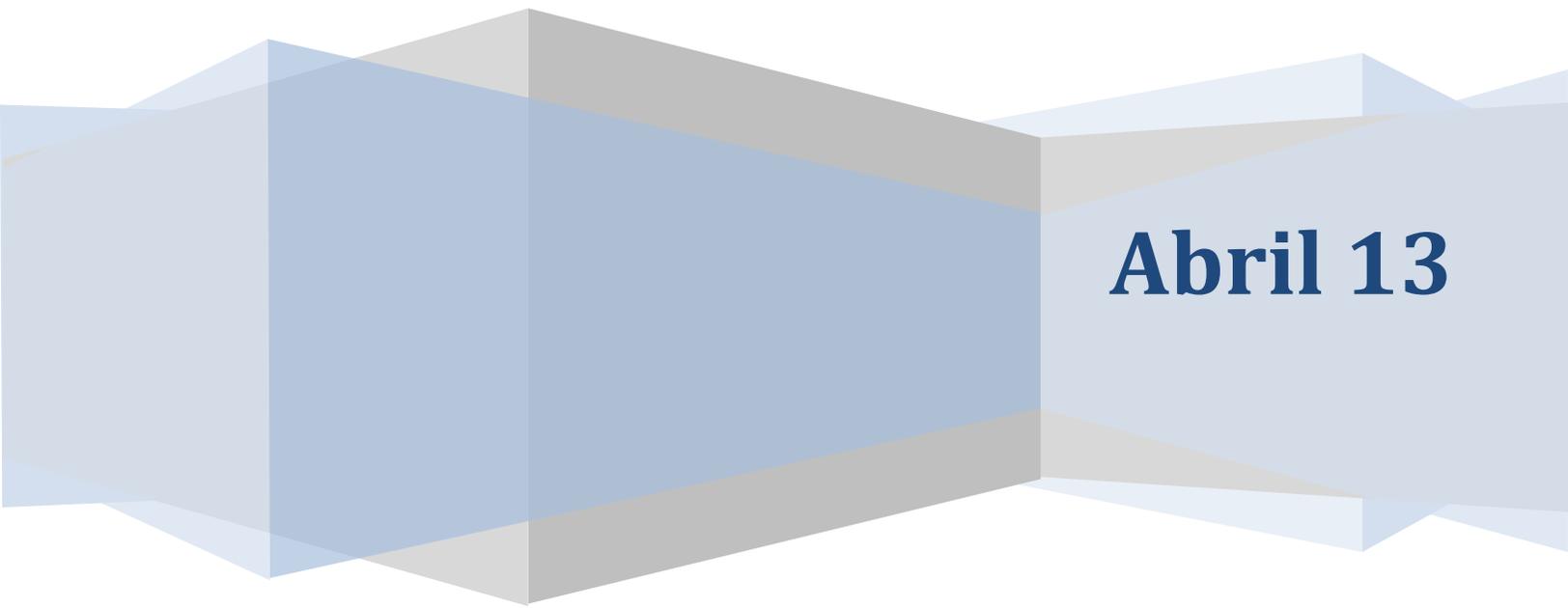


# **Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional**

**Ley N 9070**

Ministerio de Hacienda



**Abril 13**

## Tabla de contenido

<b>Introducción</b> .....	4
<b>Procesos de Contratación</b> .....	5
I.    Contratación del Asesor Legal Internacional.....	6
1.1.    Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	6
1.2.    Del proceso de contratación del asesor legal internacional. ....	9
1.3.    Selección final del Asesor Legal Internacional.....	11
II.   Contratación de los bancos colocadores.....	12
2.1.    Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	12
2.2.    Del proceso de selección y contratación de los bancos colocadores.....	15
2.3.    Selección final de los Bancos Colocadores .....	17
III.  Contratación de los servicios de calificación de riesgo .....	19
IV.  Contratación agente fiscal, de registro y de pago.....	19
4.1.    Definición de criterios y procedimientos de evaluación. ....	19
4.2.    Proceso de contratación de agente fiscal, de registro y de pago.....	21
V.   Costo de las contrataciones realizadas. ....	22
<b>Proceso de Emisión</b> .....	24
I.    Preparación de Documentación y Debida diligencia.....	24
II.   Definición de la fecha de salida al mercado .....	24
III.  Road Show .....	27
IV.  Racionalidad y determinación del Precio .....	28
V.   Determinación del monto a colocar.....	35
<b>Resultados de la colocación</b> .....	38
I.    Resultados Generales .....	38
1.1.    Distribución geográfica.....	38
1.2.    Distribución por tipo de inversionista .....	39
1.3.    Impacto en el Mercado Doméstico .....	40
1.4.    Revaloración de la curva de rendimiento internacional .....	42
1.5.    Beneficios fiscales.....	44
1.6.    La percepción de especialistas .....	45

Conclusiones .....	46
Lista de Anexos .....	48

# Introducción

---

Luego de la exitosa colocación realizada en el mes de noviembre del 2012 y como parte de la estrategia de mejora en el endeudamiento público, Costa Rica decide ingresar nuevamente en los mercados internacionales de deuda el 23 de Abril del 2013, en esta ocasión, se cambio la estrategia de colocación y se realizaron dos emisiones de US\$ 500 millones cada una y a diferentes plazos, con el fin de mejorar el perfil de vencimiento, disminuir el riesgo de refinanciamiento y aprovechar las bajas tasas de interés a largo plazo.

Los trámites de esta colocación al igual que en el caso precedente, se realizaron de una forma muy fluida y transparente, todo con la intención de ingresar a los mercados internacionales antes de que finalizara el mes de Abril, aprovechando el contexto internacional de tasas bajas y la evaluación internacional favorable para el país principalmente por dos aspectos, la calificación de riesgo y la exitosa colocación del mes de noviembre.

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

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

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

---

## Procesos de Contratación

---

El 06 de febrero del 2013 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<sup>a</sup> y Regulación S, con el fin de aprovechar la ventana de oportunidades que brindan los mercados internacionales y los resultados de la emisión realizada en noviembre del 2012.

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

Adicionalmente a lo establecido en la Ley, este Ministerio mediante Acuerdo No. DM-010-2013 (Anexo No. 1), firmado el 27 de febrero 2013, dispuso el procedimiento para la Selección y Contratación del Banco o Bancos Colocadores y demás Contrataciones, requeridas para la Emisión de Títulos Valores y/o la Operación de Administración de Pasivos en el Mercado Internacional. Dicho Acuerdo desarrolla el procedimiento para la selección y contratación del Banco o Bancos Colocadores según el artículo 6 de la Ley y las demás contrataciones que establece el artículo 7 de la misma.

Asimismo, mediante el mismo Acuerdo No. DM-010-2013, se constituyó la comisión, que refiere el artículo 6 según la Ley citada, conformada por el Ministro de Hacienda, Presidente del Banco Central de Costa Rica y el Ministro de Planificación Nacional y Política Económica, la cual se denominó “Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección” así como también fungiría como comisión para efectos del artículo 7. En este último caso, y para el caso de las

otras contrataciones referidas en el artículo 7 los miembros de la Comisión Ejecutiva podían designar a un representante.

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

Mauricio Arroyo: representante de la Tesorería Nacional.

Manrique Saenz Castegnaro: representante del despacho del señor ministro de Hacienda.

Jordi Pratt: Director de Crédito Público o en su ausencia el subdirector.

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

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

## **I. Contratación del Asesor Legal Internacional.**

Para que el Ministerio de Hacienda en representación del Poder Ejecutivo, pudiese dar inicio a este segundo 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 15 de febrero del presente año se reunió la Comisión Ejecutiva para discutir y aprobar las bases para la selección y contratación del asesor legal internacional y del banco colocador de conformidad con lo dispuesto en el artículo 7 de de la Ley N° 9070.

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

### **1.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.**

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, la comisión nombrada previamente por el Ministerio establecería los criterios mínimos y el procedimiento de evaluación para las contrataciones ahí indicadas, razón por la cual, el Comité Ejecutivo con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora,

procedió a establecer el procedimiento de evaluación y la ponderación asignada a cada criterio siguiendo la experiencia internacional, la experiencia en procesos anteriores de la nación y la experiencia de otros países de la región en esta materia.

A continuación se detallan los criterios establecidos para la selección del asesor legal internacional y su procedimiento de evaluación, las que también se pueden consultar en el Anexo No.2.

