

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

Ley 9708

Ministerio de Hacienda de Costa Rica



Diciembre 2019

Introducción.....	2
I. Procesos de Contratación	4
Contratación del Asesor Legal Internacional	5
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	5
2. Oferta Técnica	6
3. Oferta económica	7
4. Ponderación para evaluación.....	7
5. Del proceso de selección del asesor legal internacional	8
Contratación del Banco o Bancos Colocadores	12
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	12
2. Etapa de Preselección.....	13
3. Etapa de Selección.....	16
4. Evaluación	17
5. Preselección y Selección final de los Bancos Colocadores.....	18
Contratación de los servicios de Calificación de Riesgo	22
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	22
1. Del proceso de selección	22
Contratación agente fiscal, de registro y de pago	24
1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación.....	24
2. Proceso de contratación de agente fiscal, de registro y de pago.....	26
Costo de las contrataciones realizadas	27
II. Proceso de Emisión	28
1. Preparación de Documentación y Debida diligencia.....	28
2. Cláusulas de Acción Colectiva.....	29
3. Definición de la fecha de salida al mercado	30
4. Determinación del monto a colocar	37
5. Plazo de la Colocación	39
6. Determinación del precio	40
III. Resultados de la colocación.....	54
1. Distribución geográfica.....	56
2. Distribución por tipo de inversionista	57
3. Impacto en el Mercado Doméstico	58
4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional	60
5. Beneficios fiscales	62
6. Sobre la presencia de Costa Rica en los mercados internacionales	65
7. La percepción de especialistas locales	66
IV. Lecciones aprendidas proceso de colocación.....	68
V. Conclusiones.....	71

Introducción

El 12 de noviembre del 2019 se realizó la colocación de eurobonos bajo la Ley N° 9708. Esta Ley autorizó a colocar US\$ 1.500 millones en los mercados internacionales, lo cual desde el inicio de la Administración Alvarado Quesada constituyó parte de la estrategia de endeudamiento de mediano plazo del Gobierno Central, con la que se busca reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento, construir referencias de precios para futuras emisiones, dar liquidez a emisiones de bonos internacionales realizadas en el pasado, así como aprovechar las condiciones favorables en los mercados internacionales y disminuir el peso del servicio de la deuda sobre el presupuesto nacional.

Después de casi 5 años en que Costa Rica no participaba del mercado internacional, se realiza la nueva emisión en dos tratos: el primero de US\$ 1.200 millones con un vencimiento a febrero del 2031, el cual se constituye en una nueva referencia para Costa Rica y el segundo trato por US\$ 300 millones, como una reapertura de la última colocación internacional realizada en el año 2015 con vencimiento a marzo del 2045, aumentando la liquidez de la misma.

La colocación del eurobono de Costa Rica con vencimiento en el año 2031 y la reapertura del 2045, por US\$1.500 millones contribuye a mejorar una vez más el perfil de vencimientos de la deuda costarricense y a reducir el riesgo de refinanciamiento. Demuestra también, que el mercado internacional ha mantenido la confianza en el desempeño de la economía de Costa Rica, pues no son muchos los países emergentes que con niveles de calificación de riesgo similares a los de Costa Rica pueden colocar bonos de deuda al plazo y por el monto al que se colocó esta emisión.

Cumpliendo con lo dispuesto en el Artículo 8 de la Ley N° 9708, se procede a presentar por parte del Ministerio de Hacienda, un informe detallado del proceso de colocación a la Comisión para el Control del Ingreso y el Gasto Público de la Asamblea Legislativa y a la Contraloría General de la República.

La estructura del informe se subdivide en cuatro partes y presenta información sobre los procesos de contratación de los actores involucrados; la explicación del proceso de emisión, incluyendo las justificaciones técnicas con respecto a la oportunidad en el acceso al mercado y el precio de asignación; los resultados obtenidos; algunas de las lecciones aprendidas así como las conclusiones de la colocación internacional de bonos.

I. Procesos de Contratación

El 06 de agosto del 2019 y conforme a la Ley N° 9708 denominada “*Autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional y contratación de líneas de crédito*”, (en adelante la Ley), el Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Hacienda inició el proceso para realizar una emisión de títulos valores en el mercado internacional por un monto de US\$1.500 millones (mil quinientos millones de Dólares Estadounidenses) bajo la Regla 144 A y Regulación S, con el fin de aprovechar la ventana de oportunidad que brindan los mercados internacionales, particularmente en el mes de noviembre, además, la coyuntura persistente de bajas tasas de interés internacional.

La emisión internacional se realizó considerando los procedimientos que refiere la Ley y en acatamiento con los principios constitucionales. Es importante destacar que el legislador estableció los procedimientos mínimos que el Ministerio de Hacienda debía seguir en relación con la emisión y las contrataciones requeridas para poder llevarla a cabo. Dichas contrataciones no estarían sujetas a los procedimientos ordinarios de contratación establecidos en la Ley N° 7494, Ley de Contratación Administrativa, pero sí “*(..).deberán respetar todos los principios y parámetros constitucionales que rigen la actividad contractual del Estado.*”

Adicionalmente a lo establecido en la Ley, este Ministerio mediante Acuerdos Ministerial N° DM-0121-2019 y DM-0125-2019 y, 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”, requeridas para la emisión de títulos valores y gestión de pasivos en el mercado internacional. Dicho Acuerdo desarrolló el procedimiento para la selección y contratación del Banco o Bancos colocadores según el artículo 6 de la Ley N° 9708 y las demás contrataciones que establece el artículo 7 de la misma.

Asimismo, se formalizó la constitución de la Comisión Ejecutiva de Calificación y Recomendación (en adelante Comisión Ejecutiva), que refiere el artículo 6 según la Ley citada, conformada por el Vice Ministro de Egresos del Ministerio de Hacienda, Presidente del Banco Central de Costa Rica y la Ministra de Planificación Nacional y Política Económica.

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 Calificación y Recomendación. Dicha Comisión integrada por la Tesorera Nacional o, en su ausencia, por el Sub Tesorero Nacional, el Director de Crédito Público o, en su ausencia, quién este designe, el jefe de Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público o, en su ausencia, un representante de la Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público y un representante del Banco Central de Costa Rica designado por el Presidente de dicha entidad.

Contratación del Asesor Legal Internacional

Para que el Ministerio de Hacienda en representación del Poder Ejecutivo, pudiese dar inicio al proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional, requirió contratar los servicios profesionales de un asesor legal internacional, para contribuir con el cumplimiento de la normativa internacional en este tipo de procesos y elaborar los documentos legales requeridos. Esta fue la primera contratación realizada, cuyos criterios y procedimientos de evaluación se presentan a continuación:

1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 9708, correspondió a la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora,

establecer las Bases¹ para la “Selección y Contratación del Asesor Legal Internacional para el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional” (, las cuáles fueron publicadas oportunamente en aras de la transparencia y participación de los interesados.

Estas bases establecían los criterios para la selección y la forma de la evaluación y puntuación tanto de la oferta técnica como la económica. Dichas ofertas debía incorporar el siguiente detalle:

2. Oferta Técnica

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

Está experiencia se refería tanto en la asesoría a emisores de deuda soberana, como a Bancos colocadores durante el periodo entre enero 2015 y junio 2019, en ambos casos debieron presentar la lista de las emisiones soberanas en las que habían participado entre enero 2015 y junio del 2019.

b) Experiencia del equipo que estaría involucrado en la transacción

Consistió en incluir una corta descripción biográfica (no más de dos páginas por cada miembro del equipo de trabajo) de los abogados que participarían directamente en la transacción, junto con la descripción de las funciones que cada uno desempeñaría en el proceso de emisión internacional. Además incluyó un compromiso expreso, en el cual los abogados (cuya descripción biográfica se incluyó) se comprometían a participar directamente en la transacción. Para cada integrante del equipo se debió incluir una lista de las transacciones internacionales en las que hubiese participado directamente en calidad de asesor legal entre enero 2015 y junio del 2019.

¹ <https://www.hacienda.go.cr/contenido/15315-colocacion-internacional-de-bonos-2019>
<https://www.bccr.fi.cr/seccion-colocacion-internacional-bonos/colocacióninternacionaldebonos>

3. Oferta económica

Las firmas tuvieron que presentar una oferta detallada de los servicios profesionales de asesoría legal (honorarios) en el proceso de emisión. Destacándose que la Firma debería asumir todo el costo de los impuestos de ley correspondientes. Con el fin de equiparar todas las ofertas económicas, el monto cotizado sería el monto bruto antes de aplicar los impuestos de ley.

Asimismo, debieron indicar el monto máximo y detalle de gastos relacionados con los servicios profesionales, que requeriría para la prestación de los mismos.

4. Ponderación para evaluación

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

Oferta técnica

Conforme a las bases de contratación, la oferta técnica tendría una calificación máxima de 70% de la calificación global y consideraría la valoración y ponderación de los siguientes conceptos:

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

La experiencia de la firma como asesora a Gobiernos emisores soberanos, tuvo un valor de 25%. La firma que hubiera realizado la mayor cantidad de asesorías a emisores soberanos tendría un 25% y por relación lineal se asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente fórmula: puntaje por experiencia de la firma $X = (\text{Transacciones firma } X / \text{Firma con mayor número de transacciones}) * 100$.

b) Experiencia de la firma asesorando a Bancos Colocadores en emisiones Soberanas.

