

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

Ley No. 9070

Ministerio de Hacienda

Abril 14

Tabla de contenido

Introducción	4
Procesos de Contratación	6
I. Contratación del Asesor Legal Internacional.....	7
1.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	7
1.2. Del proceso de contratación del asesor legal internacional.	10
1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional.....	12
II. Contratación de los bancos colocadores.....	13
2.1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación.....	13
2.2. Del proceso de selección y contratación de los bancos colocadores.....	16
2.3. Selección final de los Bancos Colocadores	19
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.....	23
V. Costo de las contrataciones realizadas.	23
Proceso de Emisión	25
I. Preparación de Documentación y Debida diligencia.....	25
II. Definición de la fecha de salida al mercado	25
III. Road Show	29
IV. Determinación del monto a colocar.....	31
V. Determinación del precio	32
Resultados de la colocación	39
I. Resultados Generales	39
1.1. Distribución geográfica.....	39
1.2. Distribución por tipo de inversionista	40
1.3. Impacto en el Mercado Doméstico	41
1.4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional	43
1.5. Beneficios fiscales.....	45
II. La percepción de especialistas	46

Conclusiones	48
Lista de Anexos	49

Introducción

El 1º de abril del 2014, Costa Rica continuó con su estrategia de endeudamiento público la cual considera la colocación de emisiones internacionales con el objetivo de 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 plazo y la coyuntura internacional.

La emisión y colocación del eurobono de Costa Rica con vencimiento en el año 2044 (bde44), por \$1.000 millones, habiendo recibido ofertas de compra por más de cuatro veces el monto emitido, 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 confianza en el desempeño de la economía de Costa Rica pues no son muchos los países emergentes en el mundo que con niveles de calificación de riesgo similares a los de Costa Rica pueden , colocar con tan buena acogida bonos de deuda en la magnitud de monto y con el plazo al vencimiento que se pacto en este caso..

Parte de las decisiones estratégicas a cumplir eran que, en condiciones de mercado ampliamente variables y con tendencias a desmejorar para las economías emergentes, había que aprovechar el momento cuanto antes, pues los riesgos de encontrar condiciones menos favorables en el futuro, eran de alta probabilidad.

La transparencia y la agilidad en los trámites de esta emisión, han mantenido los estándares de calidad de las emisiones anteriores, con la consecuencia de

mantener el buen posicionamiento de Costa Rica en los mercados internacionales ya antes logrado. Se ha mantenido una sólida base de inversionistas y, todo esto contribuye a sostener la calidad del acceso de la deuda costarricense en los mercados internacionales, cuando esto sea necesario y conveniente para el país.

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.

Se encuentra, seguidamente, un informe detallado del proceso seguido para la emisión internacional de bonos. La estructura se presenta en tres 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; y finalmente, 3.- Revisión de los resultados obtenidos con la colocación.

Procesos de Contratación

A inicios del 2014 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 y abril 2013 y 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 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-019-2014 (Anexo No. 1), publicado en la Gaceta N°46 el jueves 6 de marzo 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-019-2014, 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 las contrataciones 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:

Mauricio Arroyo Rivera: 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.

Bernardita Redondo Gomez: Representante del BCCR.

Esta comisión fue presidida por el Director de Crédito Público o en caso de ausencia por el Subdirector, 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 04 de marzo 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 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, 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, lo que también se puede 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 2014.

Se consideró el periodo entre el 01 de enero 2009 y el 01 de enero 2014, 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 internacional. La definición de la experiencia del equipo involucrado en la transacción como un criterio para selección también fue relevante, en virtud de que en algunos casos, puede que si bien la firma legal tenga amplia experiencia y reconocimientos en este tipo de transacciones, no necesariamente el equipo que vayan a asignar también lo tenga, ya sea porque ya no laboran para la firma los profesionales que han asignado con anterioridad o bien porque podrían estar asignados a otros proyectos. 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 de 2011 y enero de 2014. 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 consignó 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 60% 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 30% 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 30% 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, 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 40%.

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 9070, se procedió el día 18 de Febrero 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 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 catorce 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 también a realizar las invitaciones directas, de conformidad con el inciso 2) de la Ley N°9070. Para determinar la lista de invitados, 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 habían 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 una 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 vías, por lo

cual se decidió considerar las primeras 10 firmas del ranking propuesto de firmas asesoras en el mercado de deuda obtenido de Bloomberg de enero 2011 a enero 2014 y sumarle las firmas legales que participaron en la colocación del 2013 y que no estaban presentes en los 10 primeros lugares del ranking según Bloomberg, con lo que se logró completar una lista de 14 invitados.

Las firmas legales invitadas directamente fueron las siguientes:

- 1) Clifford Chance LLP
- 2) Linklaters LLP
- 3) White & Case LLP
- 4) Allen & Overy LLP
- 5) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
- 6) Shearman & Sterling LLP
- 7) Thamrin & Rachman
- 8) Arnold & Porter
- 9) Davis Polk & Wardwell
- 10) Baker & McKenzie
- 11) Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP
- 12) Simpson Thacher & Bartlett LLP
- 13) Greenberg Traurig, LLP
- 14) Hogan Lovells

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

- 1) **Arnold & Porter**
- 2) **Milbank Tweed Hadley & McCloy**
- 3) **Linklaters LLP**
- 4) **Hogan Lovells**
- 5) **Baker & McKenzie**
- 6) **Clifford Chance US LLP**

Es importante destacar que, de las catorce firmas que se invitaron directamente únicamente seis firmas presentaron sus ofertas. Ahora bien, a pesar de que los interesados podían plantear sus consultas sobre el concurso hasta el día 21 de Febrero del 2014 a las catorce horas, no se recibieron observaciones ni comentarios sobre las bases del concurso, mostrando el continuo aprendizaje y la incorporación de consultas sobre los procesos anteriores.

El día 26 de Febrero 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.

1.3. Selección final del Asesor Legal Internacional

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

En el caso de la oferta de Hogan Lovells, se establecía dentro de los supuestos de la oferta económica que “3. El cierre de la transacción ocurrirá entre tres meses después del comienzo de la transacción”, lo que para nuestros efectos se consideró como comienzo de la transacción, la reunión inicial o *kick-off meeting*, lo que se consideró no era conforme a lo establecido en las Bases de Selección y que no permitía al Gobierno tener el suficiente margen de tiempo para realizar la contratación del Banco, del agente fiscal y de registro, entre otras contrataciones que eventualmente pudiesen tener apelaciones que dilatarían el inicio y cierre de la transacción. Asimismo, pudiesen darse situaciones en el mercado internacional que escapan del control de la Administración y que podrían llevar a extender el plazo requerido para llevar a cabo la colocación. Adicionalmente, las bases de selección 2014 indicaban claramente que “... el contrato de asesoría será de al menos por un año plazo.” Situación que no es compatible con la condición incluida dentro la oferta económica de los 3 meses plazo.

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%	40,00%	29,70%	99,70%
Clifford Chance	13,38%	32,00%	9,60%	54,98%
Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP	9,69%	30,00%	12,27%	51,96%
Linklaters LLP	20,31%	20,00%	9,28%	49,59%
Baker & McKenzie	5,08%	30,97%	10,50%	46,54%

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 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 Arnold & Porter fue la que obtuvo el mejor puntaje ya que su oferta fue la más baja con \$ 120.000, en segundo lugar se situó la firma Clifford Chance con una oferta de \$150.000, en el otro extremo tenemos a Linklaters LLP quien presentó una propuesta de \$ 240.000.

