

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

Ley No. 9070

Ministerio de Hacienda



Marzo 15

Contenido

Introducción.....	3
Procesos de Contratación.....	5
I. Contratación del Asesor Legal Internacional.....	7
1.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	7
1.2. Sobre la valoración de la oferta técnica y oferta económica.....	9
1.3. Del proceso de selección del asesor legal internacional.....	11
1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional.....	13
II. Contratación de los bancos colocadores.....	15
2.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	15
2.2. Selección final de los Bancos Colocadores.....	18
III. Contratación de los servicios de calificación de riesgo.....	20
IV. Contratación agente fiscal, de registro y de pago.....	20
4.1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación.....	20
4.2. Proceso de contratación de agente fiscal, de registro y de pago.....	22
V. Costo de las contrataciones realizadas.....	24
Proceso de Emisión.....	26
I. Preparación de Documentación y Debida diligencia.....	26
II. Cláusulas de Acción Colectiva.....	26
III. Definición de la fecha de salida al mercado.....	27
IV. Determinación del monto a colocar.....	33
V. Plazo de Colocación.....	34
VI. Determinación del precio.....	35
Resultados de la colocación.....	43
I. Resultados Generales.....	43
1.1. Distribución geográfica.....	44
1.2. Distribución por tipo de inversionista.....	45
1.3. Impacto en el Mercado Doméstico.....	46
1.4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional.....	48
1.5. Beneficios fiscales.....	50
II. La percepción de especialistas.....	52
Fin de emisiones realizadas bajo la ley N° 9070.....	55
Conclusiones.....	58
Anexos.....	60

Introducción

El 5 de marzo del 2015 se realizó la última colocación de eurobonos bajo la Ley N° 9070. Con esta colocación se completan los \$4.000 millones que contemplaba dicha ley, bajo la cual Costa Rica mantuvo una estrategia de endeudamiento enfocada en reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento y aprovechar las condiciones internacionales de costo de los recursos. Casi un año después de la última participación en el mercado internacional, Costa Rica logró consolidar una colocación de muy largo plazo y con un costo favorable para el país.

La emisión y colocación del eurobono de Costa Rica con vencimiento en el año 2045 (bde45), por \$1.000 millones contribuye a mejorar una vez más el perfil de vencimientos de la deuda costarricense y a reducir el riesgo de refinanciamiento. Demuestra también, que el mercado internacional ha mantenido la confianza en el desempeño de la economía de Costa Rica, pues no son muchos los países emergentes que con niveles de calificación de riesgo similares a los de Costa Rica pueden colocar bonos de deuda al plazo y por el monto al que se colocó esta emisión.

Cumpliendo con lo dispuesto en el Artículo 8 de la Ley N° 9070, se procede a presentar por parte del Ministerio de Hacienda, un informe detallado del proceso de colocación y sus costos, a la Comisión para el Control del Ingreso y el Gasto Público, de la Asamblea Legislativa, y a la Contraloría General de la República. También se incorpora en el informe la justificación técnica de la tasa de interés pactada en función de las condiciones prevalecientes en el mercado en el momento y en el cual se demuestran los beneficios obtenidos en dicho proceso. Como ejemplo, la reducción en la presión sobre las tasa internas, al requerirse menos colocación del Gobierno en el mercado interno.

La estructura del presente informe se subdivide en cuatro partes: 1.- La descripción de los procesos de contratación; 2.- Explicación del proceso de emisión, incluyendo las justificaciones técnicas con respecto a la oportunidad en el acceso al mercado y el precio de asignación; 3.- Resultados obtenidos con la colocación y 4.-Fin de las emisiones realizadas bajo la Ley N° 9070.

Procesos de Contratación

A inicios del 2015 y conforme a la Ley 9070 denominada “Emisión de títulos valores en el mercado internacional” (en adelante la Ley), el Poder Ejecutivo inició el proceso para realizar una emisión de títulos valores en el mercado internacional superior a los US\$500 millones (quinientos millones de Dólares Estadounidenses) y hasta US\$1000 millones (mil millones de Dólares Estadounidenses) bajo la Regla 144 A y Regulación S, con el fin de aprovechar la ventana de oportunidades que brindan los mercados internacionales, los resultados de las emisiones realizadas en noviembre del 2012, abril 2013 y abril 2014 la coyuntura persistente de bajas tasas de interés internacional.

La emisión internacional se realizó considerando los procedimientos que refiere la Ley y mediante las cuales nos hemos asegurado de cumplir con los principios constitucionales. 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 competencia, 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-060-2014 (Anexo No. 1), publicado en la Gaceta N°243 el miércoles 17 de diciembre del 2014, dispuso el procedimiento para la Selección y Contratación del Banco o Bancos Colocadores y demás Contrataciones, requeridas para la Emisión de Títulos Valores 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 9070 y las demás contrataciones que establece el artículo 7 de la misma.

Asimismo, mediante el mismo Acuerdo No. DM-060-2014, se formalizó la constitución de la comisión ejecutiva de Precalificación y Selección, 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. Para efectos de las otras contrataciones referidas en el artículo 7 de la Ley 9070 los miembros de la Comisión Ejecutiva podían designar a un representante, no así para la contratación de los Bancos Colocadores.

Igualmente se creó 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:

Marta Cubillo Jiménez: representante de la Tesorería Nacional.

Juan Carlos Quiros: Director de Crédito Público o en su ausencia el Subdirector.

Rosibel Bermúdez: Representante del Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público.

Bernardita Redondo Gomez y Roger Madrigal López: Representantes del Banco Central de Costa Rica.

Esta comisión fue presidida por el Director de Crédito Público o en caso de ausencia por el Subdirector. A su vez el Director participaba como secretario de la Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección.

I. Contratación del Asesor Legal Internacional.

Para que el Ministerio de Hacienda en representación del Poder Ejecutivo, pudiese dar inicio a este último proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional, se requirió contratar nuevamente los servicios profesionales de un asesor legal internacional para contribuir con el cumplimiento de la normativa requerida para este tipo de procesos y elaborar los documentos legales demandados.

En ese sentido el 03 de diciembre del 2014 se reunió la Comisión Ejecutiva para discutir y aprobar las bases para la selección y contratación del asesor legal internacional y del banco colocador de conformidad con lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 9070 y por supuesto utilizando de soporte la documentación generada en los procesos anteriores.

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 9070, corresponde a la comisión nombrada previamente por el Ministerio establecer 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 las Bases para la “Selección y Contratación del Asesor Legal Internacional para el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional” (Anexo No. 2). En ellas se establecen los procedimientos de evaluación y ponderación a cada criterio de selección 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 asesor legal internacional y su procedimiento de evaluación:

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 ese efecto 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 los procesos de emisión de títulos valores soberanos proporcionando una lista de las emisiones soberanas en las que había participado para el periodo comprendido entre enero 2009 y octubre 2014 con la finalidad de recopilar experiencias recientes 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.

Cada oferente debió incluir una corta biografía de los abogados que participarían directamente en la transacción, junto con la descripción del papel que cada uno desempeñaría. 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. Para este fin se solicitó a las firmas presentar para cada integrante del equipo una lista de las transacciones internacionales en las que haya participado directamente y en calidad de asesor legal entre enero del 2011 y octubre del 2014. Para propiciar disponer del mejor recurso humano por parte del ente Legal Internacional se le asignó un puntaje importante a este ítem.

c. Oferta económica.

Las firmas tenían que presentar una oferta detallada de los servicios profesionales de asesoría legal (honorarios) en el proceso de emisión, 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 consignó exenciones de impuestos). Asimismo, debieron indicar el monto máximo y detalle de gastos relacionados con los servicios profesionales, que requeriría para la prestación de los mismos.

1.2 Sobre la valoración de la oferta técnica y oferta económica

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

a. Valoración de la oferta técnica.

Conforme a las bases de contratación, la oferta técnica tendría una calificación máxima de 60% de la calificación global y consideraría la valoración de los apartados a y b indicados anteriormente ponderados de la siguiente manera:

El punto a) tendría un valor de 30% y su objetivo sería contratar una firma con amplia experiencia en asesoría de emisores. La firma que hubiera realizado la mayor cantidad de asesorías de emisores soberanos tendría un 30% y por relación lineal se asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente formula, $\text{puntaje} = \frac{\text{Transacciones firma X}}{\text{Firma con mayor número de transacciones}} * 100$.

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 30%. Este puntaje fue distribuido de la siguiente forma: un 20% según la cantidad de los procesos en que cada miembro del equipo participó, 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 incluyeran una lista larga de funcionarios sin definición del rol, ni las responsabilidades asignada. Eventualmente los costos financieros de la propuesta pudieron ser mayores ante la oferta de profesionales no requeridos estrictamente en el proceso.

b. Valoración de la oferta económica

Las ofertas presentadas por las firmas legales, se ordenaron del menor costo al mayor; luego de realizarse la sumatoria del total de 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 formula ($\text{Honorarios más bajos} / \text{Honorarios de la Firma X} * 100$). Esta evaluación tendría una calificación máxima de 40%.

1.3. Del proceso de selección 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 9070, se procedió el día 25 de noviembre del 2014, a realizar la publicación internacional en The Wall Street Journal e invitar a todas aquellas firmas de asesores legales internacionales interesados en participar en el concurso. Para ello se publicó en los sitios web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica el documento "Bases para la selección y contratación del Asesor Legal Internacional para el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional".

Asimismo, ese mismo día se remitieron las invitaciones directas a doce firmas legales para participar en el concurso. Estas doce firmas estaban conformadas por los diez primeros lugares del ranking obtenido de Bloomberg de las mejores firmas asesoras leales en mercado de deuda.

Las firmas legales invitadas directamente fueron las siguientes:

- 1) Linklaters LLP
- 2) Clifford Chance LLP
- 3) Allen & Overy LLP
- 4) White & Case LLP
- 5) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
- 6) Arnold & Porter
- 7) Shearman & Sterling LLP
- 8) Odvetniki Dolzan Vidmar in Zemljarić
- 9) Jadek & Pensa LLP
- 10) Milbank Tweed Hadley & McCloy LLP
- 11) Thamrin & Rachman
- 12) Davis Polk & Wardwell

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

- 1) Arnold & Porter
- 3) Linklaters LLP
- 4) Hogan Lovells¹
- 5) Baker & Mckenzie¹
- 6) Clifford Chance US LLP
- 7) Cleary Gttlieb Steen Hamilton LLP
- 8) Dentons¹

Es importante destacar que de las doce firmas que se invitaron directamente únicamente ocho presentaron sus ofertas. Ahora bien, a pesar de que los interesados podían plantear sus consultas sobre el concurso hasta el día 02 de diciembre del 2014, no se recibieron observaciones ni comentarios sobre las bases del mismo, lo que afirma el continuo aprendizaje y experiencia adquirida en procesos anteriores.