La experiencia de la firma como asesora a Banco Colocadores en emisiones soberanas, tuvo un valor de 15%. La firma que hubiera realizado la mayor cantidad de asesorías a Banco Colocadores tendría un 15% y por relación lineal se asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente fórmula: puntaje por experiencia de la firma $X = (\text{Transacciones firma } X / \text{Firma con mayor número de transacciones}) * 100$.

c) Experiencia del equipo que estaría involucrado en la transacción

Se evaluó 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 manera: un 20% según la cantidad de los procesos en que cada miembro del equipo participó; el 10% restante asignado con base en la razonabilidad de la propuesta del equipo asignado.

d) Criterios de valoración de la oferta económica

De conformidad a lo establecido en las Bases, la oferta económica tiene una valoración máxima del 30%. Las ofertas económicas de las firmas se ordenaron del menor al mayor costo; luego de realizar la sumatoria de los honorarios por servicios profesionales de asesoría legal y el monto máximo de los gastos. El menor costo con una puntuación máxima; para las siguientes firmas se haría una relación lineal inversa respecto de los puntos asignados a la firma de mínimo costo conforme a la siguiente fórmula: puntaje por oferta económica de la firma $X = (\text{Honorarios de la firma de mínimo costo} / \text{Honorarios de la Firma } X) * 100$.

5. Del proceso de selección del asesor legal internacional

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley N° 9708, se procedió el día 09 de agosto del 2019, a realizar el anuncio en un medio electrónico de información internacional Bloomberg (que es el sistema de información internacional que permite a profesionales del mundo financiero acceder al servicio Bloomberg Professional donde se puede consultar y analizar información financiera de los mercados en tiempo real) invitando a todas aquellas firmas legales internacionales interesadas en participar en el concurso, para que éstas accedieran las Bases en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica, y se llevaron a cabo invitaciones directas a firmas legales con experiencia en mercados de capitales conforme a la recomendación realizada por la Comisión.

Adicional a lo anterior, el 9 de agosto del 2019, se realizó la invitación directa a diez firmas legales para participar en el concurso.

Las firmas legales invitadas directamente fueron las siguientes:

- 1) White & Case
- 2) Allen & Overy
- 3) Arnold & Porter
- 4) Arnold & Porter Kaye Scholer LLP
- 5) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
- 6) Clifford Chance LLP
- 7) Dechert
- 8) Freshfields Bruckhaus Deringer
- 9) Latam & Watkins LLP
- 10) Linklaters LLP

El día 16 de agosto del 2019, se cerró el plazo para la recepción de ofertas y se inició el proceso de selección y evaluación; presentaron sus ofertas las ocho firmas legales que a continuación se detallan:

- 1) Linklaters
- 2) Dechert
- 3) Clifford Chance LLP
- 4) White & Case
- 5) Paul Hastings
- 6) Simpson Thacher
- 7) Arnold & Porter
- 8) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Selección final del Asesor Legal Internacional

Como se indicó, se recibieron en tiempo y según la forma establecida en las Bases de contratación, los atestados de 8 firmas de asesores legales internacionales. La Comisión resolvió admisibles las ocho ofertas recibidas en el tiempo establecido.

Conforme a la valoración en cada una de las categorías, tanto de la oferta técnica como económica, a continuación se muestran los resultados obtenidos:

Firma Asesora	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
Puntaje				
Linklaters	20%	13%	8%	41%
Dechert	16%	12%	28%	56%
Clifford Chance LLP	39%	30%	15%	84%
White & Case	14%	16%	10%	40%
Paul Hastings	2%	15%	10%	27%
Simpson Thacher	4%	19%	13%	36%
Arnold & Porter	13%	20%	14%	48%
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP	26%	14%	20%	61%

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 2015 y junio del año 2019, en ese sentido, Clifford Chance LLP resultó con el puntaje más alto en esa categoría. Por el contrario, la firma que obtuvo el puntaje más bajo fue Paul Hastings.

En cuanto a la oferta económica, la firma Clifford Chance LLP fue la que obtuvo el mejor puntaje ya que su oferta fue la más baja con \$100.000, en segundo lugar se situó la firma Arnold & Porter con una oferta de \$150.000, en el otro extremo, como la oferta de mayor costo fue Dechert quien presentó una propuesta de \$243.750.

Para la categoría de experiencia y razonabilidad del equipo involucrado en la transacción, se consideró la cantidad de miembros que participarían 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 Dechert, por cuanto los miembros que estarían involucrados directamente en la transacción acreditaron mucha más experiencia en transacciones de emisiones soberanas que los demás, además presentó una clara descripción de los roles en los que cada uno participaría. Por su parte la firma que obtuvo el porcentaje más bajo en ésta categoría fue Linklaters LLP.

Tal como se puede observar en dos de las tres categorías evaluadas la firma Clifford Chance LLP, obtuvo el resultado más alto. Así las cosas, al haber obtenido un puntaje de 84%; como calificación final, de conformidad con las Bases del Asesor Legal Internacional, y con base en la recomendación de la Comisión Ejecutiva, el Ministerio de Hacienda adjudicó el concurso a la firma Clifford Chance LLP. Por otra parte cabe señalar que no se recibió ninguna apelación a la adjudicación durante el plazo establecido.

La contratación del Asesor legal internacional, se da por finalizado conforme resolución RES-1290-2019 con fecha 19 de agosto del 2019, emitida por la señora Maria del Rocío Aguilar M., entonces Ministra de Hacienda.

Contratación del Banco o Bancos Colocadores

De conformidad con lo establecido en el artículo 6 de la Ley N° 9708, la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico de la Comisión Técnica 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. Estos criterios se plasma en el documento denominado *“Bases para la selección y contratación de un banco colocador y asesor financiero para el proceso de emisión de títulos valores y gestión de pasivos en el mercado internacional”*².

1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme a lo dispuesto en el artículo 6 inciso de la Ley N° 9708 y Acuerdos Ministeriales el proceso de contratación del banco para las colocaciones que se realicen al amparo de la ley que se cita, debía realizarse en dos etapas; a saber, una primer etapa de preselección en donde se preseleccionaban las mejores ofertas respetando criterios previamente establecidos y posteriormente, la etapa de selección en donde se escogía de entre los preseleccionados las ofertas con las mejores condiciones.

Siendo así la Comisión Ejecutiva procedió a definir, para el proceso de contratación del Banco o Banco Colocadores, los criterios a evaluar, su ponderación y forma de evaluación mismos que se plasman en las Bases para la selección y contratación del banco colocador para el proceso de emisión de

² <https://www.hacienda.go.cr/contenido/15315-colocacion-internacional-de-bonos-2019>
<https://www.bccr.fi.cr/seccion-colocacion-internacional-bonos/colocacióninternacionaldebonos>

títulos valores y gestión de pasivos en el mercado internacional conforme a lo establecido en el artículo 6 de la Ley N° 9708.

2. Etapa de Preselección

Los criterios de la preselección se muestran a continuación:

a) Participación en emisiones de bonos

Se requirió que los bancos detallaran para el período comprendido entre enero del 2015 y el 31 de julio del 2019, el número de emisiones de bonos (en todo tipo de moneda) y su monto total en dólares, para los títulos registrados en los Estados Unidos u ofrecidos por medio de la Regla 144A y Regulación S, excluyendo bonos convertibles y bonos respaldados por hipotecas u otro tipo de activos; y para los cuales hayan prestado servicios únicamente como Lead Manager o Joint-Lead Manager en las siguientes categorías³:

- Total general de bonos⁴.
- Total de bonos para Latinoamérica y el Caribe.
- Total de bonos soberanos para países de Mercados Emergentes.
- Total de bonos soberanos para países de Latinoamérica y del Caribe.

Si algún banco participante hubiese sido sujeto de algún proceso de fusión o adquisición durante el período de tiempo requerido, podía contemplarse dentro de los montos a que se refieren los puntos anteriores. Los países a incluir en la clasificación de Mercados Emergentes y/o de Latinoamérica y del Caribe, se detallaron en las Bases de contratación.

³ Para cada categoría se debió aportar el total del monto equivalente en US dólares y el número total de emisiones.

⁴ El total de bonos incluye bonos soberanos, corporativos, cuasi-soberanos y otros, excluyendo bonos convertibles y bonos respaldados por hipotecas u otro tipo de activos

Los bancos participantes debieron suministrar los "league tables" utilizando como fuente de información el sistema Bloomberg o Reuters, contemplando por lo menos las diez primeras posiciones de cada categoría, información que podría ser verificada por el Ministerio. Cada banco debió presentar la declaración jurada en el idioma español de que la información suministrada correspondió a la fuente indicada. El Ministerio de Hacienda por su parte verificó la información correspondiente en el sistema Bloomberg y solicitó en el caso de considerarlo necesario a los bancos justificaciones sobre cualquier posible variación entre la información de Ministerio y la suministrada por cada banco.

Este criterio tuvo un puntaje del 30%, para la etapa de preselección, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

b) Actividad y apoyo posterior a las colocaciones

El banco participante debió especificar la estrategia y mecanismos a su disposición para dar apoyo a la nueva emisión en el mercado secundario y en caso de ser necesario tomar posiciones de compra y venta para evitar volatilidad en los precios de la nueva emisión.

Adicionalmente, los bancos participantes debieron incluir un listado de todas las emisiones soberanas de países latinoamericanos y el Caribe en las que habían participado como banco colocador ("lead manager o joint-lead manager") entre enero del 2015 hasta el 31 de julio del 2019, indicando el precio al que salió la emisión y las variaciones en el precio de los valores durante las 4 semanas posteriores a la fecha de emisión, además indicando separadamente la justificación o racionalidad sobre el comportamiento en el precio para esas colocaciones, especialmente aquellas en las que el precio hubiera aumentado posterior a la emisión.

Finalmente, los participantes debieron incluir las actividades de apoyo y seguimiento realizado o desarrollado para el Gobierno de Costa Rica desde

enero del 2015 hasta el 31 de julio del 2019. Inclusive la asesoría respecto a la evolución de los mercados internacionales, desarrollo de informes sobre Costa Rica, eventos con potenciales inversionistas o tenedores de deuda de Costa Rica y actividad de mercado secundario con bonos internacionales de la República de Costa Rica.