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 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 esta categoría fue Linklaters LLP.

Tal como se puede observar en las tres categorías evaluadas la firma Arnold & Porter LLP obtuvo el resultado más alto. Así las cosas, al haber obtenido el mayor puntaje consistente en 99,70%; de conformidad con las Bases del Asesor Legal Internacional, se adjudicó el concurso a la firma Arnold & Porter, LLP, el 27 de febrero 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-169-2014.

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 para el proceso de emisión de títulos valores” 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 2011 al 31 de enero del 2014, 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 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 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.

En relación a la invitación directa y a pesar de ser una decisión discrecional del Ministerio de Hacienda, se decidió seguir un proceso objetivo, similar al de años anteriores para invitar al menos a 10 bancos de inversión en forma directa. 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 10 posiciones de emisión de soberanos que provee Bloomberg, b) los bancos que presentaron oferta en las emisiones anteriores, 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 menos el BNP Paribas Group, de manera que se consideró invitar a los 10 bancos mejor posicionados según la lista de Bloomberg y al BNP Paribas Group por haber participado en el proceso de la pasada emisión.

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) Bank of America Merrill Lynch
- 3) Citi
- 4) Deutsche Bank AG
- 5) Barclays
- 6) Goldman Sachs & Co
- 7) Morgan Stanley
- 8) Credit Suisse
- 9) HSBC Bank PLC
- 10) RBC Capital Markets
- 11) BNP Paribas Group

El día 12 de Marzo del 2014 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 ocho bancos:

1. Banco Barclays
2. Banco Credit Suisse
3. Banco HSBC
4. Banco Citi
5. Banco BNP Paribas
6. Banco JP Morgan
7. Deutsche Bank
8. Bank of America Merill Lynch

Se recibió una oferta de manera extemporánea de parte del Banco Scotiabank a las quince horas ocho minutos del doce de marzo del 2014. La cual no fue

tomada en cuenta en el proceso de preselección por no ser presentada en el plazo de tiempo establecido en las bases del concurso.

Durante el plazo que se dio para la recepción de ofertas no se recibieron consultas ni apelaciones a las bases del concurso, lo cual demuestra el apego a condiciones estándar en el mercado internacional y la inclusión de comentarios recibidos en las colocaciones anteriores.

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:

Participación en la Emisión de bonos internacionales
Actividad en el mercado secundario de bonos de Centroamérica y el Caribe
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, HSBC y Bank of America Merri Lynch. 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.

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.

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
	75,0%	25,0%	100,0%
Deutsche Bank	69,5%	23,8%	93,3%
Bank of America Merrill Lynch	68,3%	16,3%	84,6%
BARCLAYS	69,4%	13,6%	83,0%
HSBC	57,2%	25,0%	82,2%
CITI	62,2%	12,1%	74,3%
JP MORGAN	53,0%	6,4%	59,4%

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 JP Morgan.

Respecto de la oferta económica, el banco que obtuvo el porcentaje más alto fue HSBC por cuanto presenta cobro de honorarios y otros gastos por un total US\$500.000,00, seguido por Deutsche Bank con un monto de US\$ 525.000,00.

Como se puede constatar en el cuadro anterior, los bancos Deutsche Bank y Bank of America Merrill Lynch obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 93,3% y 84,6% respectivamente. Como Deutsche Bank obtuvo la mejor calificación total y manifestó en su oferta la aceptación de trabajar con otro Banco en el Proceso de colocación se decidió designar a Bank of America Merrill Lynch para que trabajara junto con Deutsche Bank .

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.

Fue así como por medio de acta del día 20 de marzo la Comisión Ejecutiva adjudica a los bancos colocadores Deutsche Bank y Bank of America Merrill 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-236-2014.

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. 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, 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 N° DM-019-2014, 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 14 de Marzo 2014, 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; sin embargo en este proceso no se realizó. 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 14 de Marzo 2014 del año en curso.

Conforme a las Bases, una vez cerrado el periodo de recepción de ofertas se constató que se recibió al correo electrónico designado para la selección de ofertas, dos ofertas que se detallan a continuación en el orden que se recibieron:

Oferta N° 1. Deutsche Bank Global Transaction Banking

Oferta N° 2. The Bank of New York Mellon

Aunque las dos ofertas fueron recibidas en el plazo establecido en las bases, la oferta presentada por Deutsche Bank Global Transaction Banking se presentó incompleta por cuanto no incluyó la Oferta Técnica, según la forma establecida

en las bases. Adicionalmente, en la oferta no se incluyó la acreditación de personería por lo que se acoge la recomendación de la Comisión Ejecutiva y se declara inadmisibile la oferta de Deutsche Bank Global Transaction Banking.

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% en 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, 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 2013, 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 14 de Marzo de 2014, 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 25 de Marzo 2014, 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 14 de Marzo 2014 y culminó con la adjudicación al banco The Bank of New York Mellon, el 25 de Marzo 2014 según resolución de adjudicación Res-244-2014.

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\$1.222.465,74. 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 (costos brutos sujetos a los impuestos de Ley correspondientes) asociados a la emisión internacional.

Honorarios y Gastos del Proceso Emisión Internacional	
Bancos Estructuradores 5,25 puntos base sobre la colocación	\$525.000.00
Asesor Legal Internacional	\$120.000.00
Agencias calificadoras	\$562.500.00
Publicaciones Internacionales	\$14.965.74
Total Costos	\$1.222.465.74

El total de costos incurridos representa cerca de 12 puntos base (pb) del monto total emitido, por lo que agregando esto al costo de producto de la tasa de interés asignada en la colocación CR44 que fue de 7.0%, se obtiene un costo total de 7.12% (712 pb), 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. 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 para 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 tercera 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 2013. 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.

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 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

Para la definición de la fecha de salida al mercado se consideró que las tasas de interés internacionales aún continúan en bajos niveles y que se encuentra latente la expectativa al alza. Es de esperar que las tasas puedan empezar a aumentar conforme la economía internacional vaya recuperando su tasa de crecimiento tras la economía de Estados Unidos y parte de la Unión Europea recupera su dinamismo, lo que conllevaría a que las primas exigidas para los