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

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

Para constatación del ítem anterior, las firmas legales internacionales estaban obligadas a constatar esta experiencia a través de la presentación en la oferta técnica de una descripción biográfica de la firma y detallar la experiencia que la misma ha tenido en procesos de emisión de títulos valores soberanos proporcionando una lista de las emisiones soberanas en las que ha participado para el periodo entre el 01 de enero 2009 y el 01 de Enero 2013.

Se consideró el periodo entre el 01 de enero 2009 y el 01 de Enero 2013, en virtud de que se quería contar con firmas que hayan tenido esta experiencia recientemente, ya que puede darse el caso de firmas con mucha experiencia en la materia pero que en los últimos años no han participado activamente en estos procesos y por ende no conocen los últimos cambios en la legislación ni las técnicas más recientes en el mercado internacional.

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

Debe incluirse una corta biografía (no más de dos páginas) de los abogados que participarán directamente en la transacción, junto con la descripción del papel que cada uno desempeñará en el proceso de emisión en el mercado internacionalla definición de la experiencia del equipo involucrado en la transacción como un criterio para selección también fue relevante, en virtud de que en algunos casos, puede que si bien la firma legal tenga amplia experiencia y reconocimientos en este tipo de transacciones, no necesariamente el equipo que vayan a asignar también lo tenga, ya sea porque ya no laboran para la firma los profesionales que han asignado con anterioridad o bien porque podrían estar asignados a otros proyectos. Por su importancia, en el documento de las Bases

se dejó claro, para que las firmas tuviesen el conocimiento de que este es un criterio que se estaría valorando y al cual se le asignó un puntaje importante.

c. Oferta económica.

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

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

a. Valoración de la oferta técnica.

La información a que se refirió la oferta técnica (puntos a y b anteriores) obtendrían una calificación máxima de 50% en la calificación global y consideraría la valoración de los apartados a y b que serían ponderados de la siguiente manera:

El punto a) tendrá un valor de 20% y su objetivo sería verificar la experiencia de las firmas en asesoría de emisores soberanos y en operaciones de administración de pasivos de soberanos tales como canjes, pagos anticipados o reestructuraciones entre otros. La firma que haya realizado la mayor cantidad de asesorías de emisores soberanos tendría un 20% y por relación lineal se asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente fórmula,  $\text{puntaje} = \frac{\text{Transacciones firma X}}{\text{Firma con mayor número de transacciones}} * 100$ .

En relación con el punto b), su objetivo fue la evaluación de la experiencia del equipo asignado directamente al proceso según su participación en asesoría de emisiones de deuda soberana para un total de 30%. Este puntaje fue distribuido de la siguiente forma: un 20% según la cantidad de los procesos en que cada miembro del equipo haya participado y el 10% restante fue asignado en el proceso de evaluación con base en la revisión de los demás atestados, la razonabilidad de la propuesta del equipo asignado e información aportada sobre el equipo de trabajo.

El objetivo de esta puntuación, fue que las firmas presentaran efectivamente una propuesta razonable del equipo que estaría directamente relacionado con la asesoría y no que incluyan una lista larga de funcionarios que no tienen definido

ni el rol, ni las responsabilidades que eventualmente estaría elevando los costos financieros de la propuesta.

b. Valoración de la oferta económica

Para efectos de valoración de la oferta económica, el total de la oferta presentada por las firmas se ordenaron del menor costo al mayor; luego de realizarse la sumatoria de total los componentes del costo y gastos incluidos; es decir, el menor costo obtendría una puntuación máxima, para las siguientes firmas se les aplicaría una relación lineal respecto de los puntos asignados a la firma ubicada en el puesto superior conforme a la siguiente fórmula (Honorarios más bajos/Honorarios de la Firma X) \* 100. Esta evaluación tendrá una calificación máxima de 50%.

### **1.2. Del proceso de contratación del asesor legal internacional.**

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley, se procedió el día 19 de Febrero del 2013, 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 y del Banco Central de Costa Rica el documento "Bases para la selección y contratación del asesor legal internacional que asistirá al Ministerio de Hacienda en el proceso para realizar una emisión de títulos valores en el mercado internacional".

Asimismo, ese mismo día se remitieron las invitaciones directas a doce firmas legales a participar en el concurso. Sobre este particular, es importante destacar que la Ley dispuso la invitación directa como facultativa, no obstante, en aras de promover la competencia y obtener condiciones más ventajosas para el país se procedió a realizar las invitaciones directas. Esto de conformidad con el inciso 2) de la Ley N°9070. Para estos efectos, se propusieron tres alternativas: a) utilizar Bloomberg para determinar mediante un ranking las 10 mejores firmas asesoras legales en el mercado de deuda, b) invitar nuevamente a las firmas que durante el proceso del año anterior había manifestado interés de participar, tomando en cuenta que las propuestas fueron razonables, c) se propuso realizar una combinación de los incisos a) y b) para obtener un calificación que permita identificar a los mejores candidatos para invitarlos directamente. Luego de realizar un análisis se determinó que varias de las firmas calificaban para la invitación directa por cualquiera de las dos vías, por lo cual se decidió considerar las primeras 6 firmas del ranking propuesto de firmas asesoras en el mercado de deuda obtenido de Bloomberg y completar la lista de 10 invitados con las firmas que participaron del proceso anterior.

Las firmas legales invitadas directamente fueron las siguientes:

- 1) White & Case LLP
- 2) Arnold & Porter
- 3) Linklaters LLP
- 4) Allen & Overy LLP
- 5) Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP
- 6) Greenberg Traurig, LLP
- 7) Hogan Lovells
- 8) Simpson Thacher & Bartlett LLP
- 9) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
- 10) Clifford Chance

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

- 1) Milkbank Tweed, Hadley & Mccloy LLP
- 2) Allen & Overy
- 3) Linklaters LLP
- 4) Hogan Lovells
- 5) Greenberg Traurig
- 6) Clifford Chance US LLP
- 7) Arnold & Porter

Es importante destacar que, de las doce firmas que se invitaron directamente únicamente siete firmas presentaron sus ofertas. Ahora bien, el día 22 de Febrero 2013 a las catorce horas y de conformidad con las Bases, se cerró el plazo establecido para la recepción de consultas., recibándose la documentación requerida en tiempo correspondiente a siete oferentes.

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

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 25 de Febrero se cerró el plazo para la recepción de ofertas y se inició con el proceso de selección y evaluación. No se recibieron ofertas de forma extemporánea.

### 1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional

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

Asesores Legales Internacionales	Experiencia de la firma en asesoría a emisiones de deuda soberana	Oferta Económica	Experiencia y razonabilidad del equipo que estará involucrado en la transacción	Calificación Final
Arnold & Porter	20%	29%	30,00%	79%
Allen & Overy	13%	41%	16,62%	71%
Hogan Lovells	0%	50%	7,67%	58%
Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP	6%	28%	23,20%	57%
Linklaters LLP	11%	29%	12,55%	53%
Greenberg Traurig LLP	0%	38%	8,76%	46%
Clifford Chance	7%	16%	8,52%	31%

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 enero del año 2013, en ese sentido, Arnold & Porter presentó 60 y 47 operaciones respectivamente, resultando con el puntaje más alto en ésta categoría. Por el contrario, la firma que obtuvo el puntaje más bajo fue Greenberg Traurig LLP, ya que no presentaron atestados para las variables que se necesitaban evaluar, con lo cual obtuvieron el porcentaje más bajo.

Respecto de la oferta económica, la firma Hogan Lovells fue la que obtuvo el mejor puntaje ya que su oferta fue la más baja \$ 82.500, en segundo lugar se situó Greenberg Traurig LLP esta firma envió una propuesta por \$ 110.000, en el otro extremo tenemos a Clifford Chance quien presentó una propuesta de \$ 260.000.

Para la categoría de experiencia y razonabilidad del equipo involucrado en la transacción se consideró la cantidad de miembros que estarían involucrados directamente en el proceso y además la claridad de los roles del equipo, variable que expresamente se solicitó aclarar en las bases de selección, experiencia en operaciones relevantes con Costa Rica y el nivel de educación. En ese sentido la firma legal que obtuvo el porcentaje más alto fue Arnold & Porter LLP, por cuanto los miembros que estarían involucrados directamente en la transacción tenían mucha más experiencia que los demás, además presentó una clara

descripción de los roles en los que cada uno participaría. Por su parte la firma que obtuvo el porcentaje más bajo en ésta categoría fue Hogan Lovells por cuanto no presentó una clara descripción de los roles y además fue el que menos experiencia tenía en procesos similares, por otra parte, Arnold and Porter LLP que presentó 79 asesorías profesionales en procesos similares.