Dentro de la etapa de preselección este criterio tendría un puntaje de 40%, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

c) Experiencia del equipo profesional directamente asignado a este proceso de colocación (“Debt Capital Market” y “Syndicate”, “Core team”)

Se requirió que cada Banco incluyera una corta descripción biográfica del personal que participaría directamente en la transacción, (máximo una página por cada miembro), junto con la descripción de la función que cada uno desempeñaría en el proceso de colocación.

Para cada uno de los miembros del equipo de trabajo que estaría directamente involucrado en esta operación, debió indicar la cantidad de transacciones de colocación de bonos soberanos de mercados emergentes en los que hubiera participado directamente en los últimos 5 años (entre enero del 2015 hasta el 31 de julio del 2019), así como el volumen agregado de estas operaciones en su equivalente a US dólares.

El Banco debió garantizar que el equipo propuesto para trabajar directamente con el Gobierno lo acompañara hasta finalizar el proceso. En caso de que el Banco realizara alguna variación en el equipo propuesto, debía contar con la no objeción por parte del Ministerio de Hacienda. Caso contrario se consideraría una causal de incumplimiento contractual.

Dentro de la etapa de preselección este criterio tuvo un puntaje de 30%, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

3. Etapa de Selección

Posterior a la Preselección, se realizó la valoración de la oferta técnica y la oferta económica.

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

1. Propuesta de estructuración de la colocación internacional.
2. Propuesta de estructuración de los pasivos.
3. Estrategia de distribución y mercadeo para la emisión.
4. Estrategia de apoyo en el mercado secundario y acompañamiento a la República.
5. Defensa oral de la propuesta técnica presentada.

La evaluación de la parte técnica tuvo un peso máximo de setenta (70%) 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 30% 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%, propuesta de estructuración de pasivos 15%, estrategia de distribución y mercadeo para la emisión 20%, estrategia de apoyo en el mercado secundario y acompañamiento a la República 20%, a fin de evaluar el compromiso del Banco para tratar de

alcanzar el objetivo de lograr el menor cupón posible con la menor distorsión de precios en los días siguientes y alcanzar el mejor “pricing” de la emisión. Para esto se consideraron muy importantes las estrategias que el banco disponía para minimizar la volatilidad de los precios y las acciones que el Banco estuviera asumiendo como creador de mercado. El último criterio de evaluación de la oferta técnica fue la defensa oral que tuvo una ponderación del 10%.

Adicional a la evaluación de la oferta técnica, se realizó la evaluación de la oferta económica, con una ponderación de un 30% del peso total, lo cual estuvo dentro del porcentaje considerado en la práctica internacional para éste tipo de emisiones.

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

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

4. Evaluación

Tanto para el proceso de preselección como de selección del Banco colocador el Comité Ejecutivo procedió a evaluar las ofertas con los siguientes resultados:

5. Preselección y Selección final de los Bancos Colocadores

Conforme al Procedimiento establecido para la selección y contratación del Banco o Bancos Colocadores y demás contrataciones requeridas para la emisión de títulos valores y gestión de pasivos en el mercado internacional, de forma paralela a la publicación internacional en Bloomberg (medio electrónico de información internacional), se llevaron a cabo invitaciones directas a bancos conforme lo dispuesto en la Ley N° 9708, para que accedieran a las bases respectivas en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica.

Total de Bancos de primer nivel invitados:

1. BNP-Paribas,
2. JP Morgan Securities LLC,
3. Deutsche Bank Corporate & Investment Bank,
4. Nomura Securities International, INC,
5. Goldman Sachs,
6. Morgan Stanley,
7. Bank of America Merrill Lynch,
8. Citigroup Global Markets Inc,
9. HSBC Global Banking,
10. Barclays Capital Inc,
11. TD Securities,
12. RBC Capital Markets,
13. Wells Fargo,
14. Credit Suisse,
15. Scotiabank

El día 2 de setiembre del 2019 a las diez horas de conformidad con las bases, se cerró el plazo establecido para la presentación de ofertas, se recibió la documentación requerida en tiempo y forma correspondiente a diez bancos y se recibió de forma extemporánea la oferta del Banco Santander a las diez horas con un minuto del dos de setiembre de dos mil diecinueve.

A continuación, los bancos que presentaron en tiempo y forma la oferta:

1. Citi
2. JP Morgan
3. HSBC
4. Scotiabank
5. Morgan Stanley
6. Deutsche Bank
7. BNP Paribas
8. Goldman Sachs
9. Nomura
10. Bank of America Merrill Lynch

Durante el proceso de análisis de la oferta para la etapa de Preselección se requirió una aclaración y subsanación de aspectos insustanciales a JP Morgan y a Deutsche Bank, estableciendo como plazo su atención las catorce horas del día tres de setiembre de dos mil diecinueve, de tal modo que dentro del plazo dispuesto para ello tanto JP Morgan como Deutsche Bank, presentaron las aclaraciones respectivas, por lo que sus ofertas se consideraron admisibles en tiempo y forma.

En relación a la oferta que presentó Bank of America Merrill Link, ésta fue omisa en cuanto a la presentación de la Carta Mandato requerida en el punto 4.2 de las Bases por lo que se consideró que la oferta resultaba inadmisibile por falta de requisitos.

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

Banco	Nota Calificación Preselección
Puntaje	
Citi	94,30%
JP Morgan	72,80%
HSBC	70,70%
Scotiabank	64,10%
Morgan Stanley	63,60%
Deutsche Bank	62,80%
BNP Paribas	54,10%
Goldman Sachs	39,20%
Nomura	33,90%

Siendo así y conforme con las Bases para la Presentación de Ofertas y Selección del Banco Colocador, resultaron preseleccionados para la segunda etapa del proceso los cinco bancos que obtuvieron los mejores puntajes; a saber: Citi, JP Morgan; HSBC, Scotiabank y Morgan Stanley.

En las Bases para la Presentación de Ofertas y Selección del Banco Colocador, se estableció que los bancos preseleccionados debían realizar la presentación oral de sus ofertas, junto a la presentación de la oferta técnica y la oferta económica de cada banco para el proceso de evaluación y selección final del Banco colocador, independientemente del puntaje obtenido en la etapa de preselección.

Para la etapa de la selección del Banco o Bancos colocadores se consideró la oferta técnica y la oferta económica, mismas que tuvieron una ponderación de 70% - 30% respectivamente.

Una vez realizado el análisis correspondiente de la oferta técnica para la etapa de selección y considerando lo establecido en las Bases se obtuvo como resultado la siguiente tabla de valoración de la oferta técnica.

Banco	Nota Oferta Técnica
Citi Global Market	65,5%
HSBC Global Banking	52,4%
Scotiabank	54,3%
Morgan Stanley	58,8%
JP Morgan	51,2%

También se realizó una evaluación de la oferta económica, la valoración de la oferta económica de cada uno de los cinco bancos seleccionados fue la siguiente:

Banco	Nota Oferta Económica
Citi Global Market	17,9%
HSBC Global Banking	30,0%
Scotiabank	18,0%
Morgan Stanley	7,5%
JP Morgan	8,9%

Así las cosas, considerando los resultados de la oferta técnica y la oferta económica, la evaluación final que obtuvieron los 5 bancos que habían sido preseleccionados se muestra a continuación:

Banco	Nota Final
Citi Global Market	83,3%
HSBC Global Banking	82,4%
Scotiabank	72,3%
Morgan Stanley	66,3%
JP Morgan	60,1%

Como resultado final de análisis de ofertas por la Comisión Ejecutiva, se puede constatar según el cuadro anterior, que los bancos Citi Global Market y HSBC Global Banking obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 83,3% y 82,4% respectivamente. Por tanto, mediante Res. 1430-2019 del 12 de setiembre

del 2019 se procedió con la adjudicación respectiva de los Bancos Colocadores para el proceso de emisión y colocación de títulos valores en el mercado internacional. La oferta económica considerada como definitiva fue la del Banco CITI Global Market, la cual debió ser equiparada por HSBC GLOBAL BANKING.

Contratación de los servicios de Calificación de Riesgo

1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N°9708, la Comisión Ejecutiva con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora, y conforme a la práctica internacional, la Comisión Ejecutiva definió los criterios de selección, el procedimiento de evaluación y ponderación asignada, mismos que se reflejan en las Bases para la selección y contratación de los servicios de calificación de riesgo y calificación de la emisión en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional⁵.

1. Del proceso de selección

Una vez establecido lo anterior y de conformidad con el inciso b) del artículo 7 de la Ley N° 9708, el 10 de setiembre del 2019, se llevó a cabo la publicación de invitación a participar en el concurso. Para este proceso se utilizó el medio electrónico de información internacional Bloomberg, así como en las páginas web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Adicionalmente se realizaron invitaciones directas a las tres agencias calificadoras que participaron en el proceso de contratación en el marco de la Ley N° 9070.

⁵ <https://www.hacienda.go.cr/contenido/15315-colocacion-internacional-de-bonos-2019>
<https://www.bccr.fi.cr/seccion-colocacion-internacional-bonos/colocacioninternacionaldebonos>

Para la evaluación de las ofertas se tomó en consideración la valoración técnica con un peso del 70%, el restante 30% correspondió a la oferta económica.

Dentro de la valoración técnica el 35% correspondía a la experiencia de cada agencia, 45% a la cobertura de las agencias en la calificación de emisiones soberanas, finalmente la verificación de la metodología utilizada por cada agencia para la realización de sus servicios financieros 20%.

La oferta económica de menor costo tuvo una puntuación del 30%. Para los siguientes puestos se utilizó la siguiente metodología, se calculó una relación lineal respecto de los puntos asignados a la agencia ubicada en el puesto inmediato superior conforme la siguiente fórmula, $\text{Nota} = \text{Comisión más baja} / \text{Monto total de cobro} \times 100$.

