía una buena referencia de precio para la asignación de la nueva colocación ya que la emisión con vencimiento en el 2020 era bastante pequeña para el mercado internacional, mantenía un cupón sumamente alto, asociado a un precio que sobrepasaba el 130% y que por esas características se había tornado bastante ilíquido y se le cargaba una prima importante en el precio. Si se hubiera tomado de referencia el rendimiento mostrado por esta serie en los momentos previos a la nueva colocación, la referencia hubiese estado cercana al 5% con un spread sobre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de alrededor de 330 pb.

Es por esto que se consideraron otros puntos de comparación particularmente aquellas emisiones soberanas con riesgo de crédito similar al de Costa Rica y con Plazos similares de emisión. La siguiente tabla refleja un resumen de algunos países comparables y los rendimientos de emisiones existentes al momento de la colocación.

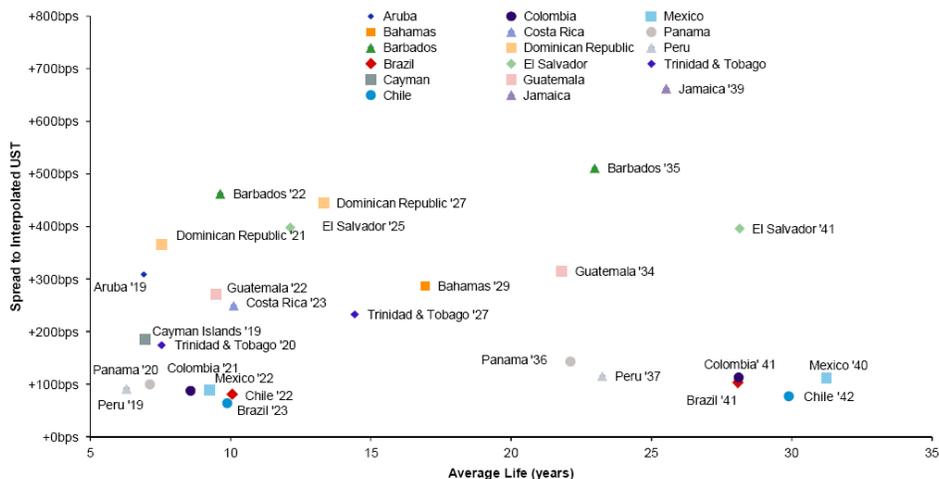
País	Monto Emisión	Plazo al vencimiento	Cupón	Precio de Emisión	Precio			Fitch Rating	Moody's Rating	S&P Rating
					Bid	Rendimiento Bid	16/11/2012			
COSTA RICA	1 000 000 000.00	26/01/2023	10.19	4.25	99.989	99.989	4.25	BB+	Baa3	BB+
REP OF GUATEMALA	700 000 000.00	06/06/2022	9.56	5.75	99.065	112.77	4.12	BB+	Ba1	BB
EL SALVADOR REP	800 000 000.00	24/01/2023	10.19	7.75	99.670	118.59	5.35	BB	Ba3	BB-
BOLIVIA GOVT	500 000 000.00	29/10/2022	9.95	4.88	100.000	99.99	4.88		Ba3	BB-
PANAMA	756 000 000.00	16/01/2023	10.17	9.38	98.857	146.38	3.82	BBB	Baa2	BBB
URUGUAY	1 804 863 225.00	18/11/2022	10.01	8.00	98.237	145.68	2.74	BB+	Baa3	BBB-

Del cuadro anterior es importante hacer notar que la emisión de Costa Rica (CR23), consiguió como es de esperar un rendimiento mayor al de Panamá que mantiene una calificación crediticia mucho mejor que la de Costa Rica, pero un rendimiento mucho inferior que el del Salvador, el cual para un plazo similar se ubicaba en 5.35% producto de la inferior calificación de ese país. Sin embargo de esa comparación se podría derivar que la percepción de riesgo crediticio de Costa Rica es más cercano al grado de inversión de Panamá, cuyo spread con ese país es de tan solo 43 pb que del de grupo de los BB como el caso del Salvador o Bolivia cuyo spread con esos países es de 110 pb y 63 pb respectivamente.