Tal como se puede observar en la categoría de experiencia, la firma Arnold & Porter LLP obtuvo el resultado más alto. En cuanto a la valoración de la oferta económica, la firma que obtuvo el mejor resultado fue Hogan Lovells y respecto a la categoría de experiencia y razonabilidad del equipo, la firma que nuevamente obtuvo el resultado más alto fue Arnold & Porter LLP.

Así las cosas, al haber obtenido el mayor puntaje consistente en 79,46%; de conformidad con las Bases del Asesor Legal Internacional, se adjudicó el concurso a la firma Arnold & Porter, LLP, el 27 de febrero del 2013. 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-151-2013.

## **II. Contratación de los bancos colocadores.**

De conformidad con lo establecido en el artículo 6 de la Ley No. 9070, la Comisión Ejecutiva de Precalificación y Selección con el apoyo técnico de la Comisión Asesora, estableció los criterios para la selección de la mejor oferta, su ponderación y forma de evaluación, todo lo anterior conforme a las mejores prácticas del mercado a nivel internacional, la experiencia de procesos anteriores y la experiencia de otros países de la región. Lo anterior, quedo plasmado en el documento denominado “Selección y Contratación de un Banco Colocador para el proceso de Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional” del cual se adjunta copia 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

En la etapa de preselección se valoraría únicamente la información general remitida por cada participante, con un peso del 20% en la calificación global, la cual consistía en la valoración de la siguiente información:

- 1) Participación en Emisiones de deuda
- 2) Actividad y apoyo en el mercado secundario
- 3) Experiencia del equipo profesional directamente asignado a este proceso de colocación

Para la evaluación del primer punto, participación en Emisiones de deuda, se decidió considerar el número de emisiones de bonos para el período del 01 de enero del 2012 al 01 de enero del 2013, ponderándose el número de transacciones con un peso de 30% y el monto con un peso del 70%, del porcentaje asignado a esta categoría. Lo anterior por cuanto al ser esta operación de un volumen importante, se consideró relevante dar mayor puntuación a aquellos bancos con experiencia en grandes transacciones.

Para la evaluación de la actividad y apoyo en mercado secundario, se consideró el monto total de las transacciones en mercado secundario Latinoamericano y el Caribe, además, la volatilidad en el precio de emisiones de Latinoamérica y el Caribe.

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

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

Esta primera parte a la cual se le puede llamar calificación de atestados, permitió realizar un primer filtro para contar con los mejores bancos para este proceso. Como el fondo de la contratación es la oferta técnica, a ésta se le dio un valor del 75% y a la oferta económica se la asignó un 25%. Se consideró que la combinación anterior era la que permitía obtener las mejores condiciones tanto en la de oferta técnica, la económica y los atestados.

#### b. Etapa de Selección.

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

1. Propuesta de estructuración de la colocación internacional.
2. 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 obtuvo un peso máximo de sesenta (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 35%, experiencia del equipo de debt capital market y syndicate asignado al proceso de emisión 10%, estrategia de distribución y mercadeo para la presente emisión 20%, Estrategia de apoyo en el mercado secundario 20%, defensa oral de la oferta técnica 15%.

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 lo cual 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 abrió la posibilidad de acceder a una mayor base de inversionistas al contar con el portafolio de dos bancos 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. Del proceso de selección y contratación de los bancos colocadores.**

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 6 de la Ley N° 9070, y las bases del concurso, los días 05 y 06 de marzo 2013 se realizaron dos publicaciones internacionales en el Wall Street Journal invitando a todos aquellos bancos de inversión con una calificación de riesgo igual o mayor a A por S&P o Fitch o A2 por Moody's, interesados en participar en el concurso, para que accedieran las bases respectivas en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Adicionalmente, se realizaron las invitaciones directas el día 05 de marzo del 2013.

En relación a la invitación directa y a pesar de ser una decisión discrecional del Ministerio de Hacienda, se decidió seguir un proceso objetivo el cual consistió en invitar al menos 10 bancos. Con miras a hacer un proceso sumamente transparente la identificación de estos bancos se fundamentó en los reportes se estableció de acuerdo a dos criterios: a) las primeras 12 posiciones de emisión

de soberanos que provee Bloomberg, b) los siete bancos que presentaron oferta en el proceso anterior, una vez vista la lista que se obtuvo del Bloomberg y los bancos participantes en el proceso anterior, se observa que todos bancos que presentaron oferta se encuentran dentro de la lista de Bloomberg, de manera que se consideró invitar a los 12 bancos mejor posicionados según la lista de Bloomberg.

Se invitó a los 12 primeros bancos que aparecían en los ranking. Es importante aclarar que la invitación no le genera ningún beneficio al banco ya que se trata de un concurso abierto el cual salió publicado en el Wall Street Journal.

La lista de los bancos invitados directamente fue:

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

El día 13 de Marzo del 2013 a las quince horas y con quince minutos 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 nueve bancos:

- 1) Banco Credit Suisse
- 2) Banco Morgan Stanley
- 3) Banco Citi
- 4) Banco Barclays
- 5) Banco Deutsche Bank
- 6) Banco HSBC
- 7) RBC Capital Markets
- 8) Banco J.P. Morgan
- 9) Banco BNP Paribas

Se hace constar que no se recibieron ofertas de forma extemporáneas. Conforme lo indicado supra, dichos bancos participaron en un proceso de preselección, de conformidad con el artículo 6 inciso 5) de la Ley No. 9070, en el cual fueron valorados los siguientes aspectos:

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

La ponderación de estos criterios se encuentra en las bases para la selección del banco líder y se detallan en el Anexo No. 3.

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

En el proceso de preselección resultaron precalificados los siguientes bancos: J. P Morgan, Citigroup, Barclays, Deutsche Bank y HSBC. De conformidad con lo establecido en las Bases para la Selección y Contratación del Banco Colocador para el proceso de Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional, estos bancos fueron invitados a realizar la presentación oral de sus ofertas el día 20 de Marzo del 2013.

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 emisión.
3. Experiencia de los miembros del equipo asignado a la emisión.
4. Estrategia de seguimiento y de apoyo y comportamiento de las últimas colocaciones en el mercado secundario.
5. Defensa oral de la oferta técnica.

No se recibieron consultas.

### **2.3. Selección final de los Bancos Colocadores**

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

	Oferta Técnica	Oferta Económica	Total General
	<b>75,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>100,0%</b>
DEUSTCHE BANK	73,5%	25,0%	98,5%
BARCLAYS	72,8%	9,7%	82,5%
CITI	63,8%	9,7%	73,5%
HSBC	57,2%	16,1%	73,3%
JP MORGAN	60,7%	6,2%	66,9%

Tal como se estableció en la bases de selección y adjudicación para la categoría de Información General se consideraría la participación en mercado de deuda y la actividad y desempeño en mercado secundario, quien resulto mejor calificado fue Citigroup obteniendo 35,73% y 23,62% respectivamente, su calificación final de 80,80%. En la experiencia general en la participación en el mercado de deuda, el banco que presentó más experiencia fue Deutsche Bank.

Para la evaluación de la oferta técnica se consideraron las propuestas de estructuración, estrategias de distribución y mercadeo, experiencia del equipo de debt capital market, estrategias de apoyo en mercado secundario y defensa oral de la oferta técnica, en este sentido, se dio la puntuación más alta a aquellas propuestas consideradas como más razonables y acordes con los objetivos de la República, en ese sentido el que obtuvo el porcentaje más alto en ésta categoría 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 HSBC.

Respecto de la oferta económica, el banco que obtuvo el porcentaje más alto fue Deutsche Bank por cuanto presenta cobro de honorarios y otros gastos por un total US\$ 450.000,00, seguido por HSBC con un monto de US\$ 715.000,00.

Como se puede constatar en el cuadro anterior, los bancos Deutsche Bank y Barclays obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 98,5% y 82,5% respectivamente. Como Deutsche Bank presentó la oferta económica menor y manifestó en su oferta la aceptación de trabajar con otro Banco en el proceso de colocación se decidió seleccionar a ambos Bancos bajo las condiciones que resultaban más beneficiosas para la República que en este caso eran las de Deutsche Bank, las cuales consistían en honorarios de US\$ 450.000 lo que equivale a 4,5 puntos base.