El día 02 de diciembre se cerró el plazo para la recepción de ofertas y se inició el proceso de selección y evaluación. La Comisión Ejecutiva de Precalificación y Adjudicación, tuvo presente que el fin primordial de la contratación del Asesor Legal Internacional era la selección de la oferta que mejor cumpliera con los intereses de la Administración.

El día 03 de diciembre de 2014, se presentó una oferta extemporáneamente, en la dirección indicada en las Bases de la oferta, de la firma Milkbank Tweed Hadley &McCloy, a las once horas y cuarenta minutos, la cual no fue considerada en el proceso de selección por recibirse fuera del cierre del proceso.

¹ Las firmas de Asesores Legales: Hogans Lovells, Baker & Mckenzie y Dentons. Presentaron ofertas a pesar de no ser invitados directamente.

1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional

Se recibieron en tiempo y según la forma establecida en las Bases de contratación, los atestados de siete firmas de asesores legales internacionales. La Comisión resolvió admisibles seis de las siete ofertas recibidas a tiempo, al considerar que una de las cláusulas volvía inadmisibles una de las ofertas presentadas.

La oferta del Asesor Legal Dentons, no fue considerada por no cumplir con lo establecido en las Bases de Contratación específicamente con el apartado de Acreditación de Personería, en donde se señala que: *“ La persona física que suscriba la Oferta por parte de cada firma deberá contar con poderes suficientes otorgados por parte de la firma que representa. En consecuencia, junto con los atestados a que se refiere estas Bases, deberá incluirse copia de la documentación que dé constancia de tales poderes, en idioma español. La firma seleccionada deberá presentar esta documentación (que acreditan la personería) debidamente apostillada y cubrir con los costos para ello. Deberá remitirla en original, como máximo una semana después de notificada su selección”*. Por lo anterior y ante la ausencia de la documentación que diera constancia de tales poderes la oferta quedó fuera del concurso de selección,

Conforme a la valoración en cada una 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	30,00%	16,67%	30,00%	76,67%
Hogan & Lovells	1,10%	40,00%	9,98%	51,08%
Clifford Chance	11,71%	26,32%	10,24%	48,27%
Linklaters LLP	12,44%	22,73%	9,06%	44,23%
Cleary Gottlieb & Hamilton LLP	19,76%	7,46%	11,15%	38,37%
Baker & McKenzie	1,83%	25,00%	8,08%	34,91%

Con respecto a la experiencia de la firma en asesoría a emisores de deuda soberana, se evaluó la cantidad de operaciones realizadas para el período comprendido entre enero del año 2009 y octubre del año 2014, en ese sentido, Arnold & Porter resulta con

el puntaje más alto en ésta categoría. Por el contrario, la firma que obtuvo el puntaje más bajo fue Baker & McKenzie.

Respecto de la oferta económica, la firma Hogan & Lovells fue la que obtuvo el mejor puntaje ya que su oferta fue la más baja con \$62 000, en segundo lugar se situó la firma Clifford Chance con una oferta de \$95.000, en el otro extremo, como la oferta de mayor costo fue Cleary Gottlieb & Hamilton LLP quien presentó una propuesta de \$335.294.12.

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 según las bases de selección y experiencia en operaciones relevantes con Costa Rica, entre otros. 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 acreditaron mucha más experiencia en transacciones de emisiones soberanas 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 ésta categoría fue Linklaters LLP.

Tal como se puede observar en dos de las tres categorías evaluadas la firma Arnold & Porter LLP, obtuvo el resultado más alto. Así las cosas, al haber obtenido un puntaje de 76.67%; como calificación final, de conformidad con las Bases del Asesor Legal Internacional, se adjudicó el concurso a la firma Arnold & Porter, LLP y según consta en el acta de la Comisión Técnica Asesora del 03 de diciembre del 2014. Por otra parte cabe señalar que no se recibió ninguna apelación a la adjudicación durante el plazo establecido. Este proceso de contratación, se da por finalizado mediante resolución RES-1345-2014 con fecha cuatro de diciembre del 2014.

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, quedó plasmado en el documento denominado “Bases para la selección y contratación de un banco colocador y asesor financiero para el cuarto proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional...” el cual se adjunta en el Anexo No. 3.

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

La Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección definió de las Bases para la Selección y Contratación del Banco Colocador para el proceso de Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional conforme a lo establecido en el artículo 6° de la Ley N° 9070 Procedimiento de Selección y Contratación de los Bancos Colocadores en donde se establece que el concurso"... deberá aplicarse por lo menos cada dos años. Cuando no se realice, el Ministerio de Hacienda deberá invitar, como mínimo, a los bancos preseleccionados en el concurso anterior". Siendo que en el 2014 se realizó el concurso completo, el Comité Ejecutivo para la Selección y Adjudicación del Banco Colocador decidió partir de los Bancos preseleccionados en el proceso 2014 y por lo tanto las Bases para la selección y contratación del Banco Colocador para el

2015 se hicieron llegar únicamente a los preseleccionados en el proceso anterior, a saber, Deutsche Bank, Citigroup, Bank of America, HSBC, JP Morgan y Barclays.

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. Estrategia de distribución y mercadeo para la presente emisión.
3. Experiencia de los miembros del equipo asesor asignado a la presente colocación (debt capital market y syndicate).
4. Estrategia de apoyo en el mercado secundario.
5. Defensa oral de la propuesta técnica presentada.

La evaluación de la parte técnica tenía un peso máximo de setenta y cinco (75%) puntos de la calificación total, ya que se consideró la parte medular de la evaluación por cuanto muestra las distintas estrategias y propuestas. Se sopesó el realismo, la afinidad a las características de nuestro país y su sostenibilidad técnica. El restante 25% se le asignó a la oferta económica.

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

Propuesta de estructuración de la colocación internacional 30%, experiencia del equipo de “debt capital market y syndicate” asignado al proceso de emisión 20%, estrategia de distribución y mercadeo para la presente emisión 20%, Estrategia de apoyo en el mercado secundario 20%, defensa oral de la oferta técnica 10%.

Respecto a la estrategia de apoyo en el mercado secundario, esta obtendría una puntuación de un 20%, del 75% de la oferta técnica. Se le asignó uno de los puntajes que se considera de mucha importancia y 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 esto se consideran 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 25% 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 prácticas 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 y compartiera, la oferta económica del primero como propia, de tal forma que no existiera un aumento en los costos de la colocación.

Lo anterior ofrecería la posibilidad de acceder a una mayor base de inversionistas al contar con el portafolio de dos bancos todo con miras a lograr las mejores condiciones financieras y una mayor profundidad de análisis en las recomendaciones realizadas 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 oferta técnica tiene un peso relativo de 75%, mientras que la oferta económica representó el siguiente 25%.

2.2. Selección final de los Bancos Colocadores

El día 29 de Enero del 2015 a las quince horas 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 seis bancos:

1. Banco Barclays
2. Banco HSBC
3. Banco Citi
4. Banco JP Morgan
5. Deutsche Bank
6. Bank of America Merrill Lynch

Durante el plazo que se dio para la recepción de ofertas se recibió una consulta del banco Barclays (consta en el acta adjunta), la cual se remitió con su respectiva respuesta a todos los bancos invitados.

Luego de la evaluación de las ofertas recibidas, los bancos preseleccionados obtuvieron la siguiente calificación:

Banco	Oferta Técnica	Oferta Económica	Total General
Valor Maximo	75,00%	25,00%	100,00%
HSBC	65,70%	22,50%	88,20%
Deutsche Bank	65,90%	21,40%	87,30%
BARCLAYS	60,90%	25,00%	85,90%
CITI	63,90%	21,60%	85,50%
JP MORGAN	62,30%	15,20%	77,50%
Bank of America Merrill Lynch	59,20%	14,70%	73,90%

Como resultado de la evaluación de las oferta técnicas el que obtuvo el porcentaje más alto fue Deutsche Bank, ya que 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 Bank of America Merrill Lynch. De la evaluación económica, el Banco que obtuvo mayor puntuación, fue Barclays mientras que el de menor puntuación fue Bank of America Merrill Lynch.

Como resultado final, se puede constatar en el cuadro anterior, que los bancos HSBC y Deutsche Bank obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 88,2% y 87,3% respectivamente. Como HSBC obtuvo la mejor calificación total y manifestó en su oferta la aceptación de trabajar con otro Banco en el Proceso de colocación, se designó a Deutsche Bank para que trabajara junto con HSBC. Ambos Bancos figuran dentro del “top 5” de los más reconocidos rankings de emisiones de bonos internacionales para países emergentes en el mundo y de Latinoamérica y brindaría toda asesoría, soporte y fuerza de ventas durante el proceso de emisión costarricense. Tal y como se mencionó, para esta selección se consideró la propuesta estratégica que los Bancos estaban recomendando así como la experiencia del equipo de trabajo y las fortalezas del Banco en cuanto a distribución, mercadeo y apoyo en el mercado secundario de las emisiones internacionales.

Para el 2014, HSBC Securities lideró importantes operaciones de soberanos en la región como México, Uruguay y en Diciembre 2014 a la República de Chile, además de otros países fuera de Latinoamérica como Turquía, Bélgica, Canadá y Reino Unido entre otras operaciones. Por su parte solo en el 2014 Deutsche Bank ha liderado exitosamente transacciones en Latinoamérica para países como México, Brasil, Republica Dominicana y fuera de la región a Filipinas, Nueva Zelanda, Corea y otros emisores soberanos. Adicionalmente Deutsche Bank ha acompañado a Costa Rica en las últimas tres emisiones en el mercado internacional.

Sobre el proceso de selección, vencido el plazo para la presentación de apelaciones de la asignación, 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.

Fue así como por medio de acta del día 20 de marzo, la Comisión Ejecutiva adjudica a los bancos colocadores HSBC y Deutsche Bank para la presente emisión, de manera que formalmente el proceso de selección y contratación del banco queda manifiesta en la resolución Número Res. 065-2015 del 04 de febrero del 2015.

III. Contratación de los servicios de calificación de riesgo

En lo referente a la contratación de servicios de calificación de riesgo para esta ocasión no se realizó ninguna. En el proceso previo se había contratado ese servicio de calificación país y de cualquier operación futura de la República de Costa Rica. Es importante destacar que el país ya cuenta con los servicios de calificación de las tres empresas más reconocidas a nivel global, Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

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.

4.1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, 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 4.

Para efectos de valoración y análisis de las ofertas, se considerará la Ley N° 9070, el Acuerdo N° DM-060-2014, el documento denominado “Bases para la Selección y Contratación de los servicios del Banco que actuará como fideicomisario y Agente de pago en el proceso de emisión de títulos valores en el Mercado internacional.”