El 18 de setiembre del 2019 inmediatamente después de cerrado el plazo establecido para la presentación de ofertas, se constató que se recibieron al correo electrónico designado para la recepción, tres ofertas. En orden de presentación se recibieron ofertas de: Fitch Ratings, Standard & Poor's Ratings Services y Moody's Invertor Service.

Luego de realizar las diferentes evaluaciones se obtuvo el siguiente cuadro de resultados finales.

Agencias Calificadoras	Oferta Técnica	Oferta Económica	Calificación Final
Fitch Ratings	63,00%	16,40%	79,40%
Standard & Poor's Ratings Services	63,00%	11,80%	74,80%
Moody's Investors Service	63,00%	30,00%	93,00%

De conformidad con la práctica internacional y lo establecido en las Bases para la selección y contratación de los servicios de calificación de riesgo y calificación de

la emisión en el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional, las cuales establecen que el Ministerio de Hacienda requiere los servicios de tres agencias calificadoras; y en virtud de haberse demostrado en el análisis la idoneidad y capacidad de los oferentes, los cuales han prestado sus servicios a la República de Costa Rica como calificadoras de riesgo y de la emisión en emisiones anteriores, se seleccionó a las agencias Fitch Ratings, Standard & Poor's Ratings Services y Moody's Investors Service, como las calificadoras que prestarían los servicios a la República de Costa Rica.

Contratación agente fiscal, de registro y de pago.

De conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley N° 9708 la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico de la Comisión Asesora, estableció los criterios para la selección de la mejor oferta, la ponderación y forma de evaluación de las ofertas para contratación del agente fiscal, de registro y de pago de la emisión internacional, todo conforme a las mejores prácticas del mercado a nivel internacional.

1. Definición de criterios y procedimientos de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley, la Comisión Ejecutiva 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 fueron plasmados en el documento de las bases.

Para efectos de valoración y análisis de las ofertas, se consideró la Ley N° 9708, y el documento denominado "Bases para la Selección y Contratación de los

servicios del Banco que actuará como banco agente en el proceso de emisión de títulos valores en el Mercado internacional”.⁶

Asimismo, se remitió invitación directa a los participantes en procesos realizados en el marco de la Ley N° 9070.

Para el procedimiento de evaluación se consideró lo siguiente:

a) Valoración de la oferta técnica

Los participantes debían presentar la siguiente información de carácter técnico, que permitiera verificar la experiencia del banco y servicios que brinda, la cual tenía una calificación máxima de 70% en la calificación global:

Cada participante debió detallar para el período comprendido entre enero de 2015 y junio del 2019 un listado con el detalle de la cantidad de transacciones de colocación internacional en USD (Dólares de los Estados Unidos) ofrecidos por emisores de Latinoamérica y el Caribe mediante formato 144A/Reg S en las que prestó servicios como fiduciario o agente de pago.

En ese listado se pidió (i) no incluir transacciones con formato distinto al formato 144A/Reg S, (ii) no incluir transacciones que solo fueron colocadas en mercados locales. Solamente se consideraron para el análisis, emisiones bajo formato 144A/Reg S, colocadas en el mercado internacional.

b) Valoración de la oferta económica

La oferta económica tuvo una ponderación del 30% en la puntuación final.

Los Participantes debieron presentar la siguiente información:

⁶ <https://www.hacienda.go.cr/contenido/15315-colocacion-internacional-de-bonos-2019>
<https://www.bccr.fi.cr/seccion-colocacion-internacional-bonos/colocacióninternacionaldebonos>

Costos de los servicios a ser prestados a la República, detallando costos por única vez en la emisión y costos recurrentes.

Adicionalmente la oferta debió incluir cotizaciones para todos los servicios a ser brindados de acuerdo a prácticas internacionales para este tipo de transacciones, incluyendo: Comisiones de Aceptación (Acceptance Fee), Comisiones Anuales de Administración (Annual Administration Fee), Comisiones de Listado en Luxemburgo (Luxembourg Listing Agent Fee), Comisiones Anuales por Agente de Pagos en Luxemburgo (Luxembourg Paying Agent Annual Fee), Gastos Legales (Legal Expenses) y otros gastos o comisiones necesarios para realizar el trabajo de fiduciario y Agentes de Pago. La entidad o Banco Agente seleccionado asume los impuestos de ley correspondientes, los cuales se deducirían o retendrían del monto a cancelar.

Con el fin de equiparar todas las ofertas económicas, el monto cotizado sería el monto bruto antes de aplicar los impuestos de ley.

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

De conformidad con el inciso b) del artículo 7 de la Ley N° 9708, el 10 de setiembre del 2019 se llevó a cabo la publicación de invitación a participar en el concurso utilizando el medio electrónico de información internacional Bloomberg, y en las páginas web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica se publicaron las bases para que fueran accesadas por potenciales oferente. Conforme a las Bases, una vez cerrado el plazo de recepción de ofertas el día 18 de setiembre del 2019, se dio apertura a las siguientes ofertas:

Oferta N° 1. De Deutsche Bank Trust Company Americas

Oferta N° 2. De Bank of New York Mellon

Se constató que se recibieron en tiempo las dos ofertas; no obstante, en cuanto a la oferta presentada por Deutsche Bank Trust Company Americas ésta carecía de la firma, aspecto que no es sujeto a ser subsanado, por lo que se declaró inadmisibile la oferta de Deutsche Bank Trust Company Americas.

Ahora bien, del análisis realizado a la oferta presentada por Bank of New York Mellon se confirmó que éste había prestado sus servicios como fiduciario o agente de pago en 231 transacciones mediante el formato 144A/ Regulación S, para Latinoamérica y el Caribe. Adicionalmente, se verificó la razonabilidad económica de la oferta.

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.

Costo de las contrataciones realizadas

En relación a los costos administrativos derivados de las contrataciones de los servicios establecidos en los artículos se presenta el costo total de los servicios contratados para la colocación el cual ascendió a la US\$2.456.000. Los costos asociados a las publicaciones internacionales para cada contratación (dos publicaciones para el caso de la contratación del Banco Colocador) son asumidos por la República. El siguiente cuadro resume el total de los costos (costos brutos

sujetos a los impuestos de Ley correspondientes) asociados a la emisión internacional.

Honorarios y Gastos de Proceso Emisión Internacional	
Bancos Estructuradores	\$ 755.000,00
Asesor Legal Internacional	\$ 100.000,00
Agencias Calificadoras	\$ 1.585.000,00
Agente de Registro	\$ 15.446,85
Total	\$ 2.455.446,85

El total de costos incurridos representa cerca de 16,3 puntos base (pb) del monto total emitido, por lo que agregando esto al rendimiento asignado a cada una de las colocaciones CR31 6,25% y en la colocación CR45 que fue de 7.25%. Al agregar los costos adicionales de la emisión y de forma proporcional al monto de emisión, el costo total sería de 6.41% y % 7,41% respectivamente, tasas que se encuentran dentro de la restricción legal del artículo 4 de la Ley N° 9708 la cuál estipula que el rendimiento de la emisión no puede superar los 625 puntos base por encima de la tasa de las Letras del Tesoro a un plazo similar.

Al 12 de noviembre del 2019, las Letras del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años tenían un rendimiento de 1.9347%, por tanto las colocaciones de los títulos se realizaron con un rendimiento de 447.5 (vencimiento 2031) y 547.5 (vencimiento 2045) puntos base por encima del rendimiento de las Letras del Tesoro.

II. Proceso de Emisión

1. Preparación de Documentación y Debida diligencia

Para el proceso de preparación de documentación y debida diligencia, 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 emisión se elaboró el documento de oferta (Offering Circular) que es un tipo de prospecto para un bono 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. Este es uno de los principales documentos 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 (Indenture 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.

2. Cláusulas de Acción Colectiva

Para esta emisión se mantienen las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) incorporadas para la emisión del 2015, las cuales fueron desarrolladas por el Fondo Monetario Internacional, el Tesoro de los Estados Unidos y la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA, por sus siglas en inglés), las cuales permiten un mejor manejo ante una eventual restructuración de la deuda y funcionan permitiendo a un grupo determinado de tenedores de bonos tomar decisiones sobre cambios en los términos y condiciones que rigen para el bono.

Para ello, es necesario alcanzar un porcentaje determinado del total de la emisión, por lo general 75%, pero puede en ocasiones ser inferior. En caso de que la emisión no hubiera incorporado las CAC, sería obligatorio que el 100% de los titulares o tenedores estén de acuerdo o no en incorporar cambios. Estas cláusulas han sido utilizadas recientemente en emisiones internacionales. Se espera que sean cada vez más comunes.

3. Definición de la fecha de salida al mercado

Para la definición de la fecha de salida al mercado se consideran diversas variables financieras, económicas, de expectativas, flujos de fondos y ventanas de tiempo, las cuales influyen de forma significativa sobre las tasas de interés internacionales y la disponibilidad de recursos, que son clave para realizar una colocación. Como se ha mencionado, desde hace varios años y ante la desaceleración en la economía internacional, entre otros factores por las diferencias comerciales entre Estados Unidos y China, las tasas presentan mínimos históricos. En el año 2019 la FED redujo la tasa de interés de la letras del Tesoro en tres ocasiones ubicando el rango entre 1.50%-1.75%. Se espera que este comportamiento se mantenga, sin embargo, no se puede asegurar que esto sucederá. Ante esto algunos analistas anticipan un cambio en las condiciones comerciales entre Estados Unidos y China, puede revertirse la tendencia de las tasas de interés.