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

Fue así como por medio de acta del día 21 de marzo la Comisión Ejecutiva adjudica a los bancos colocadores Deutsche Bank y Barclays para la presente emisión, de manera que formalmente el proceso de selección y contratación del banco que inicio con la publicación internacional el día 05 y 06 de Marzo, finalizó con la adjudicación de los bancos formalizada mediante resolución número, Res-222-2013.

### **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, ya que en el proceso previo se contrataron las calificadoras de riesgo para realizar la calificación país y calificar cualquier operación futura de la República de Costa Rica.

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

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

#### **4.1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación.**

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, 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 5.

Para efectos de valoración y análisis de las ofertas, se considerará la Ley N° 9070, el Acuerdo DM-10-2013, el documento denominado “*Bases para la Selección y Contratación del Agente Fiscal en el proceso de emisión en el Mercado internacional.*”

El concurso dio inicio el día 01 de abril del 2013, 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 informa que las Bases de contratación se pueden acceder en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica.

Se aclara que 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 realizaría de forma directa y no estaría sujeta a los procedimientos ordinarios de concurso establecidos en la Ley No. 7494, Ley de Contratación Administrativa y sus reformas, pero sí se “(...) *deberán respetar todos los principios y parámetros constitucionales que rigen la actividad contractual del Estado, el principio de libre concurrencia, igualdad de trato entre todos los posibles oferentes, de publicidad, de legalidad o transparencia en los procedimientos, de seguridad jurídica, de intangibilidad patrimonial, principio de buena fe y del control de los procedimientos.*”

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; no obstante, los Bancos que prestan el servicio de Agente Fiscal, de Registro y de Pago son relativamente pocos, por lo se realizó la invitación a participar en el concurso mediante una publicación internacional divulgada el 1 de abril del 2013. Al igual que en los procesos de contratación anteriores, se trató de un concurso abierto donde pudieran participar todos aquellos Bancos que prestan los servicios requeridos para la emisión..

De interés en el proceso, se tiene que no se recibieron consultas al documento de las Bases, mismas que fueron publicadas en la página web del Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica, a partir del 1 de abril del año en curso.

Conforme a las Bases, una vez cerrado el periodo de recepción de ofertas se tiene que se recibió una única oferta interesada en brindar los servicios del Banco que actuara como agente fiscal de registro y de pago, la cual refiere a la oferta *THE BANK OF NEW YORK MELLON* recibida al correo electrónico

establecido en las Bases, el 04 de abril del 2013, a las siete horas cincuenta y siete minutos, oferta que contenía contiene todos los documentos e información solicitados en las Bases de Selección y 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 (puntos a y b anteriores) obtendrían una calificación máxima de 80% en la calificación global y consideraría la valoración de los apartados a y b que fueron ponderados de la siguiente manera: Total general de bonos internacionales para Latinoamérica y Caribe 40% y Total de bonos internacionales para emisores Soberanos de Latinoamérica y Caribe 60%, se hizo la distinción de la ponderación por cuanto se considera importante la experiencia para emisores Soberanos más que los servicios prestados a corporativos en general.

b. Valoración de la oferta económica

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

En cuanto a la valoración de la oferta económica 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.

Ahora bien, en virtud de que no se contó con otras ofertas, para efectos de comparar la razonabilidad de la oferta económica se realizó un análisis comparando los cobros ofertados por The Bank of New York Mellon con el monto ofertado por los Bancos en las anteriores emisiones para el Gobierno de Costa Rica en el exterior, así mismo se comparó con el costo de los servicios cotizados por The Bank of New York Mellon en la emisión del 2012, determinándose así su razonabilidad y resolviendo la adjudicación al Banco participante.

#### **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 01 de abril 2013, a realizar la publicación la publicación internacional en The Wall Street Journal invitando a todos aquellos bancos interesados en prestar el servicio. Para ello se publicó en sitios web del Ministerio y del Banco Central de Costa Rica el documento "Bases para la selección y contratación de los servicios del banco que actuará como agente de registro y de pago en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional.

No se recibieron consultas respecto de las bases de selección y contratación y el día 04 de Abril del 2013, se recibió la única oferta del banco The Bank of New York Mellon, conteniendo todos los documentos e información solicitados en las Bases de Selección y Contratación.

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

En virtud de lo anterior, de conformidad con lo 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.

Este proceso de contratación se inició formalmente con la publicación en un diario internacional (The Wall Street Journal) el 01 de Abril del 2013 y culminó con la adjudicación al banco The Bank of New York Mellon, el 5 de Abril según resolución de adjudicación Res-240-2013.

## **V. Costo de las contrataciones realizadas.**

Conforme a lo establecido en los artículos 6 y 7 de la Ley, el costo total de los servicios contratados para la colocación ascendió a la suma de US\$1.168.129,88. Se debe considerar que se tuvieron que cubrir los costos asociados a las publicaciones internacionales para cada contratación realizada y de dos publicaciones para el caso de la contratación del Banco Colocador, lo cual está incluido en el costo total.

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

Honorarios y Gastos Netos del Proceso Emisión Internacional	
Bancos Estructuradores 4,5 puntos base sobre la colocación	\$450.000.00
Asesor Legal Internacional	\$140.000.00
Agencias calificadoras	\$562.500.00
Publicaciones Internacionales	\$15.629.88
Total Costos Netos	\$1.168.129.88

Es importante destacar que en esta segunda emisión de deuda, se obtuvieron importantes ahorros en los costos de la colocación particularmente en lo referente a: el Banco Estructurador y el Asesor Legal Internacional, si sumamos estos dos apartados el ahorro generado respecto a la primera emisión del 2012 es más de US\$ 300 mil, esta situación es el resultado de una muy buena negociación por parte de los representantes del Gobierno y como fruto de que el país es considerado cada vez más un emisor “habitual” en los mercados internacionales.

El total de costos incurridos representa cerca de 11 puntos base (pb) del monto total emitido, por lo que agregando esto al costo de producto de la tasa de interés asignada para cada uno de los bonos CR25 y CR43 se obtiene un costo total de 4,485% y 5.735% respectivamente, tasas que se encuentran 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. Este rendimiento máximo autorizado incluye todos los costos asociados a la emisión.

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

# Proceso de Emisión

---

## I. Preparación de Documentación y Debida diligencia

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

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

Para esta segunda emisión de bonos, autorizada mediante la Ley 9070, se esgrimió como base, la documentación utilizada solo unos meses antes, ya que no se habían presentado cambios significativos en las principales variables económicas y financieras del país, ajustando las cifras macroeconómicas al cierre del 2012.

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

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

## II. Definición de la fecha de salida al mercado

La definición de la fecha de salida al mercado siempre es una decisión estratégica en el proceso de colocación internacional. En el caso de esta

segunda emisión, inicialmente se pensaba salir a los mercados internacionales en el segundo semestre del 2013, siempre buscando la mejor ventana de oportunidad en los mercados internacionales de tal forma que se redujeran al máximo los costos de colocación para el país, sin embargo las condiciones internacionales, las perspectivas en el comportamiento de las tasas de interés y la incertidumbre sobre el desarrollo económico del II semestre 2013 hicieron considerar el I semestre como una oportunidad importante para realizar la colocación.

Varios elementos se tomaron en cuenta al decidir emitir en el mes de abril, tal vez el más importante tiene que ver con que para el mes de mayo se retomaría en Estados Unidos la discusión mantener o eliminar las políticas de subsidios fiscales que se había tomado años atrás, y que en buena medida ayudaron a subsanar parte de los efectos de la crisis financiera e inmobiliaria, debido a la poca claridad que se tenía sobre este tema, se pensó que era oportuno salir a los mercados internacionales lo antes posible, particularmente para evitar la creciente incertidumbre que se presentaba y los efectos negativos que sobre las tasas de interés se podían presentar, adicionalmente, nuestros bancos colocadores nos sugerían que el momento era propicio para salir a los mercados internacionales especialmente si se pretendía colocar a plazos largos como finalmente sucedió con el bono CR43.

Por otra parte, ya todas las contrataciones para realizar la colocación en los mercados internacionales estaban listas, y si bien cierto, no existía una presión manifiesta en el flujo de caja, era importante aprovechar la coyuntura favorable que se logró identificar en el I semestre del 2013.