El día 05 de Febrero 2015, se procedió con la publicación internacional en el Wall Street Journal, mediante la cual se invitó a todos aquellos bancos internacionales interesados en participar en el concurso. Se informó que las Bases de contratación se podían acesar en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica, a partir del 05 de Febrero 2015. No se recibió observaciones o consultas sobre las Bases anunciadas.

Al igual que en los anteriores procesos de contratación realizados para las colocaciones en el mercado internacional, al amparo de la Ley N° 9070, y según lo establecido en su artículo 7, la contratación de dicho Agente Fiscal se realizó de forma directa y no estaba sujeta a los procedimientos ordinarios de concurso establecidos en la Ley No. 7494, Ley de Contratación Administrativa y sus reformas, pero sí respetando todos los principios y parámetros constitucionales que rigen la actividad contractual del Estado, el principio de libre competencia, 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.

Asimismo, de conformidad con el inciso 2) del artículo 7 citado, el Ministerio se encuentra facultado a realizar invitaciones directas a potenciales oferentes

identificados por éste con el fin de promover la competencia y obtener las condiciones más ventajosas para el país; sin embargo, se optó por un concurso abierto donde pudieran participar todos aquellos Bancos que prestan los servicios requeridos en esta contratación.

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 obtendrían una calificación máxima de 80% de la calificación global y consideraría la valoración de los apartados a y b que fueron ponderados de la siguiente manera: a. Total general de bonos internacionales para Latinoamérica y Caribe 40% y b. 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, lo que se pretendió valorar fue la razonabilidad del cobro de los servicios propuestos.

En cuanto a la valoración de la oferta económica, es importante indicar que algunos costos por los servicios son por una única vez y otros costos son recurrentes, por lo que hay tarifas fijas de administración anual.

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 05 de febrero del 2015, 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.

Conforme a las Bases, una vez cerrado el plazo de recepción de ofertas se dió apertura a las siguientes ofertas:

Oferta N° 1. Deutsche Bank, Trust & Agency Service

Oferta N° 2. The Bank of New York Mellon

Aunque las dos ofertas fueron recibidas en el plazo establecido, ambas omitían en la oferta técnica la lista de emisiones indicadas en el Título 1.1 y 1.2 de las bases. Con el fin de no retroceder en el proceso o retrasar la emisión, se solicitó a los dos oferentes en igualdad de condiciones que presentaran la información requerida en la oferta técnica, en un plazo establecido. A pesar de esto únicamente The Banco Of New York Mellon presentó lo solicitado de forma que no fue posible la valoración de la oferta técnica del Deutsche Bank.

Se analizaron las ofertas presentadas y se verificó la razonabilidad económica, mediante la comparación de las tarifas ofertadas por los Bancos para este servicio de Agente Fiscal, de Registro y de Pago.

Las calificaciones finales se detallan a continuación:

Banco	Oferta Técnica	Oferta Económica	Calificación Final
The Bank of New York Mellon	80,00%	17,80%	97,80%
Deutsche Bank, Trust & Agency Service	0,00%	20,00%	20,00%

En virtud de lo anterior, de conformidad con lo establecido en las Bases para la Presentación de Ofertas y Selección del Banco que actuaría 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 prestaría los servicios de Agente Fiscal, de pago y de Registro a la República de Costa Rica.

V. Costo de las contrataciones realizadas.

En acatamiento a lo establecido en los artículos 6 y 7 de la Ley, se presenta el costo total de los servicios contratados para la colocación el cual ascendió a la US\$1.237.751,22. Los costos asociados a las publicaciones internacionales para cada contratación (dos publicaciones para el caso de la contratación del Banco Colocador) son asumidos por la República. El siguiente cuadro resume el total de los costos (costos brutos sujetos a los impuestos de Ley correspondientes) asociados a la emisión internacional.

Honorarios y Gastos de Proceso Emisión Internacional	
Bancos Estructuradores	\$ 500.000,00
Asesor Legal Internacional	\$ 150.000,00
Agencias Calificadoras	\$ 572.500,00
Agente de Registro	\$ 8.500,00
Publicaciones Internacionales	\$ 6.751,22
Total	\$ 1.237.751,22

El total de costos incurridos representa cerca de 12 puntos base (pb) del monto total emitido, por lo que agregando esto al costo producto de la tasa de interés asignada en la colocación CR45 que fue de 7.158%, se obtiene un costo total de 7.278% tasa que se encuentra dentro de la 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 (lo que fijaría el techo para la tasa de colocación en un máximo aproximado de 10%). Este rendimiento máximo autorizado incluye todos los costos asociados a la emisión.

Proceso de Emisión

I. Preparación de Documentación y Debida diligencia

De forma similar a los procesos de las emisiones anteriores, mientras se llevaba a cabo la 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.

Para esta cuarta emisión de bonos, autorizada mediante la Ley 9070, se actualizó el documento de oferta (Offering Circular) que presenta una revisión de los principales hechos económicos y de política pública que se han desarrollado en el país durante los últimos años, respaldada con las cifras macroeconómicas históricas y actualizadas, en la mayoría de los casos, al 31 de diciembre del 2014. 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 y en esta ocasión fue necesario actualizar alguna de la información referente a la política pública y al Plan Nacional de Desarrollo de la presente administración.

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 (Incensare Agreement) y cumplimiento de la normativa 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 y dieron su conformidad a las versiones finales de los documentos.

II. Cláusulas de Acción Colectiva

Para esta emisión se incorporaron las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) las cuales fueron desarrolladas por el Fondo Monetario Internacional, el Tesoro de los Estados Unidos y la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA, por sus siglas en inglés), las cuales permiten un mejor manejo ante una eventual restructuración de la deuda y funcionan permitiendo a un grupo determinado de tenedores de bonos tomar decisiones sobre cambios en los términos y condiciones que rigen para el bono. Para ello, es necesario alcanzar un porcentaje determinado del total de la emisión, por lo general 75%, pero puede en ocasiones ser inferior. En caso de que la emisión no incorporara las CAC, sería obligatorio que el 100% de los titulares o tenedores estén de acuerdo o no en incorporar cambios. Estas cláusulas han sido utilizadas recientemente en emisiones de México y Chile. Se espera que sean cada vez más comunes.

El detalle de las cláusulas incorporadas en esta emisión se puede consultar en el anexo 5.

III. Definición de la fecha de salida al mercado

Para la definición de la fecha de salida al mercado se consideran diversas variables financieras, económicas, expectativas todas estas influyen de forma significativa sobre las tasas de interés internacionales que son la variable clave para realizar una colocación. Como se ha mencionado desde hace varios años y ante la recesión en la economía internacional, las tasas presentan mínimos históricos y mantienen a los mercados pendientes de una reversión a la tendencia. Ante estos mínimos históricos, desde hace meses, los mercados internacionales han estado anticipando un cambio en la tendencia de este indicador, sin embargo, ante la debilidad de la economía global, esta decisión se ha postergado y no se tiene una fecha clara para su implementación, lo que sí parece estar claro es la magnitud de la variación se dé muy

paulatinamente, ya que la recuperación no es sólida y la incertidumbre se posiciona sobre diferentes áreas.

La región Europea genera inquietudes por los problemas fiscales de algunos de sus miembros lo que ha llevado a la moneda comunitaria a mínimos históricos, cotizaciones que no se observaban en la última década, China que ha sido el motor mundial de los últimos 20 años ha experimentado una importante contracción en su crecimiento que los ha llevado a tener tasas de crecimiento de un dígito, situación que no se presentaba desde hace muchos años y que de alguna manera ha contraído las economías del resto del mundo, parte de este impacto se materializa en la contracción de los precios de las materias primas y el petróleo que hasta hace unos meses eran demandados de forma constante por el gigante asiático. Por otra parte, la economía de Estados Unidos ha presentado una serie de señales erráticas que no han permitido tener claro el plazo en el cual se estima se comenzará a revertir la política monetaria que ha implementado desde ya varios años, pese a esto, es de esperar que en los próximos meses las tasas de interés suban de forma moderada de manera que se permita a la economía mundial mantener su leve senda de crecimiento y recuperación.

Otro factor que en los últimos meses está limitando el posible crecimiento de las tasas de interés internacionales es la pronunciada reducción de los precios del petróleo y su impacto en la inflación mundial, la deflación es una de las mayores preocupaciones de las economías a nivel global, al mantenerse este fenómeno monetario cualquier incremento en las tasas podría agravar esta disminución en los precios.

Como se puede observar en los siguientes gráficos, las tasas de interés internacionales empezaron a mostrar disminuciones tanto en los Bonos del Tesoro estadounidense como en las emisiones de eurobonos de Costa Rica, lo que mostraba el momento de salir al mercado, considerando además las señales de debilitamiento que se han presentado en los mercados internacionales y que podrían posponer por varios meses la tan anunciada (posiblemente ya asimilada por el mercado) subida de tasas.

Según lo indico, Janet Yellen, la Reserva Federal será paciente en su política monetaria, lo que significa que el aumento de las tasas se podría tardar varios meses, sin embargo, no era recomendable esperar a que se acerque la fecha del cambio de política para una posible salida a los mercados internacionales de bonos ya que esto podría generar mucha incertidumbre y un incremento adicional en las tasas a pagar, finalmente, las correcciones desfavorables en las calificaciones de riesgo del país pueden encarecer los términos en los cuales podríamos adquirir los recursos financieros que se necesitan.

El siguiente gráfico muestra los rendimientos de los bonos del tesoro con vencimiento al 2045, allí se evidencia que la tendencia durante todo el año 2014 fue a la baja, pese a esto, a inicios del año 2015 se presentó un leve repunte de los rendimientos asociados a la cercanía de la reunión de la FED, luego de que no se presentaran novedades en la mencionada reunión y ante las declaraciones de los miembros del Comité se retomó la tendencia a la baja de los rendimientos de los bonos del Tesoro, lo que ha permitido que se presenten a lo largo de los últimos meses mínimos históricos que ayudan a minimizar el costo de las emisiones realizadas en este periodo.