La región Europea genera inquietudes por el Brexit, luego de las elecciones celebradas el 12 de diciembre y donde se fortaleció la posición del primer Ministro de Boris Johnson y un Gobierno Conservador, se espera el impulso final que permita a Reino Unido salir de la Unión Europea. Por otra parte, un lento crecimiento económico para los siguientes años, además de los problemas de desempleo, China que ha sido el motor mundial de los últimos 20 años ha experimentado una importante contracción en su crecimiento que los ha llevado a tener tasas de crecimiento de un dígito, situación que no se presentaba desde hace muchos años y que de alguna manera ha contraído las economías del resto

del mundo, parte de este impacto se materializa en la contracción de los precios de las materias primas y el petróleo que hasta hace unos meses eran demandados de forma constante por el gigante asiático.

Aunado a lo anterior, la economía de Estados Unidos luego de los aranceles impuestos principalmente a China, ha generado un efecto de desaceleración en el crecimiento de su economía que para el año 2019 se espera sea aproximadamente del 2,4%, cifra que se estima disminuya para el 2020 a 2,1% del PIB. Durante la última reunión de la FOMC realizada el pasado 12 de diciembre, se decidió mantener sin cambios las tasas de interés de referencia, lo que pone una pausa a disminuciones sostenidas a lo largo del 2019, el rango de tasas se mantiene entre 1.50%-1.75%.

Otro factor que en los últimos meses está limitando el posible crecimiento de las tasas de interés internacionales es la tendencia de las materias primas, principalmente el petróleo, se espera que al cierre del año 2019 el promedio sea de US\$ 62 por barril. Para el año 2020 se proyecta una reducción que mantenga su cotización cerca de los US\$ 58, lo que generará pocas presiones sobre la inflación mundial.

Para el año 2019 y como se puede observar en los siguientes gráficos, tanto las tasas de interés internacionales como las de los Bonos del Tesoro estadounidense, y las emisiones de eurobonos de Costa Rica, retomaban una tendencia a la baja, hecho que mostraba que era el momento oportuno para salir al mercado, y propiciar menores costos de colocación. Por otra parte, un acuerdo en la política comercial internacional podría generar una disminución de la incertidumbre y una expectativa de mejor crecimiento internacional lo que podría influir sobre un incremento en las tasas de interés y encarecer la operación.

El siguiente gráfico muestra la tendencia a la baja de los rendimientos de los bonos del tesoro con vencimiento al 2029 comportamiento observado

prácticamente durante todo el año 2019. Se debe considerar que los mercados internacionales son muy volátiles y pueden cambiar sin previo aviso, esto se evidencia con el comportamiento de los rendimientos de las letras del tesoro en los últimos meses, desde el mes de agosto han presentado una leve tendencia al alza y mayor volatilidad, lo que hacía prever que condiciones adicionales a la baja no se estarían presentando.

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 10 años Noviembre 2018-Noviembre 2019



Fuente:
Bloomberg

Tal y como se mencionó en párrafos anteriores para la fecha de la emisión (línea vertical verde) los rendimientos que se presentaban para los bonos del Tesoro eran de los más bajos durante el año si se compara con el comportamiento de meses anteriores, lo cual favoreció el costo final que se pactó por los recursos que se obtuvieron de los inversionistas.

Adicional a lo anterior, centrándose en los bonos soberanos de Costa Rica, en el gráfico siguiente se observa como los bonos han presentado movimientos a la

baja a lo largo del 2019, luego de la aprobación de la reforma fiscal de finales del 2018, la aprobación de la Ley de emisión de eurobonos en el mes de julio 2019 y a pesar de la incertidumbre que se generó con la salida de la señora Ministra del Ministerio de Hacienda, a finales de octubre del 2019, lo cual causó un rebote importante de al menos 40 pb en los rendimientos que se recuperó previo a realizar la transacción.

Rendimientos de los bonos externos de Costa Rica Noviembre 2018-Diciembre 2019



Fuente:
Bloomberg

Por lo tanto antes de la colocación se tenía un escenario favorable en términos de las condiciones financieras para realizar la colocación y a futuro una serie de factores que podrían hacer revertir algunas tendencias o complicar el panorama como las reunión del FOMC de diciembre, las elecciones en Inglaterra y la incertidumbre sobre las tensiones comerciales China y Estados Unidos.

Adicionalmente es conocido y muy fuertemente recomendado por los Bancos de Inversión, incluyendo los Bancos Colocadores de la República que las fechas cercanas y posteriores al día Acción de Gracias en los Estados Unidos y los días festivos del mes de diciembre, suelen limitar de forma importante el número de posibles inversionistas y el acceso a recursos, ya que las posiciones de las carteras de inversión ya están cerradas y no existen recursos disponibles para inversión. Todas estas circunstancias generaban una ventana de oportunidad en la primera o segunda semana del mes de noviembre y de no lograrse la colocación en esta fecha, la misma hubiera tenido que postergarse para el año 2020.

Sin embargo, para el 6 de diciembre, el Gobierno requería el financiamiento necesario para el pago de aguinaldos por una cifra superior a los ₡200 mil millones (cerca de US\$375 millones) y los vencimientos totales del mes de diciembre ascendían a más de US\$585 millones, lo cual quiere decir que solo por vencimientos y aguinaldos la Tesorería Nacional requería de al menos US \$ 960 millones, eso sin contar transferencias y demás gastos que deben realizarse a finales de año. La Tesorería Nacional estimaba un total de necesidades en su flujo de caja de diciembre para hacer frente a estos compromisos y los gastos usuales del cierre de año por el equivalente aproximado a US\$ 970 millones, de los cuales excluyendo los recursos en dólares provenientes de la colocación solo contaba con el equivalente cercano a US\$ 288 millones en sus cuentas tanto en colones como dólares al cierre de Noviembre 2019. Importante no olvidar, que tampoco se había aprobado el financiamiento previsto con la Corporación Andina de Fomento por US\$500 millones, que hubieran podido completar el plan de financiamiento previsto.

Bajo estas condiciones y sabiendo las importantes necesidades de financiamiento que mantenía el Gobierno para el cierre 2019, no resultaba prudente esperarse, ni a Diciembre 2019 ni al año 2020 para realizar la colocación de la deuda externa. Esa espera hubiera significado un aumento en la

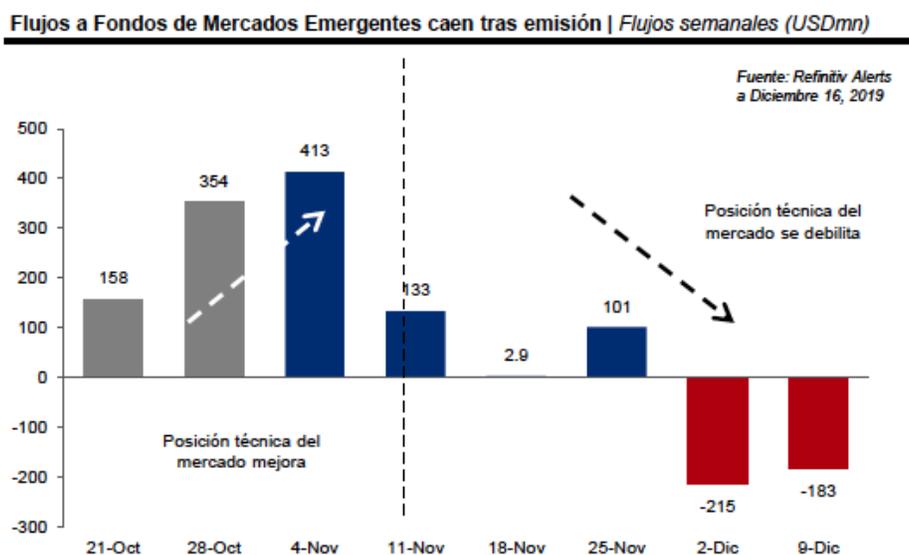
incertidumbre por no cumplir con el plan de financiamiento anunciado, una mayor presión en las tasas de interés locales y una mayor percepción de riesgo generalizado.

Esta decisión sobre la fecha de colocación se puede considerar como acertada, ya que en los días de la emisión el spread de los bonos de Costa Rica reflejado en el (EMBI Costa Rica) presentó volatilidades asociadas principalmente a la renuncia de la señora Ministra, situación que llevo el EMBI Costa Rica a los 465 puntos base, para luego bajar a niveles cercados a las 450 al momento de realizar la colocación. Es importante hacer notar que al momento de la colocación ya se había realizado el anuncio del nuevo Ministro de Hacienda a cargo el Sr. Rodrigo Chaves, lo que dio tranquilidad a los mercados locales e internacionales, especialmente al anunciar la continuidad de la política fiscal de su antecesora Aguilar.

Las condiciones previas a la colocación de Costa Rica fueron muy favorables para nuevas colocaciones en los mercados internacionales, con S&P 500 registrando 6 semanas consecutivas de avances (la mejor racha en dos años) y cuatro semanas consecutivas de flujos positivos a los fondos que invierten en mercados emergentes.

Por lo indicado en párrafos anteriores, la decisión de salir al mercado en la segunda semana del mes de Noviembre 2019, 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 leve la recuperación económica de los Estados Unidos y el resto del mundo, propiciado por la incertidumbre comercial por lo tanto, cuanto más pronto se realizara sería mejor para desahogar el mercado doméstico y reducir la exposición al riesgo de mercado principalmente por las obligaciones que mantiene el Gobierno para el cierre de año.

Luego de la semana de *Thanksgiving*, el número de emisiones disminuyó considerablemente, ya que tradicionalmente diciembre es un mes lento y con menos participación de los inversionistas, para proteger sus resultados del año o porque salen a vacaciones. De hecho durante el mes de diciembre ningún emisor soberano accedió al mercado internacional para financiamiento. Por esta situación de final de año, es que en el mes de Noviembre fue un mes activo, con emisiones de toda la región, incluyendo República de Panamá, Brazil, Perú y por supuesto Costa Rica, aprovechando las condiciones antes de finales de año y los flujos de efectivo destinados a emisores emergentes, como se aprecia en el gráfico siguiente. La fuerte participación de otros emisores soberanos en las semanas cercanas a la salida de Costa Rica en los mercados internacionales refuerza que la correcta elección en el tiempo en que se llevó a cabo la emisión.