Una de las principales características que impulsaba la colocación en el primer semestre del año 2013, era la expectativa de incremento en las tasas de interés futuras lo que evidentemente encarecería los costos de una colocación si se postergaba por más tiempo.

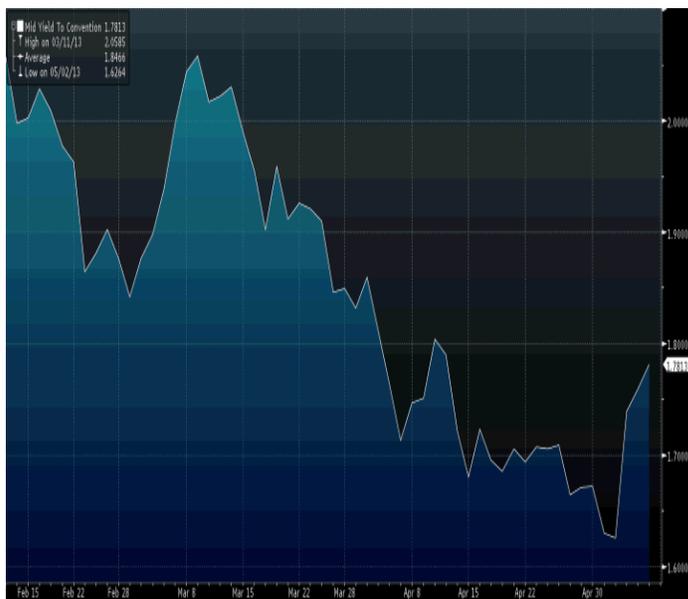
A diferencia de la colocación anterior, la incertidumbre se había disipado de forma significativa, ya que había pasado la elección en Estados Unidos y se tenía un panorama mucho más claro sobre la política fiscal que se seguiría aplicando en los EEUU, pese a esta tranquilidad relativa en los mercados de dinero, se presentó un evento muy interesante que pudo repercutir de forma significativa en la incertidumbre de los mercados, el atentado en la maratón de Boston, este delito generó una caída significativa de los principales índices bursátiles, afortunadamente el impacto fue reducido y se circunscribió a los mercados accionarios, sin repercutir de forma significativa en las tasas de interés.

Por otra parte, la economía mundial parecía recuperarse lentamente a pesar de los recurrentes sobresaltos que se presentan prácticamente a diario en las economías que conforman la zona Euro, los inversionistas parecen estar tranquilos y en búsqueda de mejores opciones de inversión para sus recursos, siendo los mercados emergentes una opción interesante para el exceso de recursos que se genera a nivel internacional.

A pesar de lo anterior, cabe señalar que se mantenía la incertidumbre en los mercados laborales principalmente en Europa y particularmente en Grecia y España, incluso sólo días antes de la salida de la emisión de bonos se generaron noticias bastante negativas que podrían incrementar la volatilidad de las principales variables económicas internacionales, particularmente del precio del dinero. El apetito de inversión por riesgo de países emergente continuaba, a la vez que inversionistas internacionales buscaban la sustitución a sus inversiones en Europa.

En los siguientes gráficos se muestra el comportamiento de la tasa del Bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años y 30 años, en los que se puede evidenciar el buen momento para realizar la colocación de los bonos en los mercados internacionales.

Este primer gráfico muestra el comportamiento de los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años, emisión que se utiliza como referencia para el bono que tiene vencimiento en el 2015.



Fuente: Bloomberg

Es siguiente gráfico muestra los rendimientos de las letras del tesoro con vencimiento en el 2043, allí se evidencia nuevamente el buen momento elegido para la salida de las dos emisiones.



Fuente: Bloomberg

En ambos casos se nota que para la fecha de la emisión los rendimientos que se presentaban en los mercados internacionales eran muy bajos, lo cual favoreció el costo final que se pago por los recursos que se obtuvieron de los inversionistas, sin embargo ya días después de la colocación se ha visto una recuperación importante en el nivel de estas tasas de interés.

### III. Road Show

Como resultado de la reciente colocación de bonos en los mercados financieros internacionales, y el Road Show realizado en noviembre 2012, se consideró que los posibles inversionistas ya conocían las variables económicas y fiscales del país, por lo tanto, no se hizo necesario repetirlo para esta nueva emisión.

En esta oportunidad se optó por realizar una ejecución intra day en donde la colocación se cierra el mismo día en el que se anuncia la transacción logrando reducir al máximo el riesgo de exposición al mercado para la República.

Sin lugar a duda, esta premisa fue correcta ya que en esta nueva emisión (que se dividió en dos tramos) se dio una mayor participación de inversionistas internacionales, reflejándose en las ofertas en firme que se presentaron, las cuales superaron más de 10 veces el monto colocado, lo que reafirma una vez más el elevado interés que se presenta por adquirir riesgo país Costa Rica.

Es importante destacar la participación de varios agentes financieros nacionales, los cuales obtuvieron parte de la colocación que se realizó en los mercados internacionales. Al igual que en la emisión anterior, se les brindó a todos por igual una parte proporcional del libro de órdenes, no obstante, en este caso la asignación que obtuvieron fue menor en comparación con el proceso de Noviembre 2012, como resultado de un total de ofertas mayor que como se mencionó llevó el múltiplo de libro a órdenes de 10 a 1.

Para futuros procesos y una vez que el país logre avanzar en la solución de su problema fiscal si sería muy conveniente realizar otro intercambio con inversionistas realizando un roadshow y describiendo los principales avances alrededor de los esfuerzos fiscales para mejorar y ampliar la carga tributaria en el país. Especialmente con inversionistas en Asia, en donde existe una importante posibilidad de ampliar la base de inversionistas y por esta vía lograr más demanda para los valores del Gobierno y por tanto precios mayores que redunden en costos financieros menores para el Gobierno.

Tal y como se menciona en párrafos anteriores, es de vital importancia mantener una relación estrecha con los posibles inversionistas internacionales que se interesarían por las emisiones de Costa Rica, esta relación debe basarse principalmente en una comunicación fluida, periódica y con datos que generen valor agregado, para lograr este objetivo es prioritario buscar mecanismos que nos permitan institucionalizar este tipo de esfuerzos para que cada vez que se deba realizar colocaciones en los mercados internacionales no se parta de cero, sino por el contrario, se tenga en los mercados información actualizada de nuestro país que les permita tomar decisiones más expeditas y con mayores elementos de juicio, esto en definitiva debe entenderse como una inversión que generará utilidades que se reflejarán en futuras emisiones, la relación con los inversionistas es básica para la adecuada formación de precios.

#### **IV. Racionalidad y determinación del Precio**

La determinación del precio es otra de las decisiones estratégicas relevantes, es por esto que 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.

En esta ocasión, como no se realizó un road show, el proceso de colocación de las dos emisiones fue sencillo y rápido, la recepción de ofertas inicio a las 8 de la mañana y finalizó a las 10 de la mañana hora de New York, es relevante mencionar que al finalizar el proceso de colocación se había recibido ofertas que excedían la colocación en casi 10 veces.

Las tasas de interés finalmente pactadas, reflejan el éxito del proceso. La tasa de colocación para el CR25 (Costa Rica con vencimiento en el 2025) fue 4,375%, por otro lado, la tasa de colocación para el CR43 (Costa Rica con vencimiento en el 2043) fue de 5,625%, ambas tasas se mantienen muy cercanas a otras emisiones de títulos soberanos que realizaron emisores con similar calificación, incluso en algunos casos particulares nos podríamos comparar con emisiones que tienen calificaciones superiores a la nuestra.

Es importante destacar que debido a lo limitado de las referencias de títulos locales que se podían utilizar como comparación para la nueva emisión, se decidió (tal y como se hizo en la emisión del año pasado) recurrir a las emisiones de títulos soberanos latinoamericanos con calificación similar y que tuviesen plazos de vencimiento que se ajustasen a las nuevas emisiones. A pesar de las limitaciones mencionadas, se utilizó como parámetro de referencia el título colocado a finales del año pasado con vencimiento en el 2023, que para las fechas cercanas a la colocación fluctuaba con precios entre 101 y 102, y tasas que acercaban a los 400 p.b. La siguiente tabla refleja un resumen de algunos países comparables y los rendimientos de emisiones existentes al momento de la colocación.