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 30 años Marzo 2014- marzo 2015

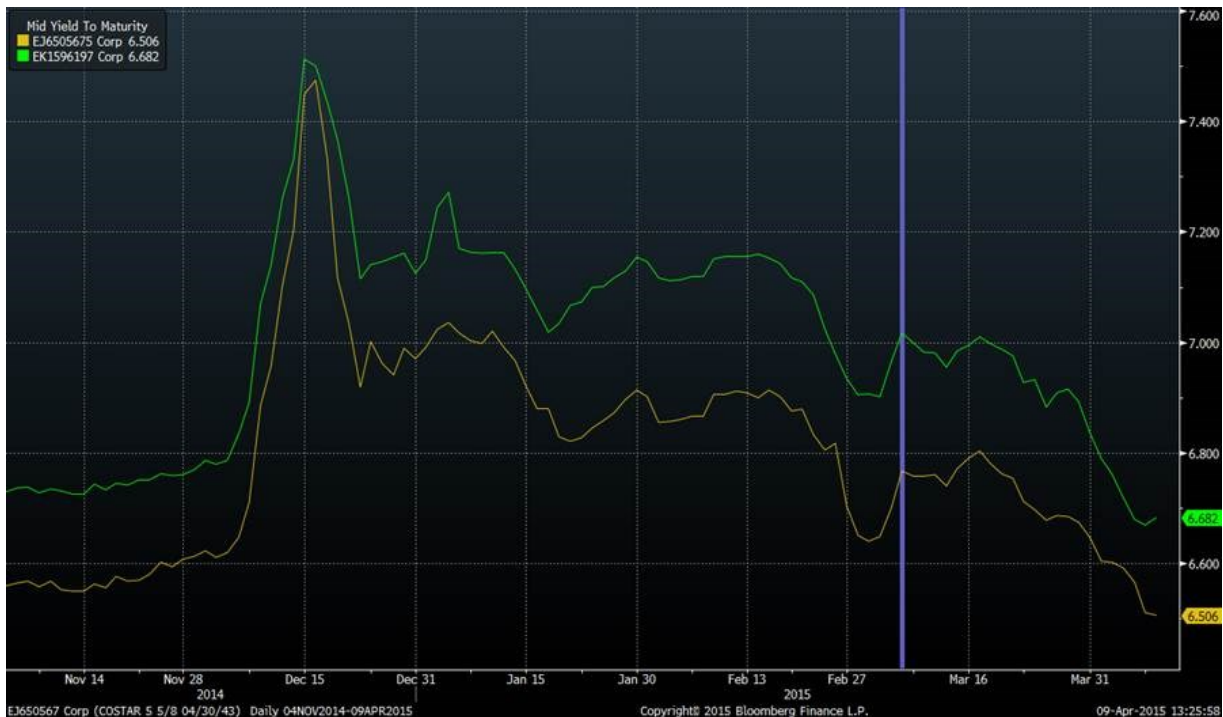


Fuente: Bloomberg

Tal y como se mencionó en párrafos anteriores para la fecha de la emisión (línea vertical) los rendimientos que se presentaban en los mercados internacionales aún eran bajos si se compara con el comportamiento de meses anteriores, lo cual favoreció el costo final que se pagó por los recursos que se obtuvieron de los inversionistas.

Adicional a lo anterior, centrándose en los bonos soberanos de Costa Rica, en el gráfico siguiente se observa como los bonos han presentado una tendencia estable a lo largo del tiempo y una disminución en los rendimientos en las fechas cercanas a la emisión. Únicamente durante el mes de diciembre se presentó un crecimiento en los rendimientos de los títulos situación que se normalizó a inicios del año 2015 y que fue una reacción generalizada para los bonos soberanos en Latinoamérica.

Rendimientos de los bonos externos de Costa Rica noviembre 2014- abril 2015



Fuente: Bloomberg

Varios elementos se tomaron en cuenta para determinar la fecha de salida al mercado entre ellos pueden mencionar: el viernes 6 de abril se presentarían las cifras de desempleo en Estados Unidos, prácticamente una semana después (16 de marzo) se tenía programada la reunión de la FOMC donde una vez más se estaba a la expectativa sobre los posibles cambios en la política monetaria reflejada en las tasas de interés, toda esta incertidumbre podría generar mayor volatilidad en los mercados internacionales y encarecer la colocación soberana de los títulos de Costa Rica, todo lo anterior influyó en la salida a colocar el 5 de marzo.

Por otra parte, a finales del mes de marzo se presentaba la Semana Santa en este periodo algunos inversionistas se encuentran de vacaciones, junio es un mal mes para la colocación internacional por vacaciones en USA y la próxima oportunidad de colocación que los bancos asesores veían era hasta Octubre o Noviembre 2015. Incluso se manejaba alguna información sobre la posible salida de algunos bonos

soberanos de otros países de la región: Panamá, Colombia, Perú, lo que generaría más competencia por los recursos de largo plazo. Dadas las necesidades de financiamiento que mantiene el Gobierno y posibilidad de aumentos en las tasas de interés no resultaba prudente esperarse casi hasta finales de año para realizarla.

Esta decisión sobre la fecha de colocación se puede considerar como acertada, ya que en los días de la colocación el spread de los bonos de Costa Rica reflejado en el (EMBI Costa Rica) fue el más bajo de los que llevamos del 2015, situándose en los 400 pb.

Por lo indicado en párrafos anteriores, la decisión de salir al mercado en el primer semestre se consideró como la mejor ventana de oportunidad en los mercados Internacionales de tal forma que se redujeran los costos de colocación para el país en un contexto de incertidumbre por el alza de las tasas internacionales y leve la recuperación económica de los Estados Unidos y el resto del mundo, por lo tanto, cuanto más pronto se hiciera en ese primer semestre sería mejor para desahogar el mercado doméstico y reducir la exposición al riesgo de mercado. Semanas antes de la colocación el nerviosismo que existía en la Eurozona por las negociaciones con Grecia, para evitar una posible salida de ese país de la eurozona volvían complicado el que Costa Rica saliera con una colocación largo plazo sin embargo antes de la colocación ya se vislumbraba la salida al problema entre la Eurozona y Grecia, además que el Banco Central Europeo presentaba los detalles del programa de compra de bonos lo cual debería de ayudar a la liquidez de los mercados.

Un día después de la emisión el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos se pronunció en cuanto a que el crecimiento del empleo estadounidense se había acelerado en febrero y la tasa de desocupación había bajado al mínimo en más de seis años y medio, de 5,5 por ciento, lo que representaba nuevas señales que podrían alentar a la Reserva Federal a considerar una subida de tasas de interés en junio. El número de las nóminas no agrícolas fue de 295,000 empleos creados en Febrero. La expectativa del mercado era 235,000, por ende, la tasa de la Letras del Tesoro a 30

años (UST30) subió con respecto a la que se logró fijar en la emisión costarricense, lo que hubiera repercutido en el rendimiento de la colocación.

Aunado a esto, la adecuada elección del momento para realizar la colocación también fue externada por expertos del Banco HSBC, quienes informaron el 06 de marzo, un día después de la colocación, que el tiempo de salida al mercado fue excelente, indicando que el “Treasuries” o Letras del Tesoro a 30 años estaba en 2.84% (+13bps respecto al día anterior). Los 2044s se ubicaban el 06 de marzo con un precio de 99.50 (un punto porcentual por debajo de los niveles de apertura del día anterior), para un yield y un spread de 7.04% (+9bps aprox.) y 422bps (-5bps) respectivamente. Señalaron que claramente el país tuvo un excelente “timing” de salida al mercado, independientemente de los movimientos posteriores del “Treasury”, quedó conforme con la nueva operación.

IV. 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.

Un bono de tamaño “benchmark” provee liquidez en el mercado secundario y atrae a un universo de inversores más grandes. Existen inversores que tienen el mandato de invertir en solo transacciones de un tamaño mínimo, así que eso les permitía participar en la transacción. Adicionalmente, el tamaño “benchmark” implica que el bono esté incluido en el índice EMBI lo que genera demanda adicional dado que hay una gran cantidad de inversionistas que tienen como mandato seguir al índice, eso generaba una demanda adicional que ayudaba a la fijación del precio.

La decisión de la emisión de US\$ 1.000 millones tiene que ver con varios aspectos técnicos y estratégicos que se consideraron para el mayor beneficio de la

República, reducir el riesgo de refinanciamiento que consiste en la posibilidad de no poder colocar a su vencimiento nuevamente los recursos o colocarlos a tasas mayores a las que existen actualmente, esto en definitiva perjudicaría la posición financiera del Gobierno, incrementando el pago por intereses, otro elemento que es de mucha importancia y que se consideró para esta decisión fue la intención de generar una mayor cantidad de puntos de referencia que permitiera mejorar la curva de rendimientos, siempre buscando una generación de precios de futuras colocaciones basados en consideraciones técnicas y financieras.

En esta ocasión se determinó que de acuerdo a la estrategia de endeudamiento del Ministerio de Hacienda, y el Banco estructurador, lo ideal era emitir en un solo tracto con el fin de no concentrar los pagos en una fecha focal muy cercana, adicionalmente, buscar plazos que ayudaran en la formación de la curva de rendimientos que sirva como parámetro de referencia para futuras colocaciones.

V. Plazo de la Colocación

La confianza del inversionista es un proceso que se va construyendo paulatinamente. Las referencias creadas con emisiones a 10 y 30 años realizadas anteriormente, propiciaban optar por un plazo a 30 años, este plazo es muy bien aceptado en los mercados internacionales y para el caso de Costa Rica ejemplifica la confianza que se tiene en la economía nacional pese a los recientes cambios en las calificaciones de riesgo.

Con esto, además de alargar los vencimientos de deuda soberana se confirma que la estrategia seguida por Costa Rica, en este retorno a los mercados internacionales, fue la correcta al ganar la confianza del inversionista. Recordemos que las emisiones a 30 años usualmente están reservadas para inversionistas con grado de inversión y a pesar de que el país no dispone de ese calificativo, se logró la operación de largo plazo.

Este plazo de colocación a 30 años no solo era una buena estrategia por las tasas históricamente bajas que se presentan en los mercados internacionales, sino que además se disminuía sustancialmente el riesgo de refinanciamiento que es propio de las emisiones de plazos menores, esto a pesar del mayor efecto en el corto plazo que se presenta en el déficit fiscal por el mayor pago en tasas de interés. Como resultado final se determinó la conveniencia de optar por una reducción del riesgo de refinanciamiento y optar por el largo plazo, previendo adicionalmente que esta sería la última colocación autorizada y que no se cuenta con certeza de la aprobación de las reformas fiscales propuestas.

Conocedores de que persistía un apetito importante para las inversiones de muy largo plazo es que, en conjunto con la recomendación de los bancos, las condiciones financieras internacionales y los beneficios de alargar el perfil de vencimientos, se consideró muy propicio la colocación a 30 años.

VI. Determinación del precio

Para esta ocasión el “Roadshow”, evento que consiste en llevar una acción de marketing a distintos puntos geográficos con el fin de propiciar un acercamiento a los inversionistas y captar las condiciones en que estarían dispuestos a invertir en el país, no fue posible de realizar por varios motivos; primero, no se contaba con información nueva para presentar al inversionista, no se habían presentado ante la Asamblea Legislativa los proyectos de reforma fiscal que propicien mejoras en la actual condición fiscal; segundo, se debía aprovechar la coyuntura económica mostrada por lo que resultaba más beneficioso hacer la colocación con mayor rapidez de lo que hubiera conseguido de optar por el “roadshow”. Adicional a lo anterior y según el Banco colocador el “roadshow” no tiene implicaciones de peso en la determinación del rendimiento sino que contribuye a mantener y mejorar en el tiempo la relación con los inversionistas. Como resultado de la ausencia de ese evento, el proceso de colocación se realizó de una forma muy intensiva durante el día 05 de marzo.