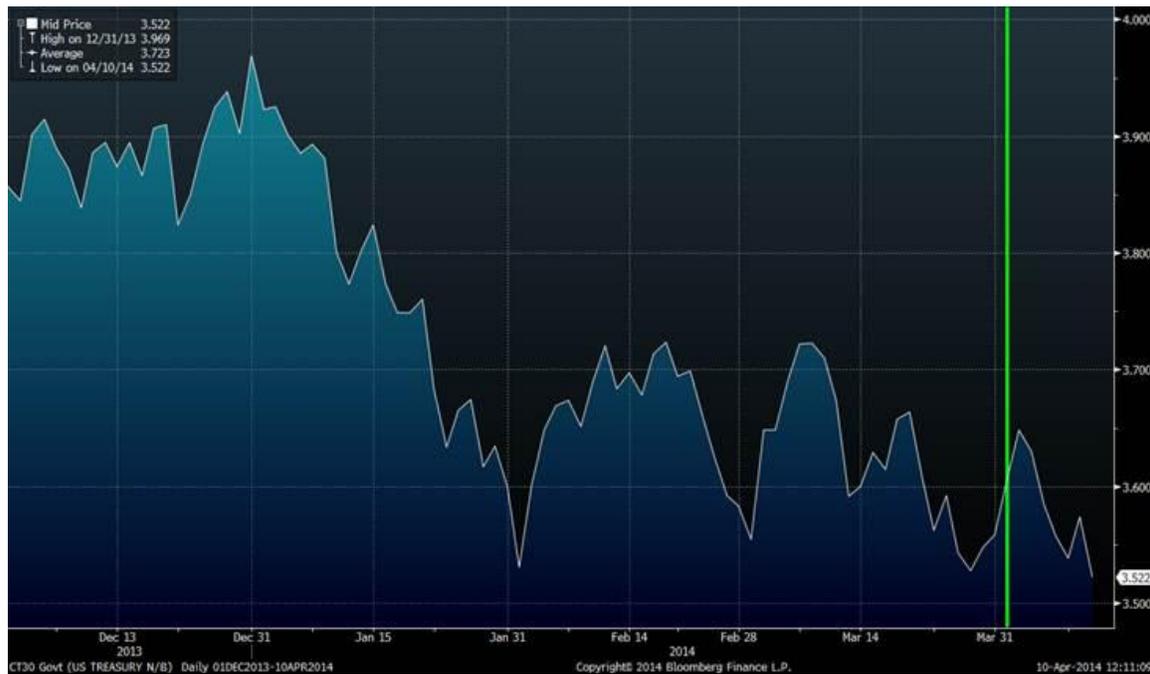
títulos gubernamentales emitidos por países emergentes y en desarrollo tiendan a ser mayores.

Se estima que la Reserva Federal estadounidense irá disminuyendo los estímulos económicos con la inyección de liquidez al mercado. Este momento iniciaría cuando ciertos indicadores, sobre todo el índice de desempleo, llegaran a valores tales que se pudiera afirmar que la economía americana estaba ya recuperada o en pos de lograrlo. Sin embargo, en mayo 2013 ante la sola perspectiva de que esto pudiera ocurrir en el corto plazo, el mercado entró en pánico y las tasas subieron en forma significativa, al no implementarse el "tapering" (inicio del retiro de las inyecciones de liquidez que la Reserva Federal ha venido realizando desde la crisis). Sorpresivamente, a fines del 2013 el banco central de Estados Unidos bajó el monto que inyecta mensualmente al mercado americano, iniciando de esa forma la reducción en los estímulos monetarios lo que ocasionó que a fines de diciembre las tasas empezaran a subir.

En los meses siguientes, tal y como se puede observar en los siguientes gráficos, las tasas de interés internacionales empezaron a mostrar bajas, esto se observa tanto en letras del tesoro como en las emisiones de eurobonos de Costa Rica, lo que mostraba el momento de salir al mercado, considerando además la reducción de los estímulos monetarios de la FED y su anuncio de concluir con el programa a finales del 2014 lo que aumenta las expectativas de importantes incrementos en las tasas a futuro.

Según lo indico, Janet Yellen, la Reserva Federal probablemente finalizará su enorme programa de compra de bonos a fines de este año 2014 y comenzaría a subir las tasas de interés, dijo la presidenta del banco central estadounidense, Yellen utilizó su primera conferencia de prensa como presidenta de la Fed para enfatizar que las tasas de interés permanecerán bajas por un tiempo, que subirán solo gradualmente, y que podrían quedarse más bajas de lo normal "por algún tiempo" incluso después que la economía recupere un buen ritmo de crecimiento.

El siguiente gráfico muestra los rendimientos de las letras del tesoro con vencimiento al 2043, allí se evidencia que pese a que en días anteriores los rendimientos internacionales estaban bajos, en comparación con la tendencia en los meses se eligió un buen momento para la salida de la emisión.

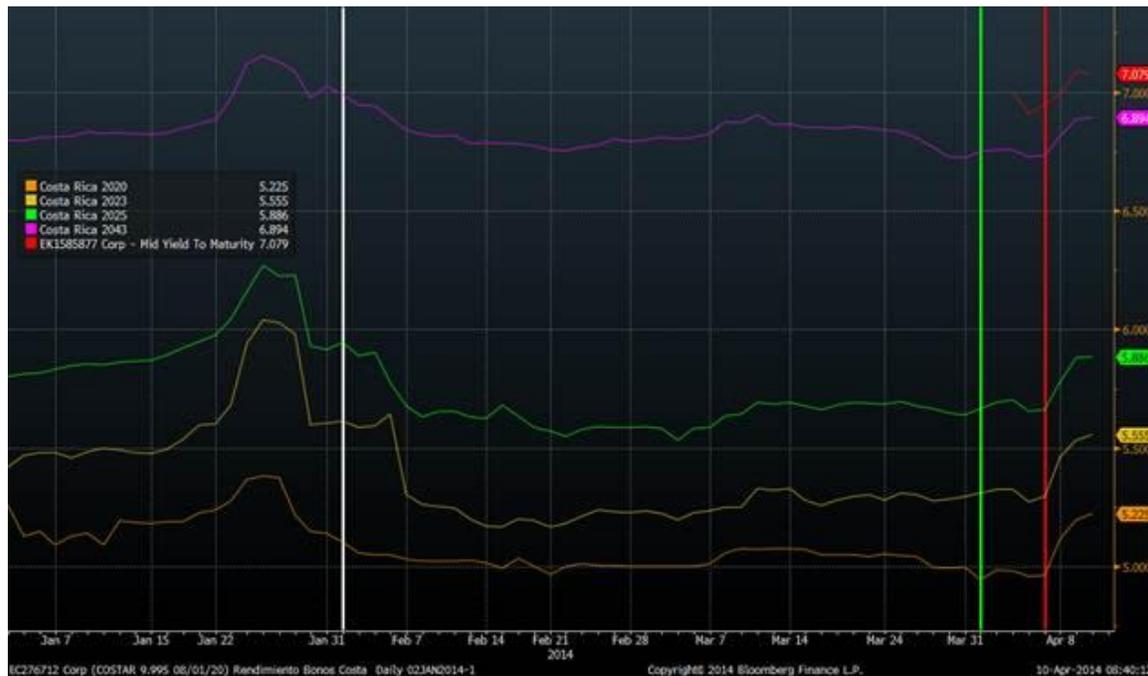


Fuente: Bloomberg

Tal y como se mencionó en párrafos anteriores 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.

Adicional a lo anterior, y con un enfoque en los bonos soberanos, en el gráfico siguiente se observa en el mes de enero un incremento en el spread, probablemente como respuesta del mercado ante la incertidumbre por el proceso de elecciones del nuevo gobierno (primer línea vertical es febrero 02), Ya para el anuncio de una segunda ronda (segunda línea vertical es 06 de abril) y la renuncia del candidato liberacionista, se minimiza el grado de incertidumbre del mercado y nuevamente se estrecha el spread de los bonos costarricenses.

La tercer línea vertical, muestra el momento de la colocación, en donde el spread se había reducido con respecto al comportamiento promedio observado días atrás. Posterior a la fecha de colocación, las tasas han mostrado un leve crecimiento que se ha acentuado en los últimos días producto del retiro de inversión extranjera en el país, como parte de las operaciones de la empresa Intel y Bank of América.



Cabe señalar, que las necesidades de financiamiento del Gobierno, no se sujetan al acontecer político, sino que deben ser atendidas indistintamente del Gobierno de turno, más aún, y según se informó a la prensa en meses anteriores a la salida al mercado, el tema de emitir bonos internacionales antes de la elecciones se discutió con los representantes tanto del partido Liberación Nacional así como del PAC, quienes no objetaron dicha operación.