De hecho incluyendo en el análisis a Guatemala, cuyo rendimiento a la fecha de colocación del CR23 era de 4.12%, ese rendimiento corresponde a un plazo que es cerca de 7 meses menor que la colocación realizada por Costa Rica. Combinando esa relación entre plazo y rendimiento al momento en que se realizó la colocación, que se muestra en el siguiente gráfico, podemos notar que Costa Rica mantiene una posición favorable por debajo de países con calificación similar y mucho más activos en el mercado internacional como Guatemala, El Salvador y República Dominicana. Sin embargo si es evidente que estamos en una posición más débil cuando nos comparamos con países como Panamá, Colombia o Perú, cuyas calificaciones de riesgo son mejores.

Riesgo Crediticio medido en p.b. sobre el US treasury, por plazo al vencimiento





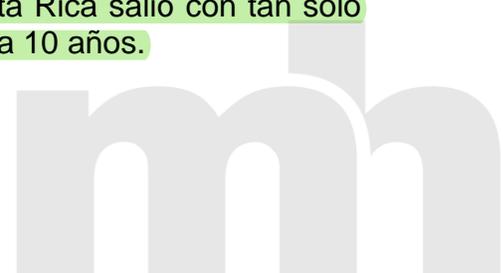
Con el fin de ahondar en la explicación sobre la determinación de la tasa de interés para la nueva colocación es conveniente mirar la evolución posterior del precio en los mercados de negociación. Usualmente una buena asignación del precio se ve reflejada en un comportamiento estable del precio alrededor de su valor par en los días posteriores a su colocación en mercado primario, precios subsiguientes muy por encima del valor par implicarían que el emisor pudo lograr una tasa cupón inferior a la asignada y precios posteriores muy por debajo del valor par implicarían que los inversionistas perdieron capital con la inversión, lo que implicaría una debilidad en la base de inversionistas para futuras colocaciones y podría llevar a posiciones de venta que se reflejaría en precios menores y por tanto mayores rendimientos en posteriores emisiones del país.

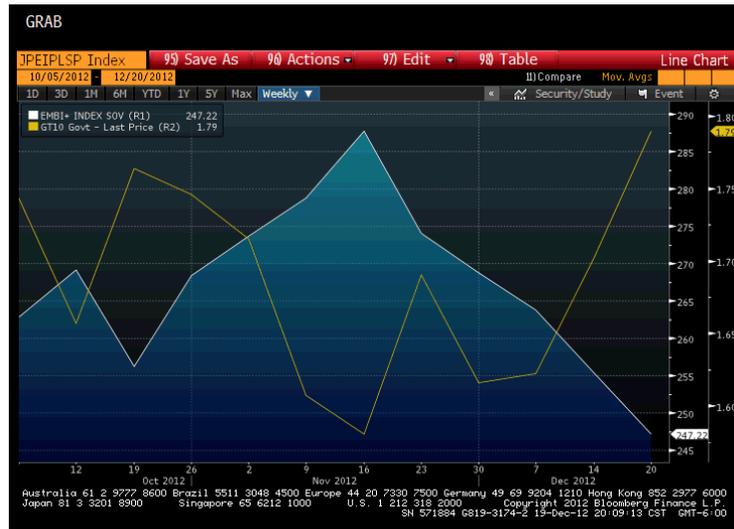
En el caso del CR23, la estabilidad en el precio alrededor de su valor par de 100 fue notable y se logro un adecuado balance entre los intereses de los inversionistas de no perder capital en los primeros días de la emisión y los intereses del emisor para colocar a un precio adecuado a su riesgo país y mantener una base de inversionistas solida para futuras colocaciones. De acuerdo a la gráfica siguiente el precio de oferta más alto que se presentó en los días inmediatos siguientes a la colocación fue de 100.98 para luego ir disminuyendo y converger alrededor de 100, validando la tasa de asignación de 4.25%. El precio de mínimo observado fue de 99.95% con lo cual tampoco se a deteriorado la posición del inversionista.