País	Monto		Precio de Cupón	Precio de Emisión	Precio Bid 07/05/2013	Rendimiento		Moody's		
	Emisión	Vencimiento				Bid	Fitct Rating	Rating	S&P Rating	
Costa Rica	500.000.000	30/4/2025	4,37	100	102,14	4,13	BB+	Baa3	BB+	
Guatemala	700.000.000	6/6/2022	5,75	99,05	114,2	3,87	BB+	Ba1	BB	
El Salvador	800.000.000	24/1/2023	7,75	99,67	123,35	4,72	BB	Ba3	BB-	
Bolivia	500.000.000	19/10/2022	4,88	100	102,93	4,49		Ba3	BB-	
Panamá	756.000.000	16/1/2023	9,38	98,85	146,61	3,62	BBB	Baa2	BBB	
Uruguay	1.804.863.225	18/11/2022	8,00	98,23	144,1	2,27	BB+	Baa3	BBB	

Del cuadro anterior, es importante hacer notar que la emisión de Costa Rica (CR25), alcanzó como es de esperar, un rendimiento mayor al de Panamá, que mantiene una calificación crediticia mejor que la de Costa Rica, pero un rendimiento mucho inferior que el del Salvador, el cual para un plazo similar se ubicaba en 4,72% producto de la inferior calificación de ese país.

En el caso del título bde43, cuyas características se presentan en el siguiente cuadro, podemos realizar un análisis similar al anterior y notar que al comparar el rendimiento alcanzado en emisiones similares a nuestro país, Costa Rica paga menor rendimiento que por ejemplo la emisión de El Salvador a un plazo similar, en el caso de Uruguay se paga un poco más de rendimiento, esto se puede explicar por la percepción positiva que tienen los mercados internacionales sobre la economía costarricense, se valoran los esfuerzos que se realizan el gobierno para contener el gasto y mantener una inflación controlada que permita tasas de interés bajas que incentiven la producción y el desarrollo económico. A continuación se muestra el cuadro resumen:

País	Monto		Cupón	Precio de	Precio Bid	Rendimiento		Moody's	
	Emisión	Vencimiento		Emisión	07/05/2013	Bid	Fitct Rating	Rating	S&P Rating
Costa Rica	500.000.000	30/4/2043	5,625	100	104,01	5,35	BB+	Baa3	BB+
El Salvador	653.500.000	2/1/2041	7,62	100	117,79	6,26	BB	Ba3	BB-
Uruguay	854.000.000	20/11/2045	4,12	100	97,5	4,26	BB+	Baa3	BBB

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.

En el caso del CR25, la estabilidad en el precio alrededor de su valor par de 100 fue relativa, sin embargo, se logro un adecuado balance entre los intereses de los inversionistas de no perder capital en los primeros días de la emisión y los intereses del emisor para colocar a un precio adecuado a su riesgo país y mantener una base de inversionistas sólida para futuras colocaciones. De acuerdo a la gráfica siguiente el precio de oferta más alto que se presentó en los días inmediatos siguientes a la colocación fue de 102,23 para luego ir disminuyendo y converger alrededor de 101,89, es interesante destacar, que en este breve periodo la posición de los inversionistas no se mostraba deteriorada.



Fuente: Bloomberg

En el caso del CR43, tal y como se muestra en la siguiente gráfica el precio, luego de su colocación, presentó un incremento significativo de más de 400 puntos base, esta situación se explica principalmente por la incertidumbre que se presentó en los mercados internacionales ante la disminución de las tasas por el BCE y la reunión que mantuvo la Fed donde se estableció que se mantendría la política expansiva inyectando efectivo por cerca de US\$ 85.000 millones cada mes. Esta situación impulso el precio del título a una cotización máxima de 104,33 el 2 de mayo. Es importante destacar que por la duración del título cualquier movimiento (o expectativa) en las tasas de interés mueve de forma significativa el precio del activo.



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. En términos generales podemos mencionar los datos negativos de empleo y los problemas financieros en la zona Euro, además de la inseguridad que genero el atentado terrorista y la posible activación de este tipo de eventos nuevamente en los Estados Unidos. Al realizarse la colocación en el mes de Abril nos aseguramos las tasas más bajas en lo que llevamos del año 2013, para la fecha del 23 de abril el rendimiento de las Letras del Tesoro a 10 años, se situó en 1,70%, luego de este periodo dicha tasa se encuentra muy cercana al 1,80%. La emisión de bonos de Costa Rica se colocó con tan solo 267 puntos base sobre el bono del Tesoro comparable a 10 años.



El momento de la colocación fue el uno de los puntos más bajos de la tasa de interés de los bonos del Tesoro, al mismo tiempo se presentó una disminución en el riesgo país de los mercados emergentes. Esta situación se ve reflejado en la disminución del Índice de Bonos de Mercados Emergentes el cual, al momento en que las tasas del Tesoro alcanzaban su más bajo nivel de la semana, este índice disminuía desde los 282 p.b hasta los 263 p.b para la primera semana de mayo tal y como se muestra en el siguiente gráfico donde se establece el comportamiento del Emerging Market Index (EMBI) y las letras del Tesoro a 10 años.



Fuente: Bloomberg

En la colocación de la emisión CR43 se dio una situación similar a la que se presento con el CR25, lo cual no es extraño ya que las colocaciones se establecieron en la misma fecha, por lo que los factores que las afectan son los mismos, los rendimientos de las Letras del Tesoro para el plazo de 30 años se mantuvieron muy estables para las fechas en que se realizó la colocación de deuda en los mercados internacionales, situación que beneficio el costo final de la colocación siendo el spread de únicamente 272pb tal y como se muestra en siguiente el gráfico.



Fuente: Bloomberg

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 parcialmente por los inversionistas internacionales.

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

## V. Determinación del monto a colocar

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

En esta ocasión se determinó que de acuerdo a la estrategia de endeudamiento del Ministerio de Hacienda, y el Banco estructurador, lo ideal era dividir el monto a colocar en dos trectos iguales de US\$ 500 millones a plazos que cumplieran con dos objetivos: el primero 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.

Esta decisión no afecta el objetivo general de lograr colocaciones de emisiones con montos significativos de acuerdo a los parámetros internacionales, esto con la intención de atraer a diferentes inversionistas instituciones, los cuales ponderan de forma importante el tamaño de la emisión y la liquidez de las mismas en mercado secundario, adicionalmente, se busca reducir el premio que se debe pagar por emisiones de volúmenes reducidos e ilíquidas.

La decisión de dividir en dos trectos 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, entre ellos podemos mencionar: 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 considero para esta decisión fue la intención de generar una mayor cantidad de puntos de referencia que permitiera mejorar curva de rendimientos, siempre buscando una generación de precios de futuras colocaciones basados en consideraciones técnicas y financieras, situación que ya se presento con la emisión posterior que realizó el ICE.

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 (implícito en nuestra calificación de riesgo) genera que las emisiones de nuestro país sean incluidas en el EMBI a partir del 31 de mayo, 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

Las dos colocaciones se llevaron a cabo en corto tiempo y se lograron tasas de interés acordes a la realidad del momento actual de la economía mundial y los mercados emergentes de deuda, para el CR25 4,375% y para el CR43 5,625%. Es muy importante destacar que el mayor volumen de estas emisiones y el conocimiento que ya se tenía en el mercado internacional permitió al país acceder nuevamente a una base de inversionistas mucho más amplia y reducir la prima de liquidez que pasaba sobre emisiones anteriores de menor volumen.

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

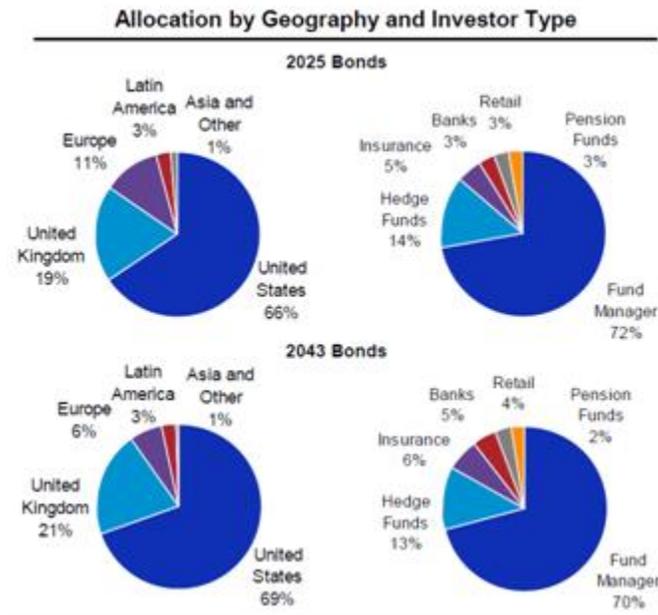
Estas colocaciones tienen un efecto importante para la composición del portafolio de deuda del Gobierno por cuanto, se incrementa el plazo de la deuda externa bonificada y se reducen los intereses que se deben pagar por la misma, para octubre del 2012 la tasa promedio ponderada de la deuda fue 8,19% pasando en enero luego de la primera colocación de noviembre a 5,94%, finalmente ya para abril del 2013 se situó en 5,35%, se espera que para inicios del 2014 este rendimiento se reduzca aún más, esto cuando se llegue al vencimiento del bde14.