Tomando en cuenta la segunda vuelta de las elecciones presidenciales a principios de abril, un nuevo equipo podía demorar el proceso de emisión, algo que pudo exponer aún más el riesgo de mercado. Por otro lado, era importante poder cerrar el financiamiento externo facilitando a la nueva administración los fondos presupuestados.

Otro elemento a considerar sobre el momento de colocación se refiere a las contrataciones ya que todas las negociaciones 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 2014.

Por otra parte, la economía mundial aún se recupera lentamente y los inversionistas se mostraban 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.

Aún para el periodo 2014 se mantiene la incertidumbre en los mercados europeos, a lo que se le ha sumado el conflicto entre Ucrania y Rusia el cual ha escalado a un matiz internacional. No podemos descartar el impacto que esto va a tener en lo sucesivo en los mercados financieros. Pero todo tiempo de incertidumbre puede ser tiempo de oportunidad para los inversores que sepan aprovecharlo.

Cabe señalar que la determinación sobre la fecha de salir al mercado consideró además, que posterior al mes de abril, se daría el periodo de Semana Santa en el que algunos inversionistas se encuentran de vacaciones, mayo era cambio de Gobierno, 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 2014. Dadas las necesidades de financiamiento que mantiene el Gobierno y la fuerte posibilidad de aumentos en las tasas de interés no resultaba prudente esperarse casi hasta finales de año para realizar la.

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 la recuperación económica de los Estados Unidos y cuanto más pronto se hiciera en ese primer semestre sería mejor para desahogar el mercado domestigo y reducir la exposición al riesgo de mercado.

III. Road Show

Al igual que en la emisión anterior se consideró que los posibles inversionistas ya conocían las variables económicas y fiscales del país, por lo tanto, no se hizo necesario realizar un Road Show para esta nueva emisión.

En esta oportunidad se optó nuevamente 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 y se aprovechaba la imagen de Costa Rica como un emisor recurrente y sofisticado.

Cabe señalar que con el propósito de buscar un acercamiento con los inversionistas y propiciar un ambiente de transparencia en cuanto a la información de las condiciones económicas y fiscales, de realizaron dos llamadas conferencias, en los meses de octubre 2013 y febrero 2014, en las que participaron un imponente número de inversionistas de diferentes sectores y el Señor Ministro de Hacienda compartió con ellos los principales avances en

materia macroeconómica y fiscal. Estas actividades con los inversionistas apoyaron también la idea de que no era necesario realizar visitas presenciales para la atracción de las inversiones en instrumentos del país

Sin lugar a duda, esta premisa fue correcta ya que en esta nueva emisión, a pesar del largo plazo de vencimiento, se dio una importante participación de inversionistas internacionales, reflejándose en las ofertas en firme que se presentaron, las cuales superaron más de 4.5 veces el monto colocado, lo que reafirma una vez más el elevado interés que se presenta por adquirir riesgo país Costa Rica.

Para esta ocasión no se contó con la participación de agentes financieros nacionales, a quienes en emisiones anteriores se les otorgó una porción de la asignación, Posiblemente la participación de inversionistas locales se vio desestimada por el plazo de vencimiento a 30 años, al cual los inversionistas locales no están familiarizados en títulos de tasa fija y que la tasa de rendimiento pactada fue baja respecto a las aspiraciones de los inversionistas locales.

Sin embargo si es importante resaltar que para futuros procesos si resultará fundamental realizar visitas físicas a los inversionistas internacionales (Road Show), principalmente por la entrada de una nueva administración y la posible gestión de nuevas políticas económicas que pueda influir sobre las perspectivas de los inversionistas. Por tanto, si sería muy conveniente realizar otro intercambio con los agentes financieros realizando el evento para describir los principales avances alrededor de los esfuerzos fiscales para mejorar y ampliar la carga tributaria en el país y políticas del nuevo gobierno. El acercamiento con inversionistas en Asia, ofrece una importante posibilidad de ampliar la base de inversionistas y por esta vía lograr más demanda para los valores costarricenses y por tanto precios mayores que redunden en costos financieros menores para el Gobierno.

La estrecha relación con los tenedores actuales y potenciales 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. 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 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.

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.

La confianza del inversionista es un proceso que se va construyendo paulatinamente, de ahí que para la colocación del 2013 era muy riesgoso acudir exclusivamente al plazo de 30 años, dado que tradicionalmente este plazo está reservado para países con un claro grado de inversión y Costa Rica no tenía referencia a plazos mayores a 10 años, ni un claro acceso a este rubro por no contar con grado de inversión en todas las calificadoras de riesgo. Esta fue una de las razones por las cuales en la colocación del 2013 se decidió fraccionar la colocación en dos tractos, dando el primer paso en el segmento de 30 años

Ya para la colocación del 2014 y concedores de que persistía un apetito importante para las inversiones de muy largo plazo es que, en conjunto con la se 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.

Las emisiones a 30 años usualmente están reservadas para inversionistas con grado de inversión; sin embargo, dadas las señales del mercado, el acercamiento que se tiene actualmente con los inversionistas sin riesgo de refinanciación se consideró oportuno el plazo emitido, una emisión de \$1000 a 10 años implicaría concentración de vencimientos en el mediano plazo.

V. Determinación del precio

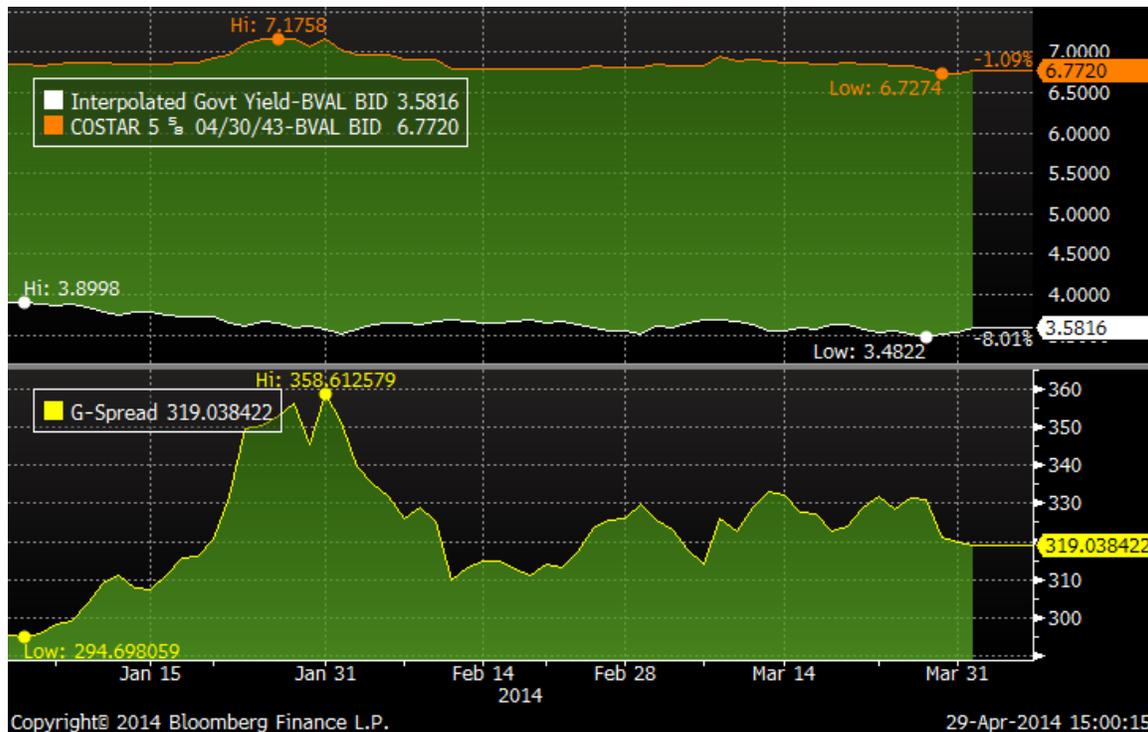
El ejercicio de determinación del precio de la nueva emisión, se basó principalmente alrededor del rendimiento secundario del bono 2043, el cual era un indicadores del precio del riesgo país, debido no solo a que se emitió recientemente, sino también porque su volumen y liquidez debía reflejar la prima de riesgo que exigen los inversionistas ante la exposición del riesgo Costa Rica. El adecuado balance entre un precio que satisfaga los interés del Gobierno pero que no haga incurrir en pérdidas a las inversionistas es una labor de la mayor importancia.