El primer anuncio de la operación lo llevó a cabo el Banco colocador a las 8:00 a.m. hora de Nueva York, con el fin de aprovechar la recepción de ofertas de países

Europeos, particularmente del mercado de Londres. El libro se mantuvo abierto por dos horas y la asignación finalizó a las 4:00 p.m. hora de New York. Es relevante mencionar que al finalizar el proceso de colocación se había recibido ofertas que estaban muy cercanas a las 3.6 veces y durante la operación llegaron a ser hasta 4.5 veces, lo que confirma la buena imagen del país percibida por los inversionistas y su disposición de invertir en la República.

El ejercicio de determinación del precio de la nueva emisión, se basó principalmente alrededor del rendimiento secundario del bono 2044, el cual era un indicador del precio del riesgo país, debido no solo a que se emitió recientemente, sino también porque su volumen y liquidez debía reflejar la prima de riesgo que exigen los inversionistas ante la exposición del riesgo Costa Rica. Adicionalmente, en el mercado doméstico no existen referencias adecuadas para poder utilizar confiablemente en la comparación de precios, debido a que la serie de más plazo llega tan solo al 2033 y no tienen un volumen ni un mercado secundario tan robusto. El adecuado balance entre un precio que satisfaga los intereses del Gobierno pero que no haga incurrir en pérdidas a los inversionistas es una labor de la mayor importancia.

El siguiente gráfico muestra los rendimientos tanto del bono CR44 como del Tesoro de los Estados Unidos a 30 años (tasa interpolada a ese plazo Interpolated) del 1 de enero al 12 de marzo del 2015. Por otra parte, en promedio para ese mismo periodo el spread era de 458.48 pb. Esto significa que por la colocación CR2044, se estaba valorando una prima de aproximadamente 459 puntos base (esta prima había llegado a finales del Enero 2015 a casi 500 pb.), a lo cual habría que sumarle el costo de la prima por un año adicional que podría estar rondando entre los 10 y 15 pb. Con base en esta información se había estimado un rendimiento total que podría rondar entre 7.35 % y 7.40 %.

Spread Costa Rica 2044 Vs Bonos del tesoro estadounidense a 30 años Setiembre 2014- marzo 2015



Fuente Bloomberg

Nota: La letra del Tesoro 30 años corresponde a la interpolación que realiza bloomberg.

La primera referencia de precio (initial price thought) el día de inicio de la transacción fue Treasury + 462.5 pb lo que significa un rango rendimiento cercano a 7.35%. Posteriormente y conforme las ofertas de compra fueron aumentando la referencia de precio se restringió a un rango entre T+440pb y T+450pb. Sin embargo, la sensibilidad de los inversionistas a la posibilidad de un rendimiento de T+440 pb fue bastante alta y el libro de órdenes perdió cerca de US\$700 millones y no se consideró prudente seguir ajustando el precio para un rendimiento total por debajo de 7.15% cerrando la negociación en T+445 pb.

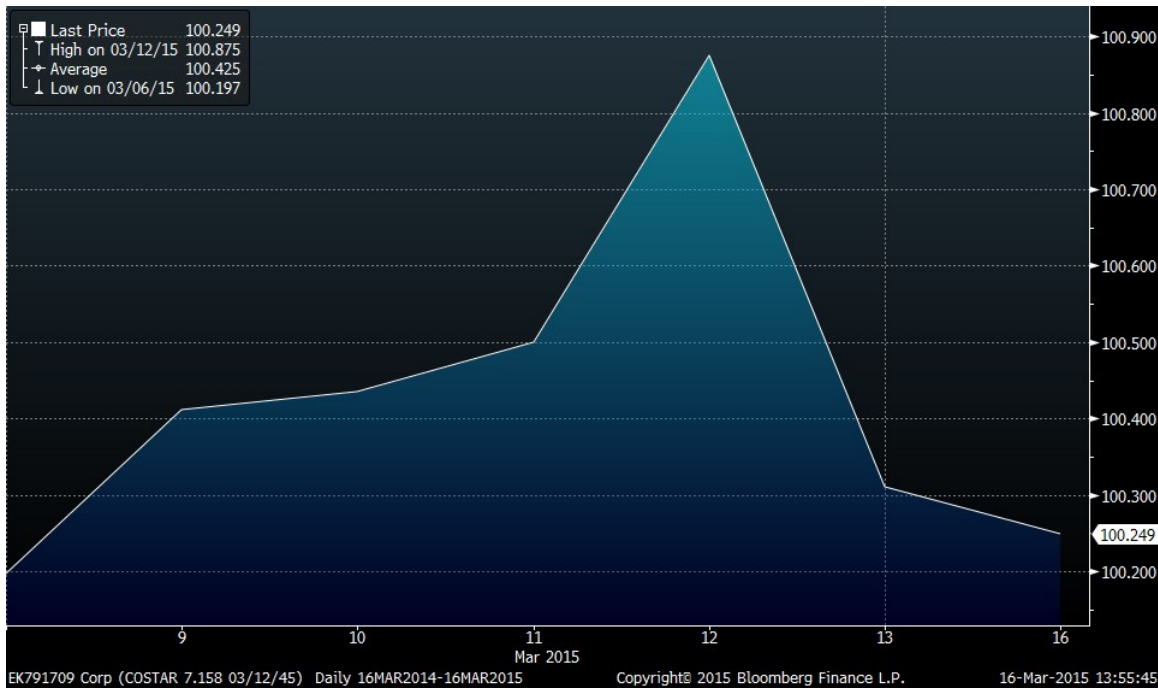
La tasa de colocación para el CR45 (Costa Rica con vencimiento en el 2045) finalmente pactada fue de 7,158%, tasa razonable conforme a las condiciones internacionales, que se reflejaban en los rendimientos de CR44 y T30 y las condiciones financieras vigentes para el país en los mercados internacionales. Especial atención debe tenerse con el hecho de que el país en el transcurso del año desde la emisión del 2014 perdió su calificación de crédito como grado de inversión que había otorgado Moody's y la agencia de calificación crediticia Fitch cambio su perspectiva sobre el riesgo del país de estable a negativa, elementos que junto al retraso en la presentación de las reformas fiscales venía incidiendo en el rendimiento

de los valores soberanos de Costa Rica, pero que fueron adecuadamente atenuados con una buena elección sobre el momento de la colocación y permitieron colocar tan solo 15 pb por encima de la colocación del 2014 .

Con el fin de ahondar en la explicación sobre la determinación de la tasa de interés para las nuevas colocaciones, 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 significaría que los inversionistas perdieron capital con la inversión, situación que podría repercutir negativamente en futuras operaciones de emisión del país y llevar a posiciones de venta que se reflejaría en precios menores y por tanto la exigencia de mayores rendimientos.

Luego de la colocación (CR45), tal y como se muestra en la siguiente gráfica el precio, en los siguientes 4 días, permaneció bastante estable cercano a 100, esta situación demuestra que el precio de asignación final fue adecuado y cumplió plenamente con los intereses del emisor y la contraparte inversionista, logrando un precio justo para las partes. Es importante destacar que por la duración del título leves movimientos en el rendimiento mueve de forma significativa el precio del activo.

Precio Costa Rica 2045 en los días posteriores a la colocación



Fuente: Bloomberg

Como sucede siempre en este tipo de operaciones financieras existen variables que se encuentran fuera del control de cualquier emisor, en este caso del Ministerio de Hacienda, variables exógenas que influyen en los rendimientos a nivel internacional y que impactan directamente el costo de cualquier colocación.

El momento de la colocación, tal y como se observa en el siguiente gráfico y a pesar de la incertidumbre sobre los acontecimientos a nivel internacional, mostrados en la inestabilidad de los bonos del Tesoro, fue uno de los puntos más bajos que mostraba ese instrumento.

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 30 años Marzo 2014- marzo 2015



Fuente: Bloomberg

La disminución en el riesgo país de los mercados emergentes, favorecía el momento de emisión y el rendimiento de asignación. El Índice de Bonos de Mercados Emergentes, disminuía desde los 540 p.b hasta los 495 p.b entre el 24 de febrero del 2015 y el 5 de marzo, tal y como se muestra en el siguiente gráfico donde se establece el comportamiento del Emerging Market Index (EMBI).

Índice EMBI Soberano para Latinoamérica Marzo 2014- marzo 2015



Fuente: Bloomberg

La siguiente tabla refleja un resumen de algunos países comparables y los rendimientos de emisiones existentes al momento de la colocación.

Aunque fueron reducidas las operaciones latinoamericanas recientes en plazos de 30 años, eran un buen indicador para comparar los resultados de la operación.

País	Monto Emisión	Vencimiento	Cupón	Rendimiento al 03/05/2015	Fitch	Moody's	S&P
Costa Rica	1.000.000.000,00	04/04/2044	7,00	6,979	BB+	Ba1	BB
El Salvador	653.500.000,00	01/02/2041	7,75	7,076	BB-	Ba3	B+
Panamá	750.000.000,00	29/04/2053	4,3	4,601	BBB	Baa2	BBB
República Dominicana	1.500.000.000,00	27/01/2045	6,85	6,36	B+	B1	B+

Fuente: Bloomberg

De las anteriores destaca la emisión realizada por República Dominicana en el mes de enero, la cual consiguió una tasa menor a la de Costa Rica por contar con mejores

indicadores económicos (crecimiento real de 7.1% para el 2014 y una proyección de 6% para el 2015, una perspectiva positiva en su calificación de riesgo y una inflación menor al 2%).

Es importante reiterar que las condiciones actuales de los mercados financieros internacionales eran propicias para la colocación de deuda soberana, particularmente para países como Costa Rica, que tienen varios años de estabilidad de precios, y la mayoría de sus variables macroeconómicas son positivas, esta percepción de estabilidad es compartida por los inversionistas internacionales.

Por otra parte un 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 dé una solución de largo plazo a la sostenibilidad financiera del Gobierno. Este elemento igualmente ha sido resaltado por las calificadoras de riesgo como un aspecto a resolver y que incide en el riesgo crediticio de la República, lo que le impide obtener fondos en condiciones más favorables.

Finalmente, como parte de los resultados positivos de esta colocación, se puede mencionar el reconocimiento a nivel internacional de Costa Rica como emisor recurrente en los mercados, este ambiente positivo lo cual da una señal importante a los inversionistas internacionales sobre la bursatilidad y confianza de nuestras emisiones.

Resultados de la colocación

I. Resultados Generales

La colocación que se realizó en marzo 2015 se logró en corto tiempo y a una tasa que refleja la situación actual de la economía, las expectativas de incremento en las tasas de interés y la condición aún latente en el mercado de tasas de interés históricamente inferiores, así como la pérdida del grado de inversión por parte de la calificadora de riesgo Moody's hacia Costa Rica.

Estas colaciones tienen un efecto importante para la composición del portafolio de deuda del Gobierno por cuanto, se incrementa el plazo de la deuda externa bonificada. Para octubre del 2012 la tasa promedio ponderada de la deuda externa bonificada era 8,19% pasando en noviembre, luego de la primera colocación, a 5,94%, ya para abril del 2013 se situó en 5,35% y luego de la colocación del título en abril 2014 la tasa de promedio ponderada se situó en 5.77%, precisamente este último dato refleja la variación de las expectativas de las tasas que generó una tasa mayor de colocación para las emisiones que se realizaron luego del cambio de política monetaria en Estados Unidos. Con la colocación realizada en marzo del 2015 la tasa promedio ponderada de la deuda externa bonificada se situó en 6.10%, debido al aumento en la maduración promedio de la deuda, es decir al alargamiento del perfil de vencimientos lo cual conlleva un aumento en las tasas de interés pero una disminución en el riesgo de refinanciamiento. También es reflejo del aumento en el "spread" por riesgo crediticio de las emisiones de Costa Rica, situación generalizada también para los países emergentes ya que conforme la economía de los Estados Unidos se recupera, los capitales comienzan a exigir un mayor rendimiento para inversiones en esos países.

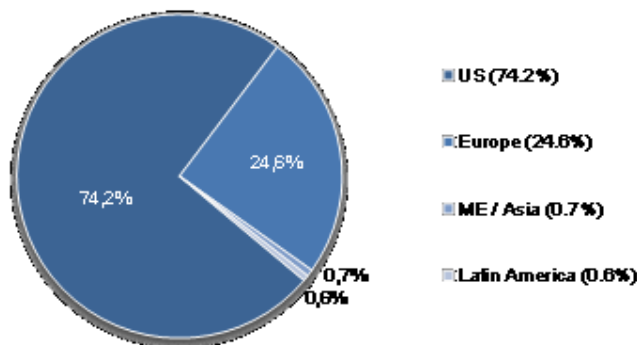
Los datos generales de la colocación se presentan en el Anexo No. 6.

1.1. Distribución geográfica

Al igual que en casos anteriores esta emisión obtuvo una muy buena acogida en diversos mercados tal y como se puede observar en el siguiente gráfico, destacando Estados Unidos, seguido por Europa y posteriormente por Asia y Latinoamérica. A pesar de la concentración en Estados Unidos, lo cual es usual en estas operaciones, especialmente por el plazo del vencimiento, se logró continuar diversificando la base de inversionistas y fuentes de financiamiento.

Uno de los elementos que se consideran positivos y llaman mucho la atención para esta nueva colocación, es que nuevamente se ha despertado el interés y la participación de inversionistas de mercados que no son típicos para emisores como Costa Rica, podemos mencionar por ejemplo agentes del mercado asiático y latinoamericano, este interés demuestra una vez más, el buen trabajo que se ha realizado posicionando a Costa Rica como una plaza interesante dentro de las emisores de países que tienen poca participación en los mercados internacionales, pero cuyas variables económicas y financieras sustentan una acogida positiva por parte de los inversionistas institucionales.

Distribución Geográfica por porcentaje de colocación



Fuente: Banco colocador

Estos esfuerzos por ampliar el interés de inversionistas de diversas áreas geográficas por las emisiones costarricenses, debe mantenerse de forma sostenida a lo largo del tiempo, ya que al ampliar el grupo de potenciales inversionistas se incrementa de forma significativa la demanda por posibles emisiones futuras lo que repercutirá de forma positiva en la formación de precios de referencia y los costos asociados a la colocación de emisiones.

Cabe señalar que no se consideró restricción alguna para la participación de los inversionistas locales, y se les asignó un 5% de la emisión, a diferencia de la colocación de abril 2014 en donde la participación fue nula.

La demanda por esta nueva emisión al cierre de la negociación tuvo un múltiplo de 3.5 a 1 (inclusive se llegó a 4.5) lo que refleja el interés por participar y lograr una asignación en esta emisión.

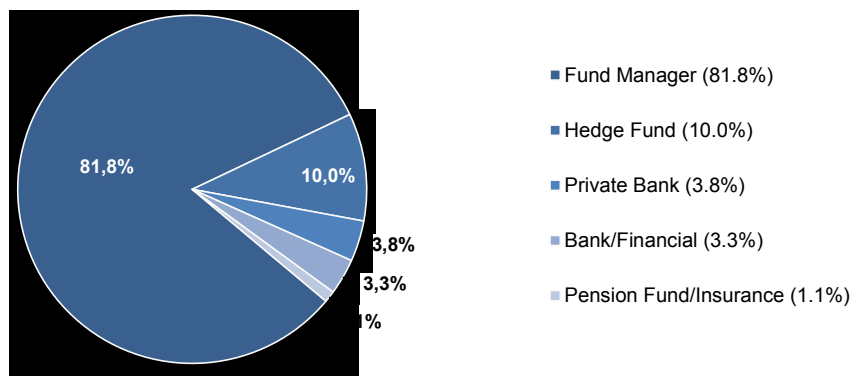
1.2. Distribución por tipo de inversionista

Otro aspecto relevante y que demuestra la confianza de los inversionistas internacionales es el elevado porcentaje de participación y asignación de Administradoras 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. Para esta emisión se contó con más de 210 inversionistas y de estos unos 15 era inversionistas institucionales con órdenes sobre los \$ 50 millones.

Por otro lado, se mantuvo la estrategia de asignar parte de las emisiones 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, la razón primordial es buscar que mediante el mercado secundario se de una adecuada formación de precios que sirva de referencia para futuras emisiones.

La asignación a inversionistas de Gestores de Fondos y Fondos de Cobertura, alcanzó un 81.8% y 10% respectivamente. El restante 18.8%, se asignó a Bancos, Aseguradoras- Fondos de Pensión e inversionistas individuales.

Distribución Geográfica por porcentaje de colocación

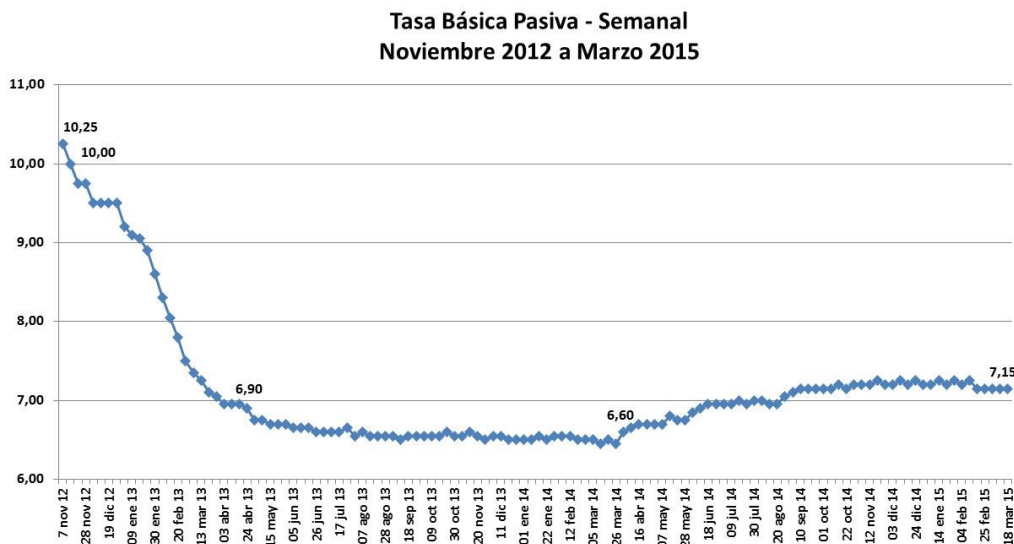


Fuente: Banco colocador

1.3. Impacto en el Mercado Doméstico

La idea de captar en el mercado internacional tiene como objetivo reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento y aprovechar las condiciones internacionales de costo de los recursos. Precisamente con las colocaciones internacionales realizadas en noviembre 2012, abril 2013 y abril 2014 se ha observado una baja en las tasas de interés, particularmente después de la primera emisión y la estabilidad de las mismas tasas, durante la segunda y tercera emisión, tal y como se observa en el siguiente gráfico. Era de esperar que como resultado de las búsqueda de recursos por parte del Gobierno en el exterior y al generar una menor competencia de recursos financieros a lo interno, durante estos dos años se observó en primera instancia una reducción significativa y sostenida en la

tasa básica pasiva para luego continuar con la poca presión sobre las tasas de interés internas y consecuente estabilización durante el 2013 y el I trimestre del 2014, sin embargo, a partir del segundo trimestre 2014 los inversionistas empezaron a generar presión por un incremento en las tasas domésticas. Durante el año y hasta la fecha, uno de los temas más discutidos por los analistas de los mercados financieros ha sido el momento en que la Reserva Federal de Estados Unidos tomara medidas para subir las tasas de interés del mercado, situación que incide en que los inversionistas se refugien en instrumentos de corto plazo. Al final de 2014 la presión de tasas se tradujo en un incremento en la tasa básica pasiva de aproximadamente 70 puntos básicos, al compararla con la del cierre a diciembre 2013, por lo que resultaba sumamente importante volver a desahogar el mercado doméstico hasta tanto no se cuente con una solución estructural al problema fiscal, de forma tal que se logre controlar la presión al alza en las tasas de interés.



A partir de junio 2013, los rendimientos de la emisión local con vencimientos en 10 años, presentaron un incremento de cerca de 200 puntos base, dados los movimientos de tasas internacionales y especialmente las necesidades de financiamiento del Gobierno. Posterior a esto y ante la colocación de abril 2014 las tasas se mantuvieron estables con un leve incremento durante el 2014, no obstante,

este rendimiento se encuentra aproximadamente 200 puntos básicos por debajo de los niveles observados antes de la primera colocación de eurobonos realizada en el año 2012.

Es de esperar que a partir de esta última captación internacional autorizada por la Ley No. 9070 las tasas internas no sufran incrementos durante el presente año, ya que las necesidades de financiamiento del Gobierno y su participación en la emisión de títulos de deuda en el mercado doméstico se podrán absorber con la demanda interna de fondos de pensión y otros inversionistas institucionales. Según el gráfico anterior, posterior a la fecha de emisión los rendimientos de mercado se han mostrado estables.