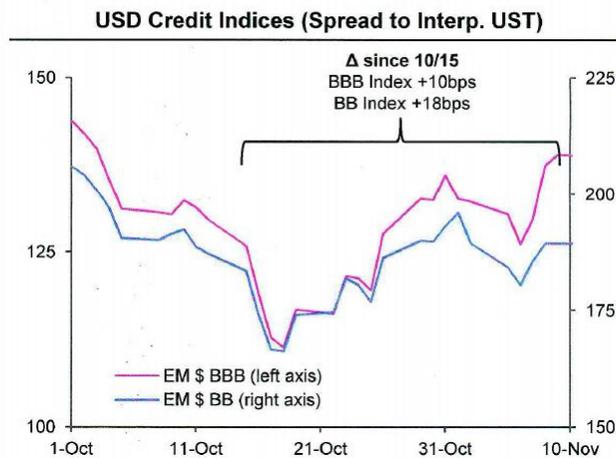
Por supuesto que también existieron factores, fuera del control de Ministerio de Hacienda, que dificultaron el obtener un rendimiento menor al finalmente asignado. Uno de ellos fue el aumento en la perspectiva de riesgo que persistía posterior al Huracán Sandy, las elecciones presidenciales en los Estados Unidos y la situación económica en Europa. A pesar de que el momento de la colocación fue el uno de los puntos más bajos de la tasa de interés de los bonos del Tesoro, al mismo tiempo se presentó un aumento en el riesgo país de los mercados emergentes. Esta situación se ve reflejado en el aumento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes el cual, al momento en que las tasas del Tesoro alcanzaban su más bajo nivel de la semana, este índice aumentaba de cerca de 255 p.b a unos 287 pb.

A pesar de esta situación la emisión de bonos de Costa Rica salió con tan solo 268 puntos base sobre el bono del Tesoro comparable a 10 años.





La situación antes descrita también se vio reflejada en los índices de riesgo crediticio si se compara el riesgo implícito en los rendimientos de un emisor BB o un emisor BBB. La prima por riesgo sobre los emisores BB se amplió notablemente hacia finales de Octubre y durante el mes de Noviembre.



Otro factor que indudablemente no permitió lograr una mejor tasa de rendimiento fue la percepción de los inversionistas sobre la situación fiscal en el país y el deterioro que han sufrido las finanzas públicas a raíz de la imposibilidad de aprobar una reforma fiscal que de una solución de largo plazo a la sostenibilidad financiera del Gobierno. Este elemento igualmente ha sido resaltado por las calificadoras de riesgo como un elemento a resolver y que incide en el riesgo crediticio de la República, lo que le impide obtener fondos en condiciones más favorables, al nivel de los países grado de inversión como Panamá.

V. Determinación del monto a colocar

Desde el inicio del proceso de colocación se planteó que con el fin de lograr una emisión mucho más líquida y de mayor aceptación por parte de los inversionistas institucionales era necesario lograr una concentración importante del volumen de captación, preferiblemente mayor a los US\$500,0 pero limitado a los US\$1.000,0 que permitía la Ley 9070.

Lo idea detrás de lograr una emisión de un volumen aceptable para el mercado internacional implicaba la posibilidad de acceder a un mayor grupo de inversionistas institucionales que ponderan de forma importante la liquidez de las emisiones en mercado secundario y por otra parte reducir el premio que generalmente se carga a las emisiones de bajo volumen e ilíquidas.

Sin embargo la determinación final del monto a colocar dependía, no solo de las necesidades de financiamiento globales del Gobierno sino también de volumen de ofertas que se recibieran y del precio al que los inversionistas internacionales estaban dispuestos a financiar a la República.

Finalmente, habiendo visto la buena evolución de las ofertas recibidas, con un rendimiento que se considero favorable para el Gobierno, no solo en la comparación con sus pares soberanos, sino también en comparación con las tasas de interés que se pagaban a nivel local y con el propósito de encausar el mayor impacto de esta colocación en el mercado domestico, se tomó la determinación de utilizar todo el espacio de emisión que la Ley permitía.

Resultados de la colocación

I. Resultados Generales

La colocación se llevó a cabo en tiempo record y se logró la tasa de interés más baja en la historia de participación de Costa Rica en el Mercado Internacional (4.25%). Es muy importante destacar que el mayor volumen de esta emisión también le permitió al país acceder a una base de inversionistas mucho más amplia y reducir la prima de liquidez que pasaba sobre emisiones anteriores de menor volumen.