En esta ocasión, como no se realizó un road show, el proceso de colocación de una forma muy intensiva durante el día 01 de Abril, el primer anuncio de la operación se llevó a cabo a las 7:00 am hora de Nueva York con el fin de aprovechar la recepción de ofertas de países Europeos, particularmente en el mercado de Londres y la asignación finalizó a las 4:00 pm hora de New York. Es relevante mencionar que al finalizar el proceso de colocación se había recibido ofertas que excedían la colocación en casi 4.5 veces.

Es importante destacar, que una de las mejores referencias para poder comparar la reciente emisión es título colocado a finales del año pasado con vencimiento en el 2043 y 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 mercado secundario tan robusto.

El siguiente gráfico muestra los rendimientos tanto del bono CR43 como del Tesoro de los Estados Unidos a 30 años (tasa interpolada a ese plazalInterpolated) del 1 de enero al 01 de abril del 2014. En promedio de los

últimos dos meses (del 1 de febrero al 1 de abril) el spread era de 324.33 pb. Esto significa que por la colocación CR2043, se estaba valorando una prima de aproximadamente 325 puntos base, sin embargo esta prima había llegado a finales del Enero 2014 a casi 360 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 6.95 % y 7.25 %.



Fuente Bloomberg

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

La primera referencia de precio el día de inicio de la transacción fue “low 7” lo que significa un rango entre 7.0% y 7.5%. Posteriormente y conforme las ofertas de compra fueron aumentando la referencia de precio se restringió a 7.0%-7.25%, finalmente antes del cierre de la recepción de ofertas la referencia de precio se estrecho aún más de 6.95% a 7.10%, habilitando la posibilidad de cerrar ligeramente por debajo de 7.0%. Sin embargo a pesar de que se recibieron ofertas de compras por encima de lo que se estimaba captar, la disposición de los inversionistas por disminuir el rendimiento recibido por debajo de 7.0% era muy reducido y sensiblemente podría poner en riesgo la captación final.

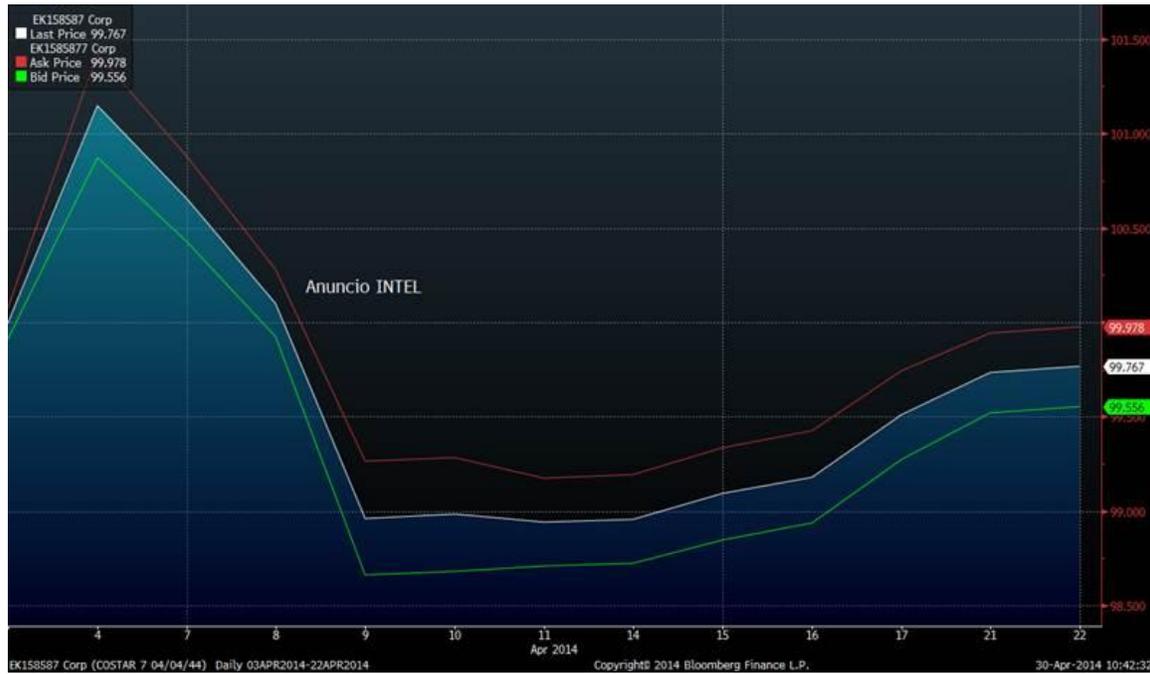
La tasa de colocación para el CR44 (Costa Rica con vencimiento en el 2044) finalmente pactada fue de 7%, tasa razonable conforme a las condiciones internacionales, que se reflejaban en los rendimientos de CR43 y T30 y que

refleja las condiciones financieras vigentes para el país en los mercados internacionales.

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 (CR44), tal y como se muestra en la siguiente gráfica el precio, en los siguientes 4 días, permaneció bastante estable entre 99 y 101, es decir el valor para del instrumento +/- 1% 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 cualquier movimiento mueve de forma significativa el precio del activo.

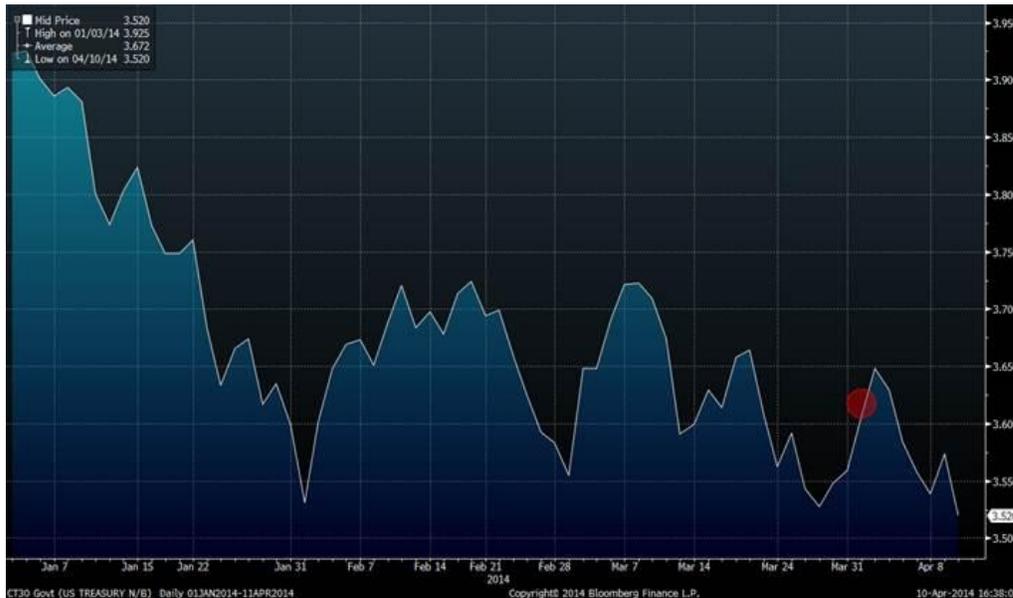
Un elemento que afectó el precio durante estos primeros días de la emisión fue la cancelación de una parte de las operaciones de INTEL en el país, asociada a la planta de microprocesadores y la cancelación de operación de Bank of América, lo cual en conjunto anticipa el despido de cerca 3000 personas. Esto generó incertidumbre en el mercado internacional y provocó una caída del precio a 99, lo cual se replicó en otros instrumentos internacionales del país. Ya a partir de mediados de abril se observa nuevamente un incremento en el precio del bono.