De hecho posterior a la colocación se han visto disminuciones en la TPM que pasó de 4.75% a 4.50% y de la tasa básica pasiva que paso de 7.15% a 7.10%.

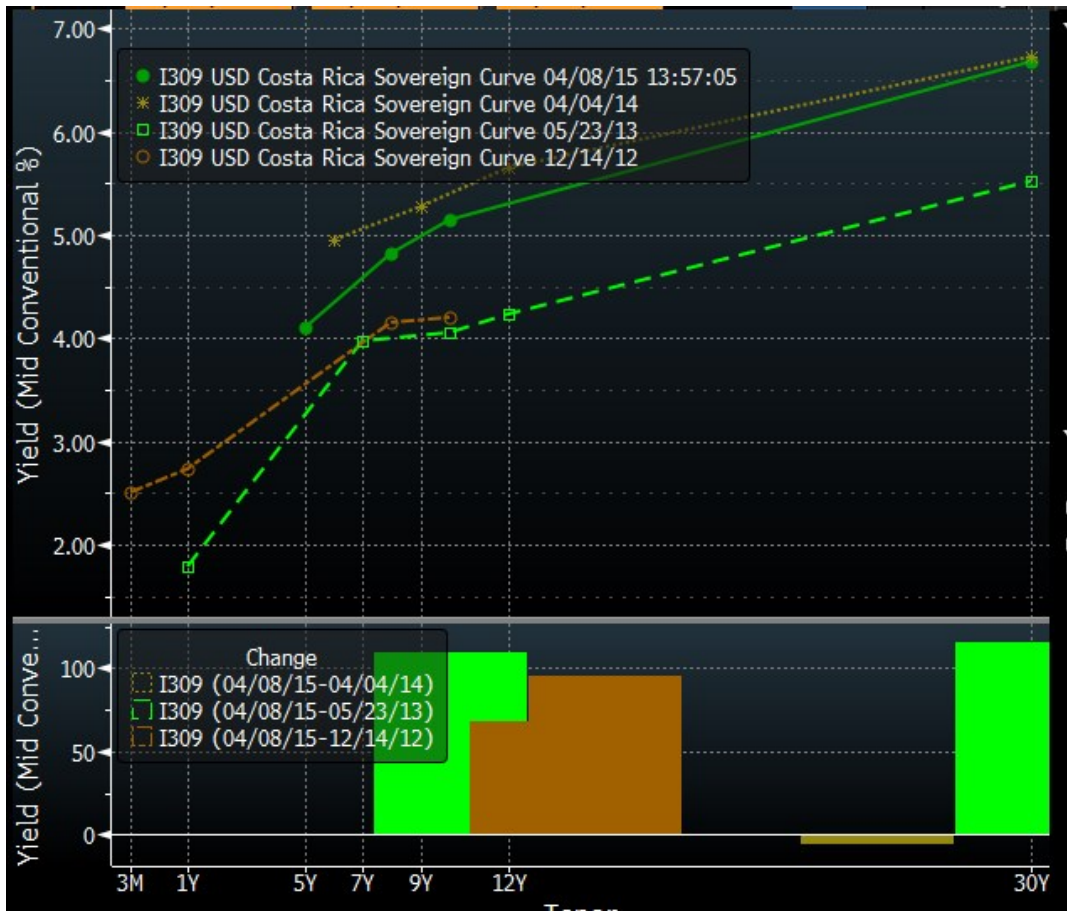
1.4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional

La reducida participación de Costa Rica en los mercados internacionales antes del año 2012 generó características poco deseables para la curva de rendimiento, en primera instancia la poca cantidad de puntos de referencia y la poca liquidez de la misma condiciona su bursatilidad, por ejemplo, para inicios del año 2014 solo existían dos emisiones vigentes en los mercados internacionales, el bde14 que venció en marzo del 2014 y el bde20 que por su alto cupón dificulta su participación en el mercado secundario y la correcta formación de su precio. Aunado a el cupón del título, otra dificultad que se presenta es una economía como la costarricense, la cual ha logrado mantener bajo control la inflación lo que propicia poca negociación de los títulos valores y consecuentemente limitar de forma significativa la formación adecuada de los precios de las emisiones y la extrapolación de los mismos a plazos mayores.

Todos estos factores tienen implicaciones sobre diversos temas o indicadores, por ejemplo, a continuación se muestra el gráfico donde se compara la evolución de la curva de rendimientos de Costa Rica antes y luego de cada una de las colocaciones internacionales, y se observa cómo se logró con el paso del tiempo una curva de rendimientos más robusta no solo en plazo si no también en la valoración de precio, especialmente después de que la serie menor liquida con vencimiento al 2020 se alineara con las referencias más actuales y sólidas.

La anterior, más allá del nivel en el que se ubica la curva, facilitará la toma de decisiones sobre nuevas emisiones tanto del Gobierno como cuasi-soberanos (ICE y Bancos Estatales) y permitirá la valoración de nuevas operaciones para reestructurar la deuda existente.

Comparación curva soberana de Costa Rica antes y después de las emisiones realizadas



Fuente: Bloomberg

Adicionalmente, se puede mencionar que la colocación de títulos realizada en Marzo del 2015 fue recibida por los mercados internacionales de forma muy favorable y sin mayores sobresaltos, esto se puede notar en la estabilidad relativa que presentaron los precios de los títulos de Costa Rica colocados en los mercados internacionales.

Al finalizar las emisiones cuya autorización estaba contenida en la Ley N° 9070, se puede mencionar que con la información disponible a ese momento la coyuntura para salir a buscar financiamiento a los mercados internacionales no pudo ser mejor, las tasas excepcionalmente bajas permitieron a Costa Rica acceder a un financiamiento “barato” con plazos a los cuales el país nunca había tenido posibilidad.

En resumen, se puede afirmar que a raíz de las colocaciones externas se crearon mejores referencias de precios, puntos sólidos 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

Los beneficios fiscales se reflejan, por la oportunidad de anticipación a los posibles incrementos en las tasas de interés y consecuentemente en la disminución del costo financiero de la deuda. La posibilidad de una subida de tipos de interés en EEUU, conforme su economía se recupere, ha mantenido a los mercados financieros globales pendientes. Según los actores en los mercados, la Fed en su comunicado del 18 de marzo del 2015, eliminó la referencia a ser “paciente” al momento de determinar cuándo iniciará el alza de tasas de interés, especialmente por lo robusto del dato de empleos en USA. Muchas de las mayores firmas de Wall Street están cada vez más convencidas de que la Fed subirá sus tasas de interés en junio, después de que un sólido reporte de empleo de febrero apuntó a un crecimiento

económico sostenido y mostró la menor tasa de desempleo en seis años y medio. Dichas expectativas de aumento en las tasas se vieron fortalecidas durante el inicio del 2015 por las mejoras observadas en la economía estadounidense, por lo que, al momento de hacer la colocación se aprovecharon las tasas de interés que todavía se encontraban bajas.

Se espera que de presentarse un aumento en las tasas de interés en los Estados Unidos, la tasa de Interés actual de la Reserva Federal aumente del 0.25% a 0.80%, según la encuesta mensual de tasa de interés realizada por Bloomberg. Por lo que de realizar la emisión en algún otro momento del año, se corría el riesgo de enfrentarse a tasas de interés hasta 0.55% más altas.

Por otro lado de no haber realizado la colocación en el mercado externo se habría tenido que presionar el mercado doméstico para conseguir los recursos y tomando como ejemplo lo vivido en el año 2012 antes de la primera colocación de eurobonos, se podría experimentar un aumento en las tasas de interés internas, debido a la presión creada por el gobierno en el mercado para conseguir los recursos. En aquel momento la tasa básica pasiva llegó a niveles cercanos al 12%. Si no se hubiera salido al mercado internacional es muy probable que las tasas locales hubieran sufrido un aumento por la presión que el gobierno tendría por conseguir recursos.

Expuesto lo anterior se puede afirmar que el gobierno al salir a colocar en el momento en que lo hizo y en mercados internacionales escogió la alternativa menos costosa generando un ahorro al escoger tasas internacionales más bajas y evitar presionar las tasas internas al alza.

Luego de la colocación del bde45 el costo financiero se sitúa 6.10%, tasa superior al costo ponderado de la deuda posterior a la colocación de abril 2014, en donde alcanzó 5.77%. Este leve incremento, es producto de mantener la extensión de plazos a 30 años y la prima por el riesgo del inversionista para invertir en el país. Tal y como lo señalan las calificadoras de riesgo, este riesgo es producto del continuo desmejoramiento de los índices de endeudamiento desde el año 2009, y la dificultad

del país para aprobar legislación para reducir el alto déficit fiscal y limitar el incremento de la carga de la deuda.

Aunque la liquidez del mercado local ha contribuido a dotar de recursos al Gobierno, , es difícil asegurar que éste pudiese suministrar la totalidad de esas necesidades eso en primera instancia, seguido por una fuerte presión sobre las tasas de interés internas ante la competencia por la obtención de esos recursos. La sostenida estabilidad en las tasas de interés, de forma que no tiendan al alza, aunque difícil de cuantificar, beneficia al ahorro en las finanzas del estado.

La tasa de colocación de los US\$1.000,0 millones fue de 7.158% a 30 años. Por su parte si el Gobierno tuviese que salir al mercado a captar la misma cantidad de recursos a las tasas locales la tasa de interés sería mucho mayor. Como referencia de títulos de largo plazo en el mercado local esta serie G210335 con vencimiento en el 2035 que en sus últimas negociaciones ha tenido tasas cercanas al 11.27%.

Todo esto ayuda a detener la presión al alza que se ha presentado en los últimos meses, esta situación beneficia las el ahorro en las finanzas del estado, aunque este dato es complicado de cuantificar.

La sostenida estabilidad en las tasas de interés, de forma que no tiendan al alza, aunque difícil de cuantificar, también representa un ahorro en las finanzas del Gobierno.

II. La percepción de especialistas

Luego de las cuatro exitosas colocaciones efectuadas en los años 2012, 2013, 2014 y 2015 las expectativas de los especialistas eran las mismas, el tema que más se mencionaba era el plazo y tasa de colocación y en general podemos mencionar que los especialistas quedaron satisfechos con los resultados obtenidos en el proceso de colocación.

Pese a que el nuevo bono de deuda externa de Costa Rica pagará una tasa de interés 7,158%, 15,8 puntos básicos más al compararlo con el emitido en el 2014 a un plazo de 30 años, este incremento se debe a las condiciones económicas internacionales, principalmente al aumento en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que es el instrumento de referencia para bonos soberanos de economías como la costarricense. Si tomamos en cuenta que para esta colocación se perdió el grado de inversión otorgado por la calificadora de riesgo Moody's, y que, al carecer del grado de inversión se esperaba un aumento en la tasa de rendimiento solicitada por los inversionistas, es un logro importante que la tasa de esta colocación sea solo 15.8 puntos bases mayor a la colocación realizada en el 2014.

El periódico la Nación, señala en 05 de marzo, que “Pese a que había expectativa de que el eurobono recibiera un castigo, debido a la degradación de la calificación de Moody's, el rendimiento de 7,35% fue catalogado como razonable por especialistas locales.”. Ese mismo periódico adiciona, “Me sorprende la emisión a 30 años, pero en el sentido positivo ya que colocar a ese plazo es difícil y el rendimiento ofrecido no es alto”, comentó Douglas Montero, analista de mercados internacionales.

Orlando Soto, Gerente General de Grupo ACOBO, señaló el 05 de marzo que “la curva soberana de Costa Rica en bonos de deuda externa muestra un bono al 2044 con un rendimiento de 6.879% con 442 punto base por encima del tesoro, así que esta nueva emisión puede andar rondando un cupón entre 7.25% y 7.35%”.

Nótese que durante el día de la negociación los especialistas consideraban como un buen rendimiento entre un 7.25% y 7.35% no obstante, al final de las negociaciones el rendimiento final obtenido fue menor al que anunciaba el medio de comunicación y se llegó a una tasa mucho inferior a la esperada por el medio, siendo de 7.15%.

Según el Financiero del 05 de marzo 2015, “Douglas Montero, analista de mercados internacionales, afirma que efectivamente el margen sobre los bonos del Tesoro es mayor y eso refleja que el mercado percibe a Costa Rica con más riesgo, pero que al comparar las tasas de los bonos la diferencia no es excesiva, por lo que se puede concluir que el interés ofrecido fue razonable-“. Por su parte,” Antonio Pérez, director

comercial del puesto de bolsa Mercado de Valores, detalló que un factor que benefició a los nuevos bonos es que las tasas de interés ofrecidas por el Tesoro estadounidense están relativamente bajas, por lo que, a pesar de que el margen aumentara, la tasa ofrecida no se alejaría mucho de la que se empleó en el 2014.”

El medio Crhoy.com del 05 de marzo señaló que: “La emisión se ajustó a los costos actuales de la deuda costarricense, los que son más altos que hace unos meses, debido a varios factores como los señalamientos de calificadoras de riesgo, así como el comportamiento de la deuda en general”, comentó Hernán Varela, jefe de estrategia de la firma bursátil Aldesa.”

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

Lecciones aprendidas con la ley N° 9070

Bajo la ley N° 9070 se realizaron 4 emisiones. La primera de ellas, en el 2012 y a un plazo de 10 años, marco el retorno de Costa Rica a los mercados internacionales. La última emisión se había realizado en el 2004 cuando se colocó un bono a 10 años plazo que maduró en el 2014. Con este retorno a los mercados internacionales se trazó una estrategia enfocada al alargamiento de plazos. La primer colocación se realizó a 10 años para volver a ganar la confianza del inversionista, para la siguiente se dividió la emisión en dos plazos, logrando colocar \$500 millones a 10 años y \$500 millones a 30 años. Fue en esta emisión donde se comenzó a buscar el alargamiento de plazos. En la tercera y cuarta emisión realizadas en el 2014 y en el 2015 se logró colocar \$1000 millones a treinta años plazos, logrando el alargamiento de plazos que se había propuesto en la estrategia.

Con respecto a las rendimientos de las diferentes colocaciones se puede apreciar que ha habido un aumento de tasas en cada una de las colocaciones, debido en parte al deterioro de las finanzas públicas que han provocado que las calificadoras de riesgo degraden la nota y las perspectivas que le habían otorgado a Costa Rica; y en parte al aumento que han presentado las tasas de interés utilizadas como referencia internacional.

Si nos referimos al momento en el tiempo en el cual se realizaron las colocaciones podemos decir que fue el adecuado. Las emisiones se realizaron en los años donde las tasas de interés están por debajo de sus promedios históricos. Tres de ellas se llevaron a cabo contando con una calificación de grado de inversión, lo que permitió acezar a tasas menores y mayores plazos. Además de que los recursos obtenidos dieron espacio al mercado doméstico evitando presiones sobre las tasas de interés y brindando recursos bastantes necesarios para financiar el funcionamiento del aparato estatal.

Bonos internacionales emitidos bajo la ley N9070			
Año de vencimiento	Fecha de emisión	Tasa de colocación	Monto Emitido
2023	16/11/2012	4,250%	\$1000.000.000
2025	23/04/2013	4,375%	\$500.000.000
2043	23/04/2013	5,675%	\$500.000.000
2044	04/04/2014	7,000%	\$1000.000.000
2045	05/03/2015	7,158%	\$1000.000.000

Con la emisión realizada en el 2015 se colocaron los últimos \$1000 millones que permitía la ley N° 9070 y con ello se cierra, al menos hasta la aprobación de una nueva ley, el acceso a los mercados internacionales.

Estas colocaciones le dejaron al Ministerio de Hacienda muchas lecciones aprendidas y el conocimiento de que muchos de los procesos necesarios para llevar a cabo unas colocaciones internacionales se pueden mejorar. Entre las lecciones aprendidas y los procesos que se pueden mejorar destacan los siguientes:

1. El Ministerio de Hacienda tiene el personal y la capacidad técnica para llevar a cabo estos procesos.
2. La administración debe tener mayor flexibilidad en la ley para la contratación de servicios.
3. Los anuncios sobre los procesos de contratación anticipaban la salida al mercado y ponían en constante riesgo la operación haciéndola más vulnerable a la manipulación de precios.
4. Los procedimientos autorizados en la Ley deben adecuarse mejor a las mejores prácticas internacionales y más que concursos para las contrataciones el Ministerio de Hacienda debe constituir registros de elegibles de los oferentes de servicios y poder elegir discrecionalmente entre ellos, con base en las ofertas presentadas.
5. Las publicaciones internacionales tienen un efecto muy reducido sobre la participación de oferentes, por lo que se debería prescindir de ellas..

6. Todos los servicios asociados a la colocación internacional deberían ser exentos de impuestos, ya que los proveedores lo que hacen es incrementar sus cotizaciones para cubrirse de los impuestos aplicables y no es una práctica internacional la retención de impuestos sobre los servicios internacionales.
 7. Las operaciones del mercado internacional no deberían estar limitadas ni a un monto global ni a un monto máximo de cada colocación. Lo primero porque se anticipa el fin de las colocaciones y causan mayores presiones en el mercado doméstico al saber que el Gobierno deja de tener acceso al mercado internacional y lo segundo porque se desaprovechan oportunidades en el mercado al no poder realizar colocaciones mayores. Ejemplo de ello son países como República Dominicana con emisiones recientes por \$1.2 billones y México con \$ 4 billones. Se sugiere que la autorización de colocación este asociada a una proporción de las necesidades de financiamiento anual del presupuesto nacional y que no exista topes de colocación máxima.
 8. Se debe contar con flexibilidad para acompañar las colocaciones con operaciones de pasivos que permitan ir realizando administración de las emisiones anteriores, reestructurando el portafolio y reduciendo el riesgo de refinanciamiento, sin que los posibles aumentos en la deuda resultante de estas operaciones requiera autorizaciones adicionales.
 9. Toda la información de los procesos de colocación, debe ser confidencial hasta que se finalice la operación. Cualquier información previa puede llevar al Gobierno a tener que pagar mayores rendimientos si la información es utilizada por especuladores o se manipula el precio antes de la transacción.
-

Conclusiones

Costa Rica consiguió, con la emisión del bono con vencimiento al año 2045, un éxito destacable pues no solo se mantuvo activo como país con presencia en los mercados internacionales, sino que demostró la capacidad de sostener la confianza de los inversionistas, lo que refleja credibilidad en su transparencia y rendición de cuentas y en sus prácticas de política macroeconómica, a pesar de los retos que enfrenta en materia fiscal.

Son pocos los países con condiciones crediticias similares a Costa Rica, que han podido colocar emisiones de un monto de \$1.000 millones, y a un plazo de 30 años al vencimiento.

La tasa de colocación del bono de Costa Rica con vencimiento al año 2045 fue un 7,158%, misma que responde a las ventajas dadas las circunstancias actuales en los mercados internacionales, por otra parte de haberse tratado de colocar un monto de esa magnitud en el mercado interno, aparte de que en la práctica no habría sido posible hacerlo exclusivamente en dólares y en un plazo tan breve, habría producido una presión al alza sobre las tasas de interés internas, en moneda nacional y extranjera y, limitado en extremo el acceso a recursos financieros por parte de los restantes actores de la economía del país, con algunas consecuencias negativas para Costa Rica.

Además de la exposición de Costa Rica a retos que provienen del entorno económico internacional, y que tienen consecuencias sobre las condiciones en que las economías emergentes pueden obtener financiamiento internacional, el país tiene situaciones de su economía interna, como el déficit fiscal entre otras, que deben ser corregidas para mejorar sus estabilidad económica y sus condiciones de acceso a financiamiento.

Con el agotamiento de la autorización de emisiones internacionales que otorgó la ley No 9070, es recomendable hacer hincapié en que dados los beneficios obtenidos con esas colocaciones de bonos internacionales y las condiciones fiscales del país, resulta importante que el Ejecutivo, cuente con herramientas flexibles que le permitan continuar diversificando las fuentes de financiamiento, ampliar las bases de inversionistas, reducir la presión sobre la tasa de interés del mercado interno y disminuir el costo del servicio de la deuda, aprovechar las condiciones financieras internacionales que resultan favorables en cuanto a las bajas tasas de interés así como favorecer el alargamiento en los plazos de vencimiento de la deuda

Adicionalmente, fortalecer la presencia en los mercados internacionales con títulos de mayor liquidez y aprovechar cuando esté latente el apetito del inversionista extranjero por instrumentos costarricenses y deseo de migrar sus inversiones a mercados diferentes que les ofrecen una combinación interesante en cuanto al rendimiento y diversificación de riesgos.

Por otra parte, al disminuir las demandas de crédito internas del Gobierno, y la indudablemente baja en las tasas de interés locales beneficia las condiciones de financiamiento del sector privado e incentivo a la producción nacional.

Anexos

- Anexo 1: Acuerdo de Inicio de operaciones, DM -0060-2014
- Anexo 2: Bases para la selección y contratación del asesor legal internacional para el proceso de emisión de títulos valores
- Anexo 3: Bases para la selección y contratación de un banco colocador para el proceso de emisión de títulos valores
- Anexo 4: 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 5: Clausulas de Acción Colectiva
- Anexo 6: Características financieras finales de la colocación