Solo unos días después de la colocación de Costa Rica, se presentó un informe que indica que el mantener las tasas bajas por prolongados periodos de tiempo puede ser un riesgo sistémico difícil de controlar. De acuerdo al Presidente de la FED, Jerome Powell, las tasas de interés bajas obligarían a los bancos y aseguradoras a buscar mayores rendimientos, lo que incrementaría su riesgo y erosionaría de calidad de los estándares de préstamos y consecuentemente

generar inestabilidad en el sistema. Adicionalmente, para el mes de diciembre del 2019, se realizan una serie de anuncios que pueden afectar el desempeño de los rendimientos en el corto plazo.

Este tipo de acontecimientos puede generar mayor incertidumbre e incrementar las tasas a las que se colocan los títulos en los mercados internacionales, si bien es cierto, las letras del tesoro a 10 años han presentado una leve disminución luego de la colocación, este tipo de movimientos son difíciles de anticipar y en el largo plazo la tendencia a esperar es que las tasas tiendan a aumentar.

4. 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, para este proceso de colocación se tenía autorizado US\$ 1.500 millones, esto de acuerdo a la Ley 9708. Adicionalmente, dada la operativa de Costa Rica para realizar los procesos de contratación y servicios asociados a la colocación, se decidió realizar la emisión por la totalidad del monto autorizado.

Un bono de tamaño “benchmark”, que usualmente se asocia a una emisión mayor a los US\$ 1.000 millones, 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\$ 1.200 millones, con un vencimiento al año 2031 y realizar una reapertura de US\$ 300 millones, con vencimiento al 2045, tiene que ver con varios aspectos técnicos y estratégicos que se consideraron para el mayor beneficio de la República, reducir el riesgo de refinanciamiento, disminuir el costo de intereses y generar puntos de referencia en la parte intermedia de la curva que permitiera mejorar la curva de rendimientos, siempre buscando una generación de precios de futuras colocaciones basados en consideraciones técnicas y financieras.

En esta ocasión, se determinó que de acuerdo a la estrategia de endeudamiento del Ministerio de Hacienda y la recomendación de los Bancos estructuradores, lo ideal era emitir en dos trectos y así no concentrar los pagos en una fecha focal muy cercana, adicionalmente, buscar plazos que ayudaran en la formación de la curva de rendimientos como parámetro de referencia para futuras colocaciones, tal como el punto de referencia a 10 años, que es muy importante en curvas soberanas y lograr una concentración mayor a 10 años con el fin de disminuir el costo global de los intereses.

Haber captado los US\$1.500 millones a través de un solo título o plazo, hubiera puesto una presión de venta adicional, generando mayor prima en términos de tasa de colocación del título en cuestión y reduciendo, por ende, la efectividad del ejercicio. El haber utilizado una combinación de instrumentos atendió a esta dinámica de precio prevista, más allá de ser constructiva desde un punto de vista de manejo de vencimientos.

Para el caso de emisión de Costa Rica 2031, se incluyó una característica muy común en los mercados internacionales que permite reducir el riesgo de refinanciamiento y la presión futura sobre el flujo de caja, se conoce como un “soft bullet”, lo cual consiste en diluir los pagos de amortización en los años cercanos al vencimiento de forma que, en promedio siga siendo una emisión de 10 años pero con una suavización en los pagos. Para la emisión con vencimiento

en el 2031 la aplicación del “soft bullet” da como resultado que se realizarán pagos parciales de US\$ 400 millones los días 19 de febrero de los años 2029, 2030, 2031. Para el caso de los títulos emitidos con vencimiento en el 2045, la República puede cancelar la totalidad del monto emitido al término del plazo o a su elección, en su totalidad o en partes, antes del vencimiento, con no menos de 30 días o más de 60 días de aviso en los términos descritos en "Términos y condiciones de los Bonos - Opcional Redención."

5. Plazo de la Colocación

La confianza del inversionista es un proceso que se va construyendo paulatinamente. A pesar de las emisiones realizadas entre los años 2012 y 2015, el país no dispone de una referencia de precio a 10 años, plazo que es muy bien aceptado en los mercados internacionales y para el caso de Costa Rica mejora la formación de la curva de rendimientos de deuda, limita el riesgo asociado a la acumulación de vencimientos en un periodo muy corto de tiempo y reduce el costo de los intereses. La colocación ejemplifica la confianza que se tiene en la economía nacional pese a las calificaciones de riesgo país.

La reapertura de la emisión con vencimiento en el año 2045, también reafirma la confianza que se tiene en la economía costarricense y el efecto de las acciones adoptadas por el Gobierno para mejorar los ingresos y contraer los gastos. Con esta operación se logra alargar los vencimientos de deuda soberana y se ratifica que la estrategia seguida por Costa Rica, en este retorno a los mercados internacionales, fue la correcta.

Cabe señalar que las emisiones a 30 años usualmente están reservadas para inversionistas con grado de inversión y a pesar de que el país no dispone de ese calificativo actualmente, se observó interés en los inversionistas por este plazo y se logró la reapertura de una operación existente de largo plazo.

Este plazo de colocación a 30 años, no solo es una buena estrategia por las tasas históricamente bajas que se presentan en los mercados internacionales, sino que además disminuye sustancialmente el riesgo de refinanciamiento que es propio de las emisiones de plazos menores. Sin embargo no era prudente concentrar toda la colocación a este plazo ya que significaría un costo adicional para el país por el alargamiento del plazo, lo que finalmente significó una estrategia en donde se alargó en lo posible los vencimientos y se redujo al máximo el costo global del financiamiento.

6. Determinación del precio

El precio o rendimiento asociado a la transacción depende de las condiciones de mercado al momento de realizar la colocación y se monitorea constantemente durante la semana en que se realiza la visita a inversionistas. Esta acción de mercadeo a distintos puntos geográficos con el fin de propiciar un acercamiento a los inversionistas y captar las condiciones en que estarían dispuestos a invertir en el país conocido como “Roadshow” lo que era absolutamente necesario dada la baja presencia del país por los años transcurridos desde la última colocación que realizó el país en el mercado internacional y los importantes cambios en materia de sostenibilidad fiscal, incluyendo la regla fiscal, que debían ser adecuadamente posicionados ante los inversionistas con el fin de lograr el mayor beneficio posible en términos de precio o rendimiento.

Durante las visitas y llamadas con inversionistas se proporcionó una actualización sobre el crédito de Costa Rica, las últimas cifras económicas, además de resaltar los beneficios que se presentan con la implementación de la reforma fiscal y todas las acciones en materia fiscal y macroeconómica. En cada una de las ciudades se realizaron una serie de reuniones con diversos posibles inversionistas, los cuales finalmente adquirieron parte de la emisión, todos ellos inversionistas institucionales con un gran potencial de compra y especializados

en emisiones soberanas. Como resultado de este proceso casi el 80% de los inversionistas visitados participaron en la transacción.

La realización del “Roadshow” demuestra la importancia y relevancia de realizar una visita directa a los inversionistas y mediante ese acercamiento fomentar transparencia, confianza y compromiso del país para honrar el servicio de la deuda en tiempo y conforme a las condiciones pactadas.

El 12 de noviembre del 2019 marcó el regreso de Costa Rica a los mercados de capital internacional, luego de su última emisión realizada en Marzo del 2015. Esta nueva transacción permitió colocar US\$ 1.500 millones en dos tramos, el primero consiste en US\$ 1.200 millones con una tasa cupón de 6.125%, este tramo se pactó a un plazo de vencimiento en el año 2031, adicionalmente, el segundo tramo fue una reapertura del título colocado en el 2015 y con un vencimiento en el año 2045, cuya la tasa cupón era de 7.158%. Estas nuevas emisiones se colocaron finalmente a un precio con descuento de 99.07% y 98.92% respectivamente, lo que significa un rendimiento de 6.25% y de 7.25% para cada una de las emisiones.

La transacción realizada contó con muy buena acogida de los mercados internacionales, alcanzó una sobre demanda de 5,1 veces en total, lo que permitió un ajuste de precios de 50 puntos base frente a la indicación de tasa inicial dada al mercado, en ambos tramos. Las indicaciones iniciales de precio fueron “mid to high 6s” que significa una referencia en la parte media alta del 6% es decir por encima de los 6,5% y hasta 7% para los 2031s y “mid to high 7s” que significa una referencia en la parte media alta del 7%, es decir por encima de los 7,5% y hasta 8% para los 2045s. Esta referencia se fue comprimiendo agresivamente hasta llegar a una referencia final de 6.375 / 7.375% respectivamente para las emisiones con vencimiento al 2031 y 2045 para finalmente cerrar la transacción en 6.25 y 7.25% para cada una de las emisiones. Como se desprende de esta descripción, se dio un proceso agresivo de las

referencias de rendimientos a la baja desde los primeros anuncios y hasta el cierre de la operación, sin que se pusiera en riesgo el volumen esperado de la operación de US\$ 1.500 millones.