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.

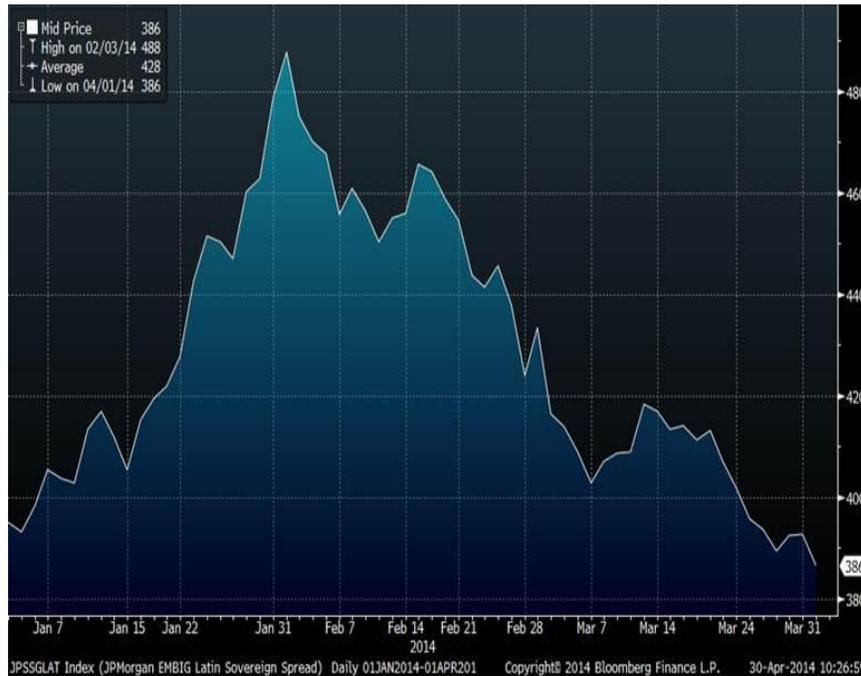
El momento de la colocación, tal y como se observa en el siguiente gráfico y a pesar de la incertidumbre sobre los acontecimientos a nivel internacional, mostrados en la inestabilidad de los bonos del Tesoro, fue uno de los puntos más bajos que mostraba ese instrumento.



Fuente: Gráfico Letras del Tesoro 30 años-Bloomberg

Por otra parte, 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 se encontraban en bajos niveles en comparación con periodos anteriores.

Es índice disminuía desde los 400 p.b hasta los 386 p.b entre el 24 de marzo del 2014 y el 1 de abril, tal y como se muestra en el siguiente gráfico donde se establece el comportamiento del Emerging Market Index (EMBI) .



Fuente: Gráfico EMBI-Bloomberg

La siguiente tabla refleja un resumen de algunos países comparables y los rendimientos de emisiones existentes al momento de la colocación. Cabe señalar que son reducidas las recientes operaciones latinoamericanas en plazos de 30 años.

País	Monto Emisión \$	Vencimiento	Cupón	Rendimiento al 01/04/2014	Fitch	Moody's	S&P
Costa Rica	500.000.000,00	30/04/2043	5,625	6,748	BB+	Baa3	BB+
El Salvador	653.500.000,00	01/02/2041	7,75	7,645	BB+	Ba3	BB-
Panamá	750.000.000,00	29/04/2053	4,3	5,367	BBB	Baa2	BBB

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 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 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.

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) 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 abril 2014 se logró en corto tiempo y a una tasa que refleja la situación actual de la economía, en la cual la expectativa de tasas de interés han cambiado y se espera un incremento en las mismas en el mediano y largo plazo. Es relevante destacar que este cambio en las expectativas es generalizado en los países de economías emergentes y particularmente en el caso de Costa Rica a raíz de la expectativa de reducción de las calificaciones de riesgo producto de la situación fiscal. 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 pesaba sobre emisiones anteriores de menor volumen.

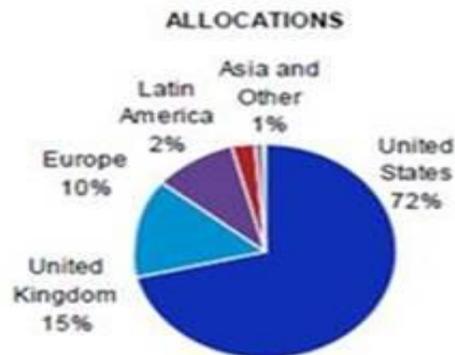
Estas colaciones tienen un efecto importante para la composición del portafolio de deuda del Gobierno por cuanto, se incrementa el plazo de la deuda externa bonificada y se reducen los intereses que se deben pagar por la misma, para octubre del 2012 la tasa promedio ponderada de la deuda fue 8,19% pasando en enero luego de la primera colocación de noviembre a 5,94%, finalmente ya para abril del 2013 se situó en 5,35%, 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.

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 de Reino Unido y Europa. A pesar de la concentración en Estados Unidos, lo cual es usual es estas operaciones, especialmente por el plazo del vencimiento, se logró mantener la base de inversionistas obtenida en las últimas colocaciones, 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 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.



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 emisiones futuras lo que repercutirá de forma positiva en la formación de precios de referencia y los costos asociados a la colocación de emisiones.

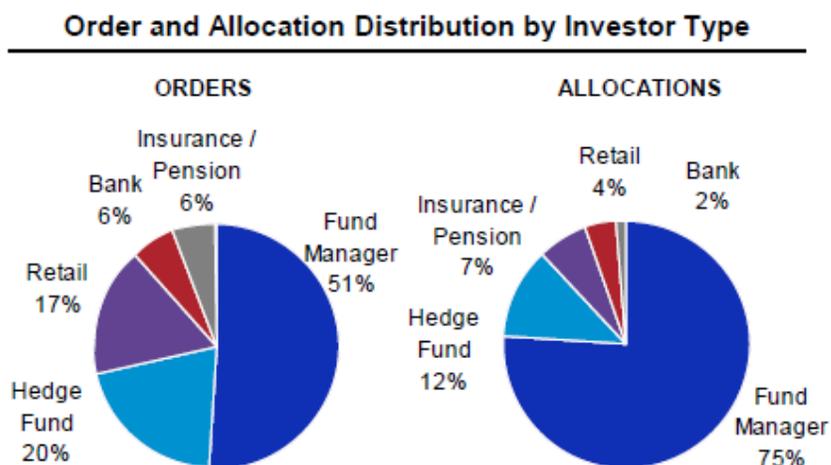
Cabe señalar que no se consideró restricción alguna para la participación de los inversionistas locales no obstante parece ser que el plazo y la tasa de interés no les fue atractiva, por cuanto su asignación de participación fue nula. La demanda por esta nueva emisión tuvo un múltiplo de 4.5 a 1 lo que 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 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.