### 1.1. Distribución geográfica

Ambas emisiones obtuvieron una muy buena acogida en diversos mercados tal y como se puede observar en el siguiente gráfico, destacando Estados Unidos seguido de Reino Unido y Europa. A pesar de la concentración en Estados Unidos se logró una base de inversionistas mas amplia que en la colocación anterior, lo cual permite continuar diversificando las fuentes de financiamiento.

Uno de los elementos que se consideran positivos y llaman mucho la atención para estas nuevas colocaciones, es el interés y la participación que se dio por parte 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 poco participación en los mercados internacionales, pero cuyas variables económicas y financieras sustentan una acogida positiva por parte de los inversionistas sean estos institucionales o individuales.

Estos esfuerzos por ampliar el interés de inversionistas de diversas áreas geográficas por las emisiones costarricenses, deben 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 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 estos obtuvieron dentro de la asignación una proporción igual al porcentaje de asignación global. En términos porcentuales la posibilidad de comprar una parte de las emisiones fue menor que la que se logró definir en la colocación de deuda del año pasado, donde la proporción de posturas de la emisión fue únicamente de 4 a 1 mientras la actual mostró posturas de compra de más de 10 a 1

## 1.2. Distribución por tipo de inversionista

Lo más relevante de destacar respecto a la distribución por inversionista es el elevado porcentaje de participación y asignación de Administrados de Fondos, con un perfil de largo plazo y por lo tanto más orientados a la compra y tenencia de los valores a su vencimiento, evitando con esto los movimientos excesivos de valores por razones especulativas.

Pese a lo anterior, 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.

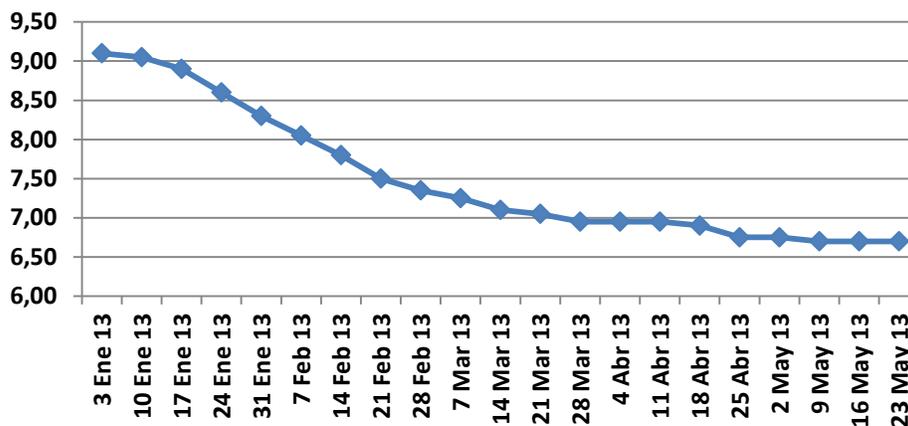
En resumen, casi un 80,0% de la emisión fue asignado a tenedores de largo plazo que incluye fondos de pensión, aseguradoras y administradores de fondos “fund manager” y el restante 20,0% a gestores más activos como Bancos y fondos de cobertura.

### 1.3. Impacto en el Mercado Doméstico

La baja en las tasas de interés se ha venido observando desde noviembre del 2012 con el proceso de colocación anterior y esta nueva emisión ha venido a solidificar la estabilidad de las mismas tasas, tal y como se observa en el siguiente gráfico. Es de esperar que como resultado de la favorable condición del Gobierno para atender sus necesidades, a lo largo del 2013 se pueda observar poca presión sobre las tasas de interés y una estabilidad muy significativa y sostenida.

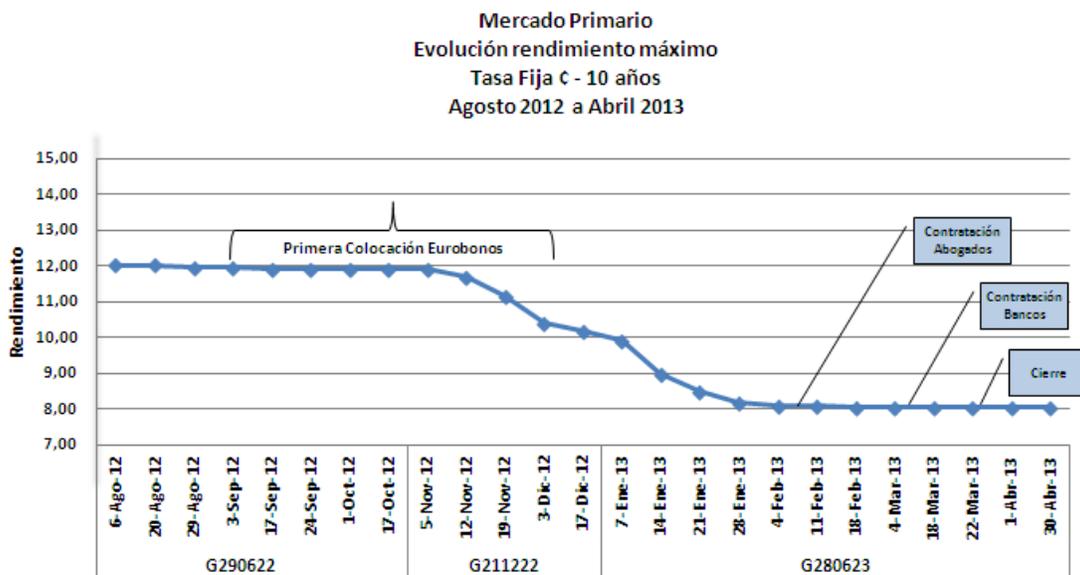
Adicionalmente, la búsqueda de recursos por parte del gobierno en el exterior, ha generado menor competencia por los recursos financieros a lo interno, situación que impacta directamente en la reducción de la tasa básica pasiva. Tal y como lo podemos ver en el siguiente gráfico.

**Tasa Básica - Semanal  
Año 2013**



El siguiente gráfico muestra un ejemplo de cómo, inclusive antes del cierre de la primera transacción internacional, los rendimientos locales ya mostraban una

tendencia a la baja y por lo tanto un ajuste a la menor competencia por los recursos financieros en el sistema financiero doméstico. Adicionalmente se puede notar como este efecto de reducción de las tasas de interés en el mercado local no presentó un efecto rebote a lo largo de los meses posteriores, esto es muy relevante para identificar el efecto total de las colocaciones sobre el mercado doméstico.



Las emisiones en colones con vencimiento en el 2022 en el mercado local comenzó su descenso en los rendimientos de colocación en el mercado primario justo antes de la publicación de la Ley en donde los rendimientos bajaron entre 5 y 10 puntos base, posteriormente para la semana en que se anuncio la primera transacción en el mercado internacional ya los rendimientos a este plazo habían disminuido en cerca de 25 p.b. y para el cierre de la primera transacción internacional en casi 100 p.b. pasando de 12% a cerca del 11%. Para el año 2013 (incluso antes de la colocación en los mercados internacionales) se puede notar una estabilidad en las tasas de interés locales que evidencia los resultados positivos de este tipo de colocaciones.

Actualmente los rendimientos de la emisión local con vencimientos en 10 años han llegado a 8,05%, casi una reducción de 400 p.b. desde agosto del año anterior.

La expectativa de que las tasas se mantengan a la baja parece ser una idea generalizada tal y como se ve en el siguiente comentario.

"Los niveles actuales de liquidez (cantidad de dinero) que se ven en el mercado producen que los costos de uso del dinero se reduzcan. (...) Además, no hay por lo pronto un retiro agresivo de liquidez de la economía lo que hace pensar que la tendencia puede mantenerse", comentó Vidal Villalobos, analista del Portfolio Advisory Group de Scotiabank, según publicación del 24 de mayo del 2013.