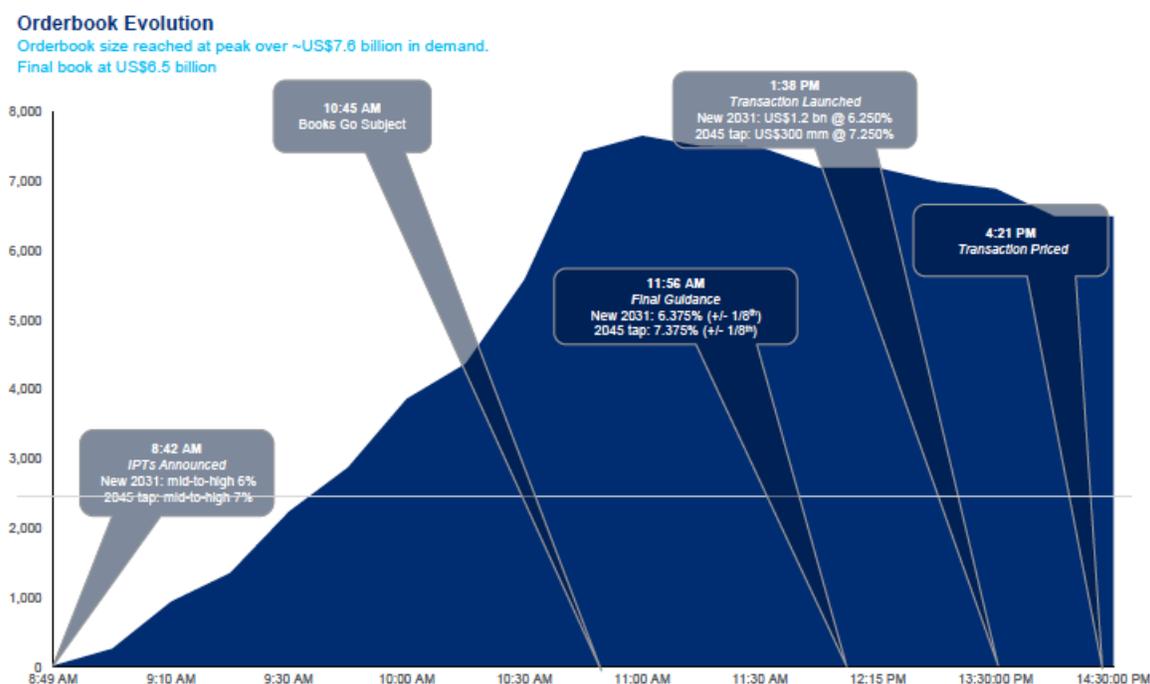
Tras el anuncio de la nueva emisión, la demanda ganó un fuerte impulso con el libro de pedidos creciendo rápidamente con inversionistas de primera línea. La misma alcanzó US\$ 7.600 millones en su punto máximo, el cual bajó a US\$ 6.500 después de los ajustes en el rendimiento (síntoma de que difícilmente se podría seguir ajustando el precio).

Para el caso del 2031 se dio una demanda de US\$ 4.600 millones, se registraron 206 cuentas realizando pedidos finales para participar en la transacción, de estas 183 (88.8%) lograron obtener asignaciones. El libro de ofertas de compra final alcanzó los US\$ 4.300 millones.

En lo referente a la distribución de esta emisión clasificada por inversionistas se presentó una importante concentración en Administradores de Activos (Asset Manager), los que representaron cerca del 80% del total, seguido por la participación de Fondos de Inversión (Hedge Fund) los cuales adquirieron el 11% de la emisión. Finalmente, Aseguradoras y Bancos (Insurance y Bank & Trust) compraron un 3.79% y 2.87% respectivamente. Al analizar la colocación por región, los inversionistas de Estados Unidos, adquirieron tres cuartas parte la emisión, mientras que los inversionistas de Europa, adquirieron un quinto de la emisión, seguidos por Latinoamérica que compró un 4% de la emisión.

Por otra parte, para el caso de la reapertura del vencimiento 2045 se dio una sobre oferta que llegó a US\$ 3.000 millones, se registraron 157 cuentas realizando pedidos finales para participar en la transacción, de estas 86 (54.8%) lograron obtener asignaciones. El libro de ofertas de compra final alcanzó los US\$ 2.200 millones.

Para la emisión con vencimiento en el 2045 se presenta una distribución similar a la que se presentó con la emisión al 2031, los inversionistas que más participaron fueron los de Asset Manager con un 84% del total, seguido por los Hedge Fund con un 9%, el restante monto fue adquirido por Insurance, Bank & Trust y Broker Dealer en montos no superiores al 3%. Nuevamente los inversionistas de Estados Unidos y Europa son los que mayor participación con un 71% y 26% respectivamente. A continuación se presenta la evolución de la demanda por los títulos de Costa Rica durante el proceso de colocación.



Fuente: Bancos estructuradores

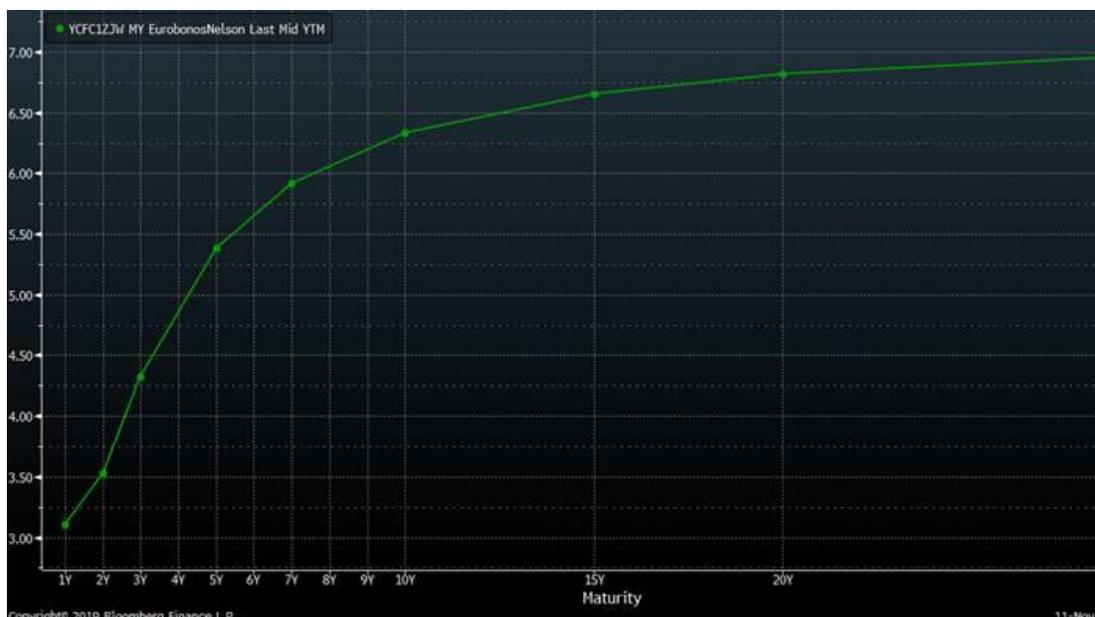
Estos resultados demuestran el apoyo de los inversionistas internacionales para la economía de Costa Rica, además, reafirman la confianza en las reformas y acciones que se han implementado en los últimos meses y que a pocos meses de su implementación, ya tienen importantes impactos positivos en las finanzas públicas.

La primera referencia de precio (Initial Price Thought - IPT) el día de inicio de la transacción para la emisión con vencimiento en 2031 fue entre 6.50% y 7.0%, la cual posteriormente se ajustó a 6.375% área (lo cual significa usualmente +/- 1/8 en el rendimiento). Ante la buena acogida de la emisión, se buscó reducir el rendimiento hasta llegar a 6.25%, sin embargo, la sensibilidad de los inversionistas ante la posibilidad de una disminución adicional del rendimiento afectó la demanda por la emisión, por lo que se mantuvo esta última postura y generó una reducción en la demanda por US\$ 300 millones pero permitió una reducción de 75 pb respecto a la referencia inicial.

En el caso de la reapertura de la emisión con vencimiento en el 2045, el rendimiento inició entre 7.50% y 8.0%, el cual se ajustó a 7.375% área y luego de analizar la demanda, se logró disminuir el rendimiento hasta situarlo finalmente en 7.25%. En este caso, la reducción en las referencias de rendimiento hizo caer la demanda en US\$800 mil millones, por lo que en ambos casos no se consideró prudente seguir ajustando el precio para obtener un rendimiento menor.

Como se muestra en la gráfica siguiente, la curva de rendimiento de Costa Rica al momento de realizar la transacción, orientaba a que efectivamente los rendimientos de una emisión a 10 años plazo debería ser alrededor del 6.25%.

Curva de rendimiento el 11 de noviembre previo a la colocación.



Fuente: Bloomberg

De hecho las referencias previas a la colocación para los valores de Costa Rica situaban el rendimiento de la emisión existente con vencimiento al 2045 en un 7.255%.

Referencias de los Títulos de Costa Rica el día previo a la colocación.

Referencia de BBG	Emisor	Rating (Moody's/S&P)	Vol (\$ mn)	Vencimiento	Yield (%)	YAS_BOND_YLD	YLD_YTM_MI
EC2767126 Corp	Costa Rica	B1/B+	250	Aug-20	3,907	2,790	3,34
EJ4500587 Corp	Costa Rica	B1/B+	1.000	Jan-23	4,631	4,410	4,52
EJ6505527 Corp	Costa Rica	B1/B+	500	Apr-25	5,083	4,906	4,99
EJ6505675 Corp	Costa Rica	B1/B+	500	Apr-43	6,820	6,743	6,78
EK1596197 Corp	Costa Rica	B1/B+	1.000	Apr-44	7,171	7,102	7,13
EK6494232 Corp	Costa Rica	B1/B+	1.000	Mar-45	7,255	7,183	7,21

Los rendimientos de colocación para ambas emisiones se consideran sumamente positivas para la calificación crediticia de Costa Rica y especialmente, si se toma en cuenta la incertidumbre generada por la renuncia de la Ministra de Hacienda, la disminución de la calificación que se ha presentado en el pasado y el efecto de reducción de crecimiento que se había anunciado en el programa macroeconómico. A pesar de esto, los resultados

positivos de la reforma fiscal y la importante labor realizada durante el Road Show, que permitió demostrar que existía un punto de inflexión en la historia crediticia de Costa Rica, generó mejores expectativas sobre el futuro dejando de lado el pasado reciente, aminorando las dudas de los inversionistas lo que repercutió en una colocación calificada por los expertos como exitosa.

Con el fin de ahondar en la explicación sobre la determinación del rendimiento 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 inmediatamente posteriores a su colocación (tres días después) 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 reflejarían en precios menores y por tanto la exigencia de mayores rendimientos.

En su primera fecha de negociación, ambas emisiones tuvieron un desempeño positivo en el mercado secundario, en el caso del vencimiento 2031 se negoció a 100.50, por su parte, el vencimiento 2045 cerró su cotización en 100.45, estos movimientos representan incrementos en los precios de 1.42 y 1.53 respectivamente, esta presión al alza fue generada por inversionistas que no lograron completar sus ofertas iniciales debido a la mayor suscripción que se presentó en la oferta del mercado primario, el interés por la adquisición de los títulos en el mercado secundario de negociación subió el precio. Este comportamiento es el esperado, se mantuvieron muy cercanos a su valor par lo que significa un precio justo en la asignación de la operación.

Luego de la colocación (CR31), tal y como se muestra en la siguiente gráfica el precio, en los siguientes días, permaneció bastante estable cercano a 100, esta situación demuestra que el precio de asignación final fue adecuado y cumplió plenamente con los intereses del emisor y la contraparte inversionista, logrando un precio justo para las partes, misma situación acontece para la emisión con vencimiento al 2045.

Precio Costa Rica 2031 en los días posteriores a la colocación



Actualmente, al 18 de diciembre, un mes después de la colocación, los bonos se cotizan con un rendimiento alrededor de 5.56% y a pesar de que a la ligera se podría pensar que se pudo realizar una mejor colocación esperándose a Diciembre, lo cierto es que esa interpretación es completamente errónea y es más bien la oportuna salida al mercado internacional lo que ha generado la disminución en los rendimientos locales e internacionales. De hecho, tal como se mencionó en párrafos atrás, el Gobierno corría un riesgo importante al postergar la transacción en virtud de sus compromisos y necesidades de financiamiento.

Adicionalmente los rendimientos internacionales en mercado secundario se ven influenciados de forma importante por transacciones de muy bajo volumen, lo que claramente hubiera puesto en riesgo levantar US\$ 1.500 millones en el mes de diciembre. Sería muy inocente creer que se pueden realizar colocaciones al rendimiento o precio del mercado secundario, por lo que es clave entender que existe una diferencia muy sustancial entre mercado primario (donde se colocan nuevos títulos) versus mercado secundario (donde se intercambian títulos existentes), tanto en términos de precio como en términos de tamaño. Los inversores institucionales de más peso / más calidad son los principales participantes en el mercado primario, mientras que el mercado secundario se mueve principalmente por cuentas minoristas o fondos de menor calidad. El precio de mercado secundario no es el precio al cual se pueden colocar cantidades importantes de nuevos títulos en el mercado primario, por ende la existencia de lo que se denomina “prima de nueva colocación” (diferencial de precio entre mercado primario y mercado secundario), un elemento tradicional del mercado de colocación de títulos.

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 la evolución del costo de cualquier colocación especialmente después de un mes de realizada la operación.

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 en el último año y después de un año de claro descenso, la volatilidad reciente y algunas tendencias al alza hacen prever que no sería muy probable disminuciones adicionales en los rendimiento del tesoro.

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 10 años Noviembre 2018-Noviembre 2019



Fuente: Bloomberg

Por otro lado la disminución en el riesgo país de los mercados emergentes, favorecía el momento de emisión y el rendimiento de asignación. El Índice de Bonos Latinoamericanos (EMBILATAM) disminuyó desde 556 puntos base el 28 de agosto, fecha en que se observa uno de los puntos más elevados durante el año 2019, hasta los 443.41 p.b en noviembre 2019, tal y como se muestra en el siguiente gráfico.

Una situación similar se presenta con el EMBI CR, el cual mostró una disminución a lo largo del año 2019, este indicador alcanzó uno de sus puntos más altos en noviembre 2018 alcanzando 560 puntos base, luego disminuyó hasta llegar a los 466.95 p.b en noviembre del mismo año 2019.

Emerging Bonds Index Febrero 2018-Diviembre 2019



Fuente: Bloomberg

Es importante hacer notar que la reciente evolución en los rendimientos de las emisiones existentes de Costa Rica muestran un movimiento coherente entre ellas y la emisión reciente, particularmente el vencimiento al 2031 no muestra movimientos distintivos que hagan pensar que ha sufrido ajustes adicionales a los de las emisiones restantes, muestra de que no existieron sesgos en la asignación de rendimiento en esa emisión.

La siguiente tabla refleja un resumen de algunos países comparables y los rendimientos de emisiones existentes al momento de la colocación. Aunque fueron reducidas las operaciones latinoamericanas recientes en plazos de 10 años, eran un buen indicador para comparar los resultados de la operación.

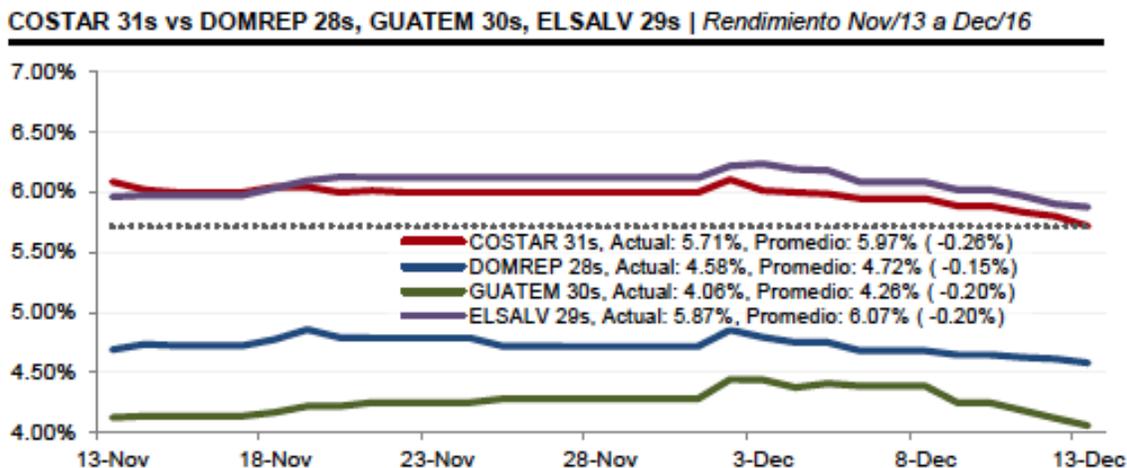
País	Monto Emisión	Vencimiento	Cupón	Rendimiento 12/11/2019	Fitch	Moody's	S&P
Rep. Dom.	1.300	19/07/2028	6,00	4,60	BB-	Ba3	BB-
Ecuador	1.000	31/01/2029	10,75	10,64	B-	B-	B-
Guatemala	500	01/06/2030	4,90	4,16	BB	Ba1	BB-
Ecuador	1.400	27/03/2030	9,50	10,50	B-	B-	B-
Costa Rica	1.200	09/02/2031	6,13	6,25	B+	B1	B+
El Salvador	601	08/02/2029	8,63	5,97	B-	B3	B-

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

De las emisiones anteriores y con plazos similares a la colocación de Costa Rica destaca la emisión realizada por República Dominicana en el mes de julio 2018, con un cupón de 6% a pesar de ser un país BB-, también la de Guatemala de mayo 2019 con una tasa cupón de 4,90% a pesar de ser un país BB, estas emisiones contaron con una colocación con rendimientos menores al conseguido por Costa Rica en virtud de que tienen una calificación crediticia mejor que la costarricense tal como se muestra en la siguiente gráfica. El país con el riesgo crediticio más parecido en la región es El Salvador, siendo B- pero con perspectiva estable y aun así la colocación de Costa Rica salió tan solo 25 pb por

encima de un comparable que tiene 2 años menos que la emisión de Costa Rica al 2031.

Actualmente el Salvador se cotiza por encima de Costa Rica en virtud de un aumento en la percepción de riesgo Salvadoreño y una mejora en el nuestro al igual que para muchos países de la región.



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, por ejemplo tasas de crecimiento que se encuentran sobre el promedio Latinoamericano, inflación dentro del rango propuesto por el BCCR, incremento de ingreso de turistas sostenido, entre otros, además, de la implementación de la reforma fiscal que ya está generando resultados positivos, percepción de estabilidad que es compartida por los inversionistas internacionales.

La implementación de la reforma fiscal fue un elemento esencial dentro de la valoración realizada por los inversionistas y que permitió una colocación exitosa, sin embargo, estos mantienen un nivel de incertidumbre sobre la efectividad de las medidas y la fortaleza de Costa Rica para mantener las medidas planteadas

en la ley de fortalecimiento, especialmente la regla fiscal, en virtud del aumento en la presión de instituciones autónomas como las Universidades y la Municipalidades por salirse de la aplicación de la regla y de la CCSS en materia de remuneraciones. Lo anterior coincide con las preocupaciones de las calificadoras de riesgo Moody's, Fitch y S&P, las cuales externaban su preocupación por las finanzas públicas y el desempeño económico del país.

Oportunidad para la Administración de pasivos existentes

Inicialmente se estaba considerando en apego al artículo 3 de la ley 9708, la posibilidad de incluir una operación de gestión de pasivos que incluyera las emisiones existentes y con vencimientos en el 2020, 2023 y 2025, sin embargo, los análisis financieros y de oportunidad no mostraron resultados favorables para realizar la operación.

Detalle de las condiciones financieras a Noviembre de las emisiones existentes

Bond	Issuance	Maturity	Amt O/S \$mm	Rating (M/S/F)	Price	Bid Yield %	Duration	T-Spread bp	G-Spread bp	