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 87%, mientras que el restante 13%, se asignó a Bancos, Aseguradoras- Fondos de Pensión e inversionistas individuales.

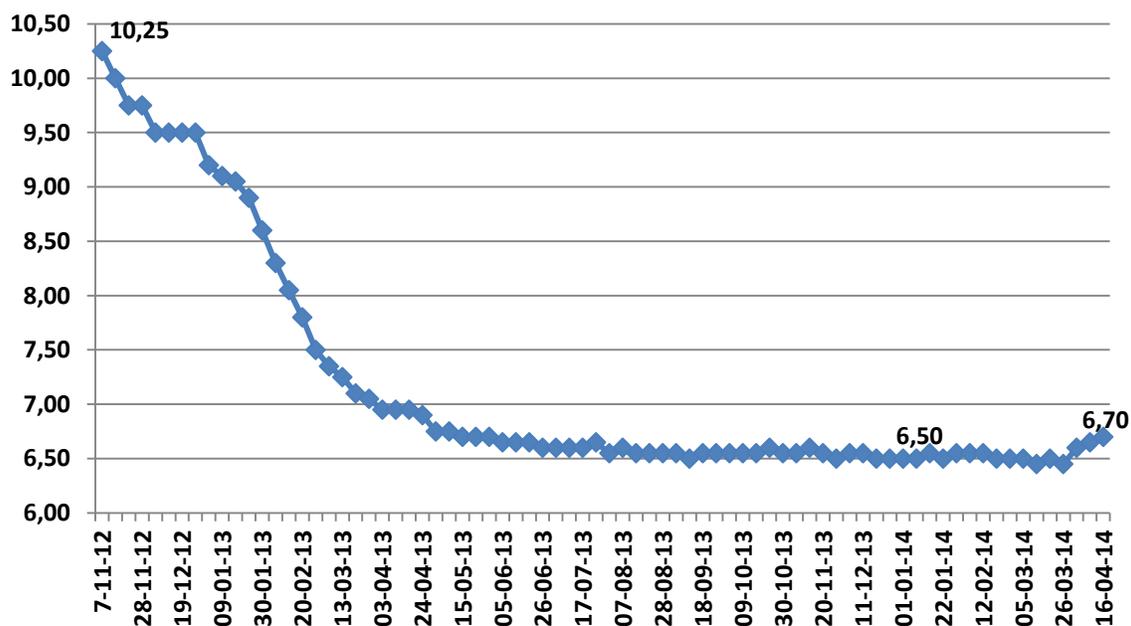


1.3. Impacto en el Mercado Doméstico

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 dos colocaciones internacionales realizadas en noviembre 2012 y abril 2013, 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 emisión, tal y como se observa en el siguiente gráfico. Era de esperar que como resultado de la búsqueda de recursos por parte del Gobierno en el exterior y al generar una menor competencia por los 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 inicios del 2014 los inversionistas empezaron a generar presión por un incremento en las tasas domésticas, presión que al 16 de abril del presente año se traduce en un incremento en la tasa básica pasiva de 20 puntos básicos, al compararla con la del cierre a diciembre 2013.

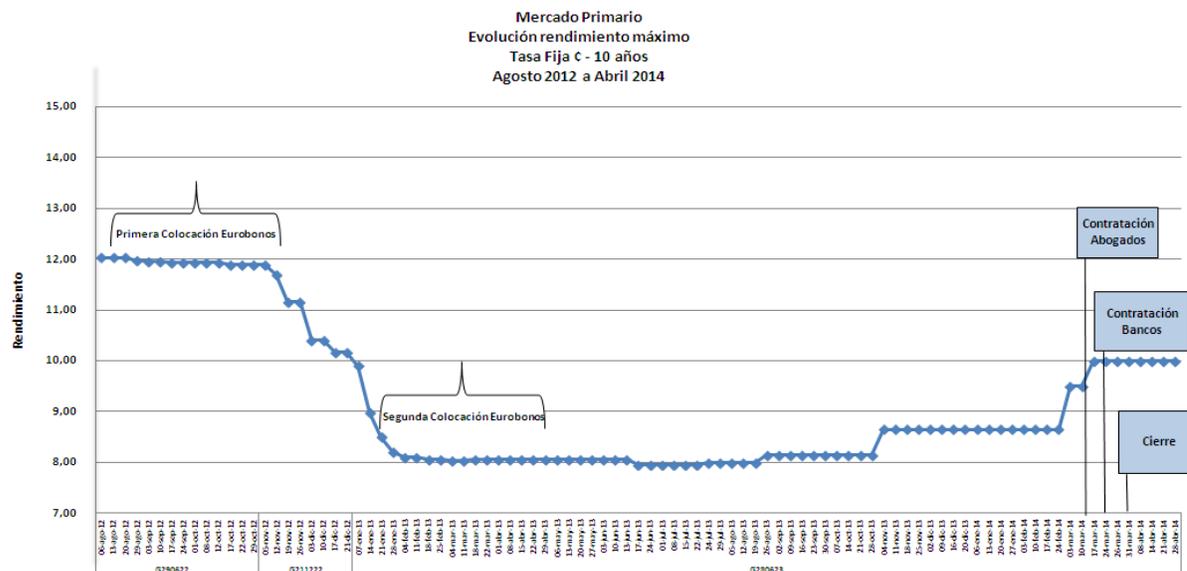
A pesar de que este incremento no se debe únicamente a razones del mercado doméstico, sino también a la expectativa de recuperación de Estados Unidos – principal socio comercial de la zona- y la reducción paulatina del programa de “estímulo económico” en Estados Unidos, que generaban expectativas de aumento en las tasas domésticas, era 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 logrará controlar la presión al alza en las tasas de interés.

Tasa Básica Pasiva - Semanal Noviembre 2012 - Abril 2014



Esta presión en el mercado doméstico durante el I trimestre 2014 fue más importante en las emisiones de Ministerio de Hacienda, las cuales ya al . El siguiente gráfico muestra un ejemplo para las emisiones a 10 años plazo 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, de agosto 2012 a enero 2013 los rendimientos sufrieron una disminución de aproximadamente 400 puntos básicos. Adicionalmente se puede notar que hasta el mes de diciembre 2013 el efecto de reducción en las tasas de interés del mercado local no presentó un efecto rebote, esto es muy relevante para identificar el resultado total de las colocaciones sobre el mercado doméstico.