Los datos generales de la colocación se presentan en el Anexo No. 9, en donde se resalta que, adicional a la favorable tasa de interés que se logró, el bono se emitió a poco más de 10 años, logrando unos meses adicionales de financiamiento y fijando el vencimiento del bono para el 26 de Enero del 2023 con lo cual se evitó presionar el flujo de caja para el pago de cupones y principal durante los meses de Noviembre y Diciembre, los cuales tradicionalmente son meses de un mayor requerimiento de recursos. Además fijar el pago de cupones en los meses de julio y enero, permitirá realizar una sustitución directa con los pagos de cupones que se realizaban por el Eurobono que vencerá en Enero 2013.

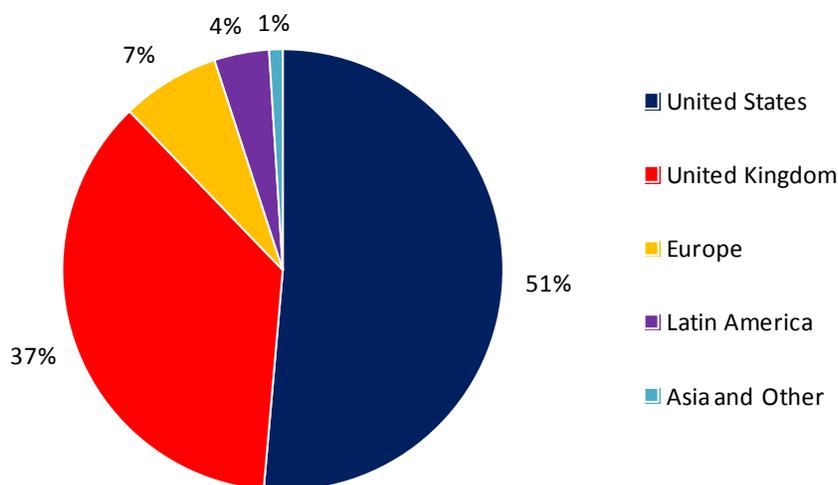
A pesar de haber logrado una tasa de interés que significa una reducción importante en el costo ponderado de la deuda externa bonificada, que pasa de 8.19% a 5.94% posterior a la colocación y por tanto una mejoría en el costo financiero de la deuda, el mayor impacto de la colocación internacional fue la reducción directa que se logró sobre las tasas de interés domésticas a las que colocaba el Gobierno y que posteriormente se fueron traduciendo en reducciones de la tasa básica pasiva, producto de la menor competencia por los recursos internos.

1.1. Distribución geográfica

La emisión del CR23 mantuvo una adecuada distribución geográfica concentrándose principalmente en las plazas de negociación que se visitaron, Estados Unidos y Europa. Asia y Latinoamérica tuvieron una menor participación y por lo apretado de la agenda propuesta con el fin de realizar la colocación en Noviembre no se visitaron inversionistas en estas regiones. Es importante con

miras a lograr una base de inversionistas más amplia y lograr diversificar las fuentes de financiamiento se deba incluir, como parte de la estrategia de distribución y mercadeo, a inversionistas de otras latitudes, particularmente asiáticos.

La distribución de la emisión geográficamente fue de 51% para inversionistas radicados en los Estados Unidos, un 44% en Europa y el porcentaje restante en Asia y Latinoamérica.



Es importante mencionar en esta sección que no se consideró restricción alguna para la participación de los inversionistas locales y estos obtuvieron dentro de la asignación una proporción igual al porcentaje de asignación global. Es decir la asignación realizada de US\$1.000,0 millones representó cerca de un 22% del total de ofertas recibidas por lo tanto los inversionistas locales que se identificaron como tales recibieron ese porcentaje respecto de las ofertas presentadas.

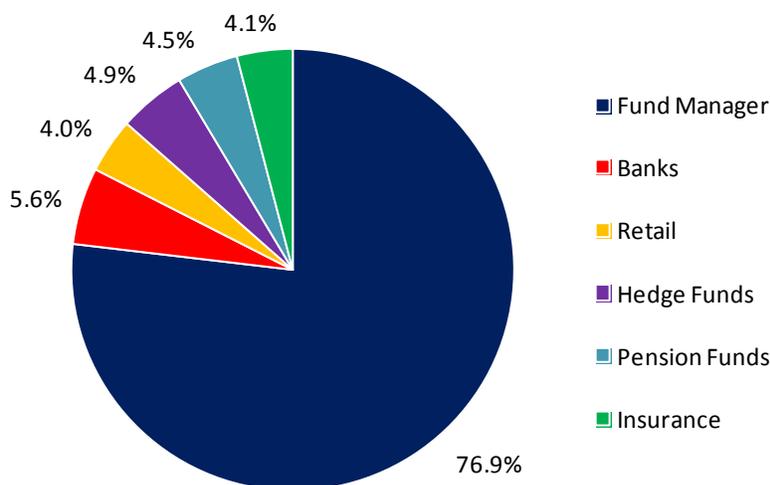
1.2. Distribución por tipo de inversionista

Lo más relevante de destacar respecto a la distribución por inversionista es el elevado porcentaje de participación y asignación de Administrados de Fondos, con un perfil de largo plazo y por lo tanto más orientados a la compra y tenencia

de los valores a su vencimiento, evitando con esto los movimientos excesivos de valores por razones especulativas.

Ahora bien, tampoco es prudente que todos los compradores sean tenedores al vencimiento, ya que de ser así, se desincentiva el mercado secundario de los valores y la adecuada formación de precios que servirán de referencia para futuras emisiones. Por esta razón también se asignó a fondos de cobertura y Bancos, los cuales tienen una orientación más de corto plazo y de una gestión más activa de su cartera de inversiones.

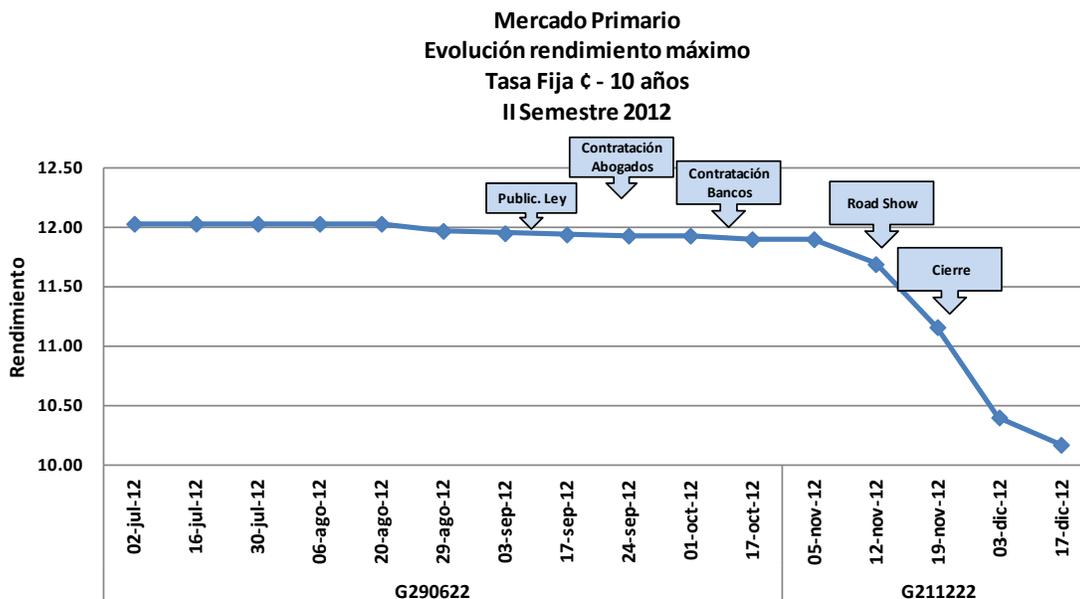
En resumen, un 85.5% de la emisión fue asignado a tenedores de largo plazo que incluye fondos de pensión, aseguradoras y administradores de fondos “fund manager” y el restante 14.5% a gestores más activos como Bancos y fondos de cobertura.



1.3. Impacto en el Mercado Doméstico

Tal como se mencionó anteriormente uno de los efectos más importantes de la colocación internacional fue la repercusión que ésta tuvo sobre el mercado local.

El siguiente gráfico muestra un ejemplo de cómo, inclusive antes del cierre de la transacción internacional, los rendimientos locales ya mostraban una tendencia a la baja y por lo tanto un ajuste a la menor competencia por los recursos financieros en el sistema financiero doméstico.



Las emisiones en colones con vencimiento en el 2022 en el mercado local comenzó su descenso en los rendimientos de colocación en el mercado primario justo antes de la publicación de la Ley en donde los rendimientos bajaron entre 5 y 10 puntos base, posteriormente para la semana en que se anuncio la transacción en el mercado internacional ya los rendimientos a este plazo habían disminuido en cerca de 25 p.b. y para el cierre de la transacción internacional en casi 100 p.b. pasando de 12% a cerca del 11%.

Actualmente los rendimientos de la emisión local con vencimientos en 10 años han llegado a 10.17%, casi una reducción de 200 p.b.

Una situación similar se evidencia en las emisiones locales con vencimiento a 7 años (2019), 5 años (2017-2018) y a 3 años (2015-2016), en todos los casos se han evidenciado reducciones en los rendimientos alrededor de los 200 p.b. Lo que evidencia una reducción en la curva de rendimientos local tanto en dólares como en colones.

En el financiero en su artículo “Deuda externa surtió efecto” resume adecuadamente lo sucedido al manifestar que:

“El cambio en el mercado se debe principalmente a la emisión costarricense de bonos de deuda externa (eurobonos) en el mercado

internacional. El pasado 16 de noviembre, el Ministerio de Hacienda vendió \$1.000 millones en bonos que vencen en el 2023 a una tasa anual de 4,25%.

Los inversionistas locales esperaban un nivel similar de rendimiento y esa expectativa se reflejó en el mercado desde antes de la salida de los eurobonos.

El rendimiento ofrecido por Hacienda fue catalogado como satisfactorio para las condiciones económicas de Costa Rica y relativamente bajo en comparación con otras emisiones soberanas equiparables.”¹

De hecho varias analistas coinciden en que los eurobonos fueron el motor para que las tasas de interés comenzaran a disminuir, inclusive antes del cierre de la transacción internacional.

1.4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional

Las anteriores emisiones de Eurobonos mantienen característica que dificultan una correcta valoración de la curva de rendimientos soberana. De las tres emisiones vigentes dos están muy próximas a vencer, una a inicios del 2013 y la otra a inicios del 2014, lo que además de ser series bastante ilíquidas de acuerdo a los estándares internacionales, no permite la extrapolación a valores con mayor plazo al vencimiento. Por otra parte la emisión con vencimiento al 2020, también tiene características que no favorecen su liquidez, con una tasa cupón muy elevado para las condiciones de mercado actuales y que por tanto no mantiene una adecuada valoración.

Otra característica importante de estas emisiones, es que un porcentaje de los tenedores finales de estas emisiones son inversionistas locales, los que a su vez se ven influenciados por las condiciones económicas y financieras del mercado doméstico lo que influye notablemente en la valoración de estas emisiones.

¹ El financiero 16 de Diciembre 2012. http://www.elfinancierocr.com/finanzas/deuda-externa-efecto_0_208179199.html

A partir del anuncio y con la expectativa de la nueva emisión, los valores de las emisiones anteriores comenzaron a revalorarse, aumentando de precio y ajustando el rendimiento a valores más cercanos a los de la nueva referencia en el mercado internacional.

Particularmente la emisión con vencimiento en el 2020 (Bde20) mostraba una tendencia descendiente desde mediados de año, cuando el bono se cotizaba a un rendimiento cercano al 5.20% en Mayo. Para octubre cuando se estaba acelerando el proceso de contratación de los servicios necesarios para realizar la colocación internacional el Bde20 sufrió adicionales ajustes del rendimiento cercanos a los 30 p.b., para finalmente caer abruptamente alrededor 35 pb adicionales el día en que se lleva a cabo la colocación del CR23.



En total, la emisión del Bde20 cayo de rendimiento (se valoró) en más de 100 puntos base desde su punto más alto del 2012 en el mes de Mayo hasta el 16 de Noviembre

En resumen, se puede afirmar que a raíz de la nueva colocación se creó un punto muy sólido de referencia para la valoración internacional de nuestros valores soberanos y cuasi soberanos, lo que permitirá al Gobierno y a otras entidades públicas que participan en el mercado internacional de valores, contar

con una herramienta que permita una asignación de recursos a costos más favorables y con mayor apego a las condiciones crediticias de la República

1.5. Beneficios fiscales

Existen varias perspectivas para justificar los beneficios fiscales producto de la colocación internacional, la cual cuenta con la tasa cupón más baja en la de la historia de colocaciones internacionales del país.

Ya se mencionaba en párrafos anteriores que el costo ponderado de la deuda externa bonificada del Gobierno Central pasó de 8.19% a Octubre 2012 a un costo promedio de 5.94% al cierre de Noviembre 2012 y disminuirá aún mas posterior a la cancelación de la emisión con vencimiento en Enero 2013 que cuenta con una tasa cupón del 8.05%.

Considerando que la tasa de colocación de los US\$1.000,0 fue de 4.25% y que en primera instancia estos recursos serán utilizados para hacer frente a los vencimientos futuros, principalmente en moneda extranjera y de ser necesario en moneda local, se puede realizar la diferencia entre el costo ponderado de esta deuda y el costo de la nueva colocación internacional. El costo promedio ponderado de la deuda denominada en dólares factible de amortizar durante el I semestre del año con los recursos provenientes de la colocación es de 5.31%, lo cual representaría un ahorro aproximado de ¢5.300,0 millones en solo la utilización de la emisión.

Sin embargo, el efecto más importante sobre las finanzas públicas es el proveniente de la reducción de tasas en el mercado local. Tal como se explicó en el apartado 1.3. de esta sección, de no haberse realizado de la colocación internacional las tasas de interés en promedio estaría en niveles que en el mejor de los casos sería de 200 puntos básicos por encima de las actuales, si no más por que el Gobierno hubiera tenido que ser más agresivo en la recaudación de recursos. Esto significa que el Gobierno hubiera tenido que captar su autorización presupuestaria de colocación interna, que en la Ley de presupuesto 2013 alcanzó los ¢2.79 billones con tasas superiores en al menos 2%, lo que significa un ahorro cercano a los ¢50,0 mil millones en intereses para el año 2013, lo que representa cerca de un 0.2% del PIB. Ahorro que está debidamente contemplado en las estimaciones presupuestarias que se realizaron en el presupuesto 2013.

Este efecto se incrementa si consideramos que parte de esos ¢2.79 billones se están financiando con los cerca de ¢500,0 mil millones de colones que proveen la colocación internacional y permitirá al gobierno no captar todas las necesidades de financiamiento a nivel local y por tanto mantener cierta estabilidad en las tasas de interés.

1.6. La percepción de especialistas

Por la relevancia y el impacto que generaría esta transacción de colocación del CR23, todo el proceso de emisión de los títulos valores internacionales fue seguido muy de cerca por la prensa y los especialistas en los mercados financieros.

En general la percepción sobre el proceso de emisión y los resultados logrados con la colocación fueron elogiados y muy bien recibidos en los principales medios locales de información.

En este apartado se incluyen algunas de las citas textuales de especialistas en la materia que opinaron públicamente sobre la colocación internacional.

“Melvin Garita, Gerente de Lafise Valores, la tasa de interés se puede considerar como relativamente baja si se compara con otros países con mejores condiciones fiscales que Costa Rica. Actualmente un bono de Guatemala a diez años tiene un rendimiento aproximado al 4%, mientras que uno de Panamá está cercano al 3.” El Financiero, 16 Nov. 2012

“En el puesto INS Valores, Mariany Espinoza, analista económica de la entidad, dijo que la tasa de interés fue la esperada y que más bien el rendimiento resultó atractivo en comparación con otros a nivel internacional y con emisores de calificación de riesgo similar.” El Financiero, 16 Nov. 2012

“Melvin Garita, gerente de Lafise Valores, comentó que este plazo tiene ‘buena liquidez’ y eso los hace atractivos.” La Nación, 16 Nov. 2012

“Para Gabriel Alpízar, gerente de Riegos del Banco de Costa Rica, la colocación puede ser calificada como exitosa. “Hizo muy bien el Gobierno al pedir los \$1.000 millones a este buen precio”, comentó.” La Nación, 16 Nov. 2012

“Melvin Garita, gerente general de Lafise Valores, está entre quienes aseguran que esas correcciones de precios de los papeles de inversión se deben al eurobono y a las expectativas que generó”. Deuda externa surtió efecto, El financiero 16 de Diciembre 2012.

“De la misma manera lo cree la analista del puesto INS Valores, Mariany Espinoza. Para ella, los inversionistas incluyeron el efecto de las bajas tasas desde antes de que saliera la emisión costarricense.

Según Espinoza, ese efecto hizo que noviembre se convirtiera en un periodo de ganancias de capital para los tenedores de títulos que salieron a vender, especialmente, para aquellos que decidieron esperar a que pasara el torbellino de los precios bajos.” Deuda externa surtió efecto, El financiero 16 de Diciembre 2012.

“Con el entorno presionando a la baja las tasas de interés y una emisión fijando un punto de referencia, hubo quienes aprovecharon el momento.

Ese fue el caso de Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope), que hizo una emisión por \$50 millones a una tasa facial de 5,3%” Deuda externa surtió efecto, El financiero 16 de Diciembre 2012.



Conclusiones

En síntesis, Costa Rica logró una exitosa reinserción en los mercados internacionales aprovechando sus fortalezas como país sumamente competitivo, con potencial de crecimiento económico, que aplica sanas prácticas de política macroeconómica y con una tradición democrática y de respeto social que se han convertido en icónicos para la perspectiva internacional.

Se logró una tasa cupón históricamente baja de 4.25% que se considera muy favorable dadas las condiciones prevalecientes en el momento de la colocación en los mercados internacionales y las incertidumbre permanente sobre la situación Europea, el abismo fiscal en los Estados Unidos, la reelección del presidente Obama y el impacto de desastres naturales.

A pesar de que el Gobierno mantenía una estrategia fiscal integral que propiciaría una mejor recepción de parte de los inversionistas internacionales y pretendía una solución fiscal de largo plazo, a través de los proyectos de Ley de Solidaridad Tributaria, la Ley para el cumplimiento del estándar de transparencia fiscal, la Ley de Fortalecimiento de la Gestión Tributaria y Ley de Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional, la no aprobación del proyecto de Ley que pretendía una reforma fiscal más profunda pesó en la percepción de los inversionistas y en las pretensiones del Gobierno por lograr rendimientos más cercanos a los países con grado de inversión.

Sin embargo los ahorros y beneficios de esta colocación fueron inmediatos y no se hicieron esperar, ya antes del cierre de la transacción los rendimientos en moneda local se ajustaron, permitiendo al Gobierno disminuir el costo de sus captaciones y controlar el impacto fiscal de los intereses estimados para el 2013.

De igual forma esta colocación internacional dejó abierto el camino para que el Gobierno y otros emisores cuasi soberanos tuvieran acceso al mercado financiero internacional con adecuadas referencias de precio en el ámbito de los 10 años.

La crítica de la prensa y profesionales en el mercado financiero fue muy positiva avalando la labor realizada por el Gobierno y destacando los beneficios para el país de haber llevado a cabo la transacción y de manejar el proceso con la debida transparencia y profesionalismo.

Lista de Anexos

- Anexo 1: Acuerdo de Inicio de operaciones, DM -045-2012
- Anexo 2: Bases para la selección y contratación del asesor legal internacional para el proceso de emisión de títulos valores y/o operación de administración de pasivos en el mercado internacional.
- Anexo 3: Consultas a las Bases de Contratación del Asesor Legal Internacional
- Anexo 4: Bases para la selección y contratación de un banco colocador para el proceso de emisión de títulos valores y/o operación de administración de pasivos en el mercado internacional
- Anexo 5: Tablas de ranking de bancos de inversión
- Anexo 6: Consultas de bancos para la selección del banco colocador
- Anexo 7: Bases para la selección y contratación de los servicios de calificación de riesgo y calificación de la emisión en el proceso de emisión de títulos valores y/o operación de administración de pasivos en el mercado internacional
- Anexo 8: Bases para la selección y contratación de los servicios del banco que actuará como agente fiscal de registro y de pago en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional.
- Anexo 9: Características financieras finales de la colocación