#### **1.4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional**

Las anteriores emisiones de Eurobonos mantienen característica que dificultan una correcta valoración de la curva de rendimientos soberana. De las dos emisiones vigentes una está muy próxima a vencer a inicios del 2014, y la otra corresponde al título bde20 cuyas características no favorecen su liquidez, ya que su cupón es muy alto para las condiciones actuales del mercado, lo que complica su valoración en el mercado secundario, situación que dificulta la extrapolación de los datos a plazos de vencimiento mayores.

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

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

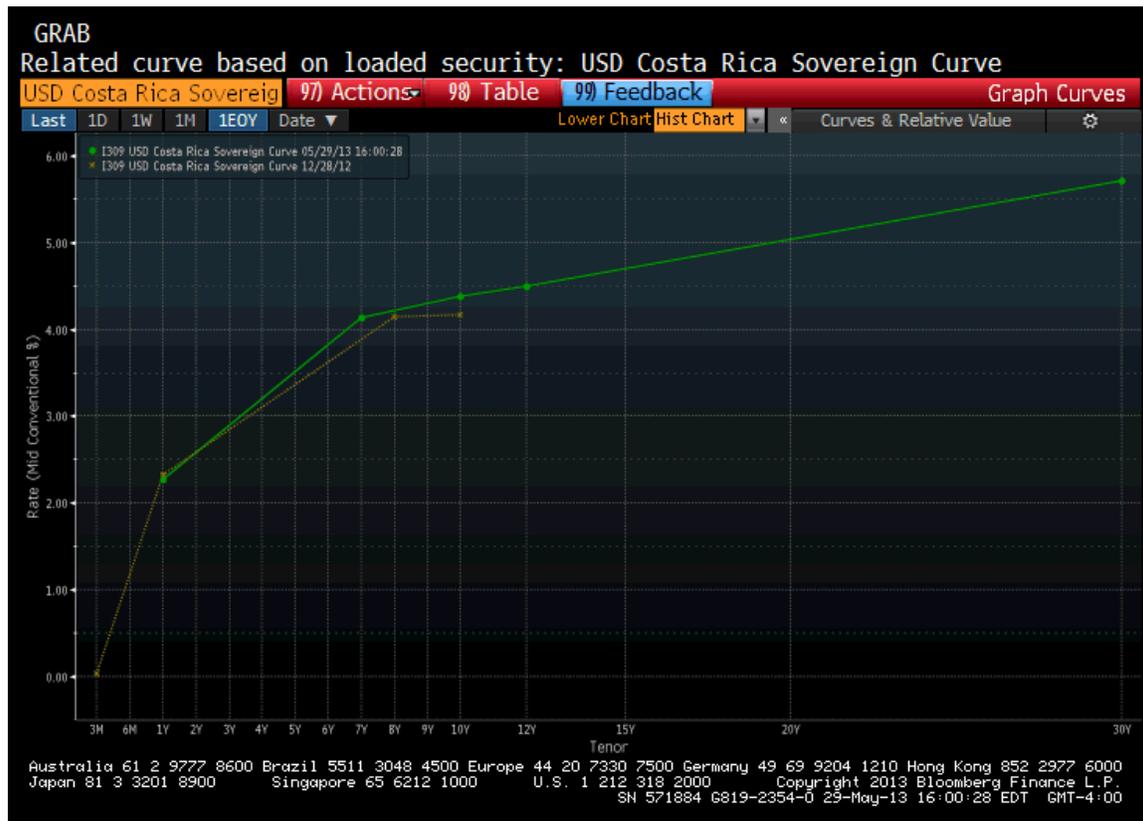
Particularmente la emisión con vencimiento en el 2020 (Bde20), tal y como se observa en el siguiente gráfico, mostró una leve tendencia ascendente en el precio, para la fecha en que se realizó la colocación de los bonos internacionales, pasando de rendimientos del 4,00% el 25 abril a 3,77% el 5 de Mayo, es importante recordar que los principales ajustes de las emisiones se presentaron a finales del 2012.



Fuente: Bloomberg

En resumen, se puede afirmar que a raíz de las nuevas colocaciones se crearon puntos sólidos de referencia para la valoración internacional de nuestros valores soberanos y cuasi soberanos, lo que permitirá al Gobierno y a otras entidades públicas que participan en el mercado internacional de valores, contar con una herramienta que permita una asignación de recursos a costos más favorables y con mayor apego a las condiciones crediticias de la República.

A continuación se muestra un gráfico donde se compara la curva de rendimientos de Costa Rica a finales del año pasado y la curva correspondiente a mayo del 2013, en el mismo se puede notar cómo se alarga la curva, generando mejores puntos de referencia para futuras colocaciones.



### 1.5. Beneficios fiscales

Los beneficios fiscales se reflejan en la disminución del costo financiero de los recursos obtenidos para atender las necesidades del Gobierno. Como ya se mencionó en párrafos anteriores el costo ponderado de la deuda externa bonificada del Gobierno Central pasó de 5,94%% en enero 2013 a 5,59% para inicios de en abril del mismo año 2013. Adicionalmente, se espera que para inicios de año 2014 esta tasa se sitúe cerca de 5,35% cuando llegue el vencimiento del título bde14.

La tasa de colocación de los primeros US\$500,0 millones fue de 4.375% a 12 años y los otros \$500 millones de 5.625% a 30 años. Si suponemos una inflación del 2%, éstas se traducirían a colones en 6.3% y 7.6% respectivamente. Por su parte si el Gobierno tuviese que salir al mercado a captar la misma cantidad de recursos a las tasas locales, las que en promedio se ubican a la fecha en un 8% (tasa de mediano plazo) se produce un ahorro de 40 y 170 puntos base aproximadamente, reducción directa en el gasto por intereses del periodo 2013.

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.

### 1.6. La percepción de especialistas

Luego de la exitosa colocación de títulos a finales del año 2012, 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.

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

*“Según Douglas Montero, gerente de mercado internacional del puesto de bolsa Mercado de Valores, la demanda en el exterior por el bono de 30 años ha sido notoria y, de cierta manera, se comprobó con la ausencia de anuncios de venta inmediatos a la colocación.*

*Mauricio Hernández, gerente del Portafolio Advisory Group de Scotia Valores, confirmó que el bono del 2043 resultó ser el más demandado, pues en el ambiente actual de tasas de interés bajas y con expectativas sin cambios, los inversionistas buscan lo más atractivo y un interés de 5,62% resultó llamativo al considerar que los otros países latinoamericanos no llegan ni al 5%<sup>2</sup>.*

---

<sup>2</sup> El financiero 6 de Mayo 2013. [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Eurobonos-bonos-deuda\\_externa-Ministerio\\_de\\_Hacienda-colocacion\\_0\\_288571158.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Eurobonos-bonos-deuda_externa-Ministerio_de_Hacienda-colocacion_0_288571158.html)

## Conclusiones

---

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

Se lograron tasas de cupón muy bajas acorde a los plazos en el caso del título a 12 años la tasa fue de 4,375%, mientras que en el título de 30 años la tasa de asignación fue 5,625%, las cuales se consideran muy favorables tomando en cuenta que la incertidumbre a nivel mundial se mantiene.

Pese a los esfuerzos realizados la percepción que se tiene fuera de nuestras fronteras es que nuestro país tiene tareas pendientes desde el punto de vista fiscal, situación que afectó la obtención de rendimientos más cercanos a los países con grado de inversión. Si bien es cierto Costa Rica tiene trabajo que realizar por delante, nuestro país es poco a poco reconocido en los mercados internacional como un emisor sofisticado que mantiene interesantes volúmenes de negociación intradía, esta participación en el futuro permitirán abaratar las colocaciones que se realicen al lograrse colocaciones más rápidas y eficientes.

Como era de esperar con esta nueva colocación se presentaron ahorros y beneficios similares a los que se obtuvieron con la colocación del año pasado, principalmente a nivel del costo ponderado de la deuda, esto como resultado de sustituir colocaciones con cupones altos por otras emisiones de cupones más baratos.

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

## Lista de Anexos

---

- Anexo 1: Acuerdo de Inicio de operaciones, DM -010-2013
- 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: Tablas de ranking de bancos de inversión
- Anexo 5: 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 6: Características financieras finales de la colocación