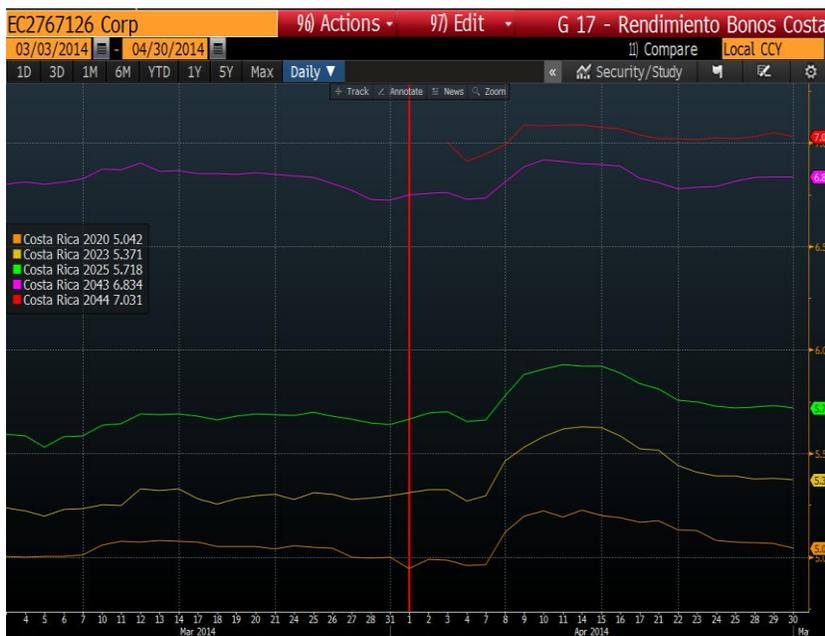
Sin embargo, los rendimientos de la emisión local con vencimientos en 10 años es de un 10,00%, ello significa un aumento de 200 puntos básicos desde junio del año anterior, estos incrementos se dieron porque los inversionistas se inclinaron por la compra de títulos valores de corto plazo e instrumentos de tasa variable a la espera de un aumento en las tasas de interés, basándose en los movimientos de tasas internacionales y las perspectivas sobre las necesidades de financiamiento del Gobierno.



A continuación se muestra el gráfico donde se compara la curva de rendimientos de Costa Rica luego de la colocación en noviembre del 2012 (a 10 años plazo) y la que se originó al realizar diversas colocaciones en los mercados internacionales con plazos mayores. Se nota claramente que la curva antes de las recientes emisiones era corta (curva inferior), ya que el vencimiento más lejano era al año 2023, luego de las colocaciones realizadas en el 2013 y 2014, la curva de rendimientos se alargó hasta llegar a un vencimiento en el 2044, generando mejores puntos de referencia para futuras emisiones internacionales. Adicionalmente, se evidencia en el desplazamiento vertical de la curva que las condiciones de los mercados internacionales variaron, obligando a todos los países emergentes a pagar una mayor prima de riesgo por las emisiones, lo que genera un desplazamiento hacia arriba de la curva.



Adicionalmente, se puede mencionar que la colocación de títulos realizada en Abril del 2014 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 rendimientos de los títulos de Costa Rica colocados en los mercados internacionales.



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.

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 finales del Marzo 2014, para inicios de abril del mismo año 2013 era de 5.36%.

Luego de la colocación del bde44 el costo financiero se sitúa 5.77%, tasas que es un poco mayor a la que se mantenía a finales de marzo del 2014, esto se presenta como resultado de colocar a una tasa de 7%, lo que redondo en una leve subida del costo total, pese a esto se considera que la estrategia de colocación y los costos son los adecuados de acuerdo a las calificaciones otorgadas de riesgo.

Adicionalmente, se espera que para abril de año 2014 esta tasa se sitúe cerca de 5,35% cuando llegue el vencimiento del título bde14, con la nueva emisión con vencimiento en el 2044 y una tasa de colocación del 7% el ponderado de la deuda externa se sitúa en 5.77%.

La tasa de colocación de los US\$1.000,0 millones fue de 7.00% a 30 años. Si suponemos una inflación del 3%, la tasa se traduciría a colones en 10.0%. Por su parte si el Gobierno tuviese que salir al mercado a captar la misma cantidad de recursos a las tasas locales (las cuales han venido subiendo en las últimas semanas), este es el caso de la serie G210933 que ha tenido tasas cercanas al 10% en sus últimas colocaciones, además, se espera que para las siguientes subastas tenga una tasa de referencia de 10.80%, para plazos incluso menores de colocación, lo que indicaría que para el periodo de comparación (30 años plazo) la tasa estaría por arriba del 11%, dado este panorama la colocación genera ahorros importantes en las tasas de intereses lo que reflejara en el periodo 2014 y los subsiguiente, adicionalmente, al no colocar en el mercado local no se presionan las tasas que generarían aún costos mayores en el stock total de la deuda denominado en moneda local.

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 dos exitosas colocaciones efectuadas en los años 2012 y 2013, 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 7,00%, 137 puntos básicos más al compararlo con el emitido en el 2013 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.

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.

“Para Vidal Villalobos, gerente de estudios económicos del Portfolio Advisory Group de Scotiabank, el margen del bono costarricense sobre el de Estados Unidos **es adecuado**, pues las expectativas actuales son de aumentos en las tasas de interés de una manera más consistente hacia finales del 2015 y precisamente esa expectativa debe quedar cubierta o incluida.

Además, agregó Villalobos, la tasa ofrecida toma en cuenta otros factores como un deterioro fiscal costarricense y la posibilidad de que la calificación de riesgo de Costa Rica sea modificada negativamente.

“Según Douglas Montero, gerente de mercado internacional del puesto de bolsa Mercado de Valores, considera que **el rendimiento ofrecido incluso podría ser bajo**. La diferencia que se aplicó con el bono 2043 (272 puntos base, aproximadamente) no podría mantenerse actualmente porque las condiciones han cambiado, por ejemplo, prevalece una menor preferencia de los inversionistas por los plazos largos y por el propio aumento de las tasas”.

“José Rafael Brenes, gerente general de la Bolsa Nacional de Valores (BNV), coincidió con que la tasa refleja los cambios que tienen los inversionistas con respecto al riesgo de los mercados emergentes.

Según Brenes, esos rendimientos son los que, históricamente, países como Costa Rica estaban acostumbrados a pagar en los mercados internacionales antes de las políticas de estímulo de la Fed.

Precisamente, el país **aprovechó el periodo de rendimientos inusualmente bajos en las colocaciones anteriores, pero esas condiciones ya no volverán a presentarse**. "Nos beneficiamos del exceso de liquidez de la política monetaria de Estados Unidos", dijo².

² El financiero 1ro de Abril 2014. http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Eurobono-bono_soberano-deuda_externa-2014-tasas_de_interes_0_492550760.html

Conclusiones

Costa Rica consiguió, con la emisión del bono con vencimiento al año 2044, 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 económicas similares a Costa Rica, que han podido colocar emisiones de un monto de \$1.000 millones, y a un plazo tan extenso como son 30 años al vencimiento. El haberlo logrado muestra el buen posicionamiento que ha mantenido el país en los mercados, a pesar de que la visión de los inversionistas sobre las economías emergentes como fuentes de oportunidades de inversión financiera, ha mostrado una tendencia a la baja principalmente por la salida de los capitales que hace algunos meses se habían refugiado en mercados con tasas de interés un poco más altas.

La tasa de colocación del bono de Costa Rica con vencimiento al año 2044, fue un 7,00%, la misma puede considerarse ventajosa 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.

No cabe duda que las expectativas de los inversionistas en torno a los riesgos que mantiene el país, particularmente en torno al tema fiscal ya están incorporados en el precio de los valores internacionales desde antes de la revisión de la perspectiva de riesgo país a negativa por parte de Moody's y dado el ritmo con el que se espera dar solución a la problemática fiscal se verá inmerso en un trámite complejo y burocrático, se estima que la situación de la prima por riesgo país se deteriore hasta no dar con soluciones concretas.

Lista de Anexos

- Anexo 1: Acuerdo de Inicio de operaciones, DM -019-2014
- 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: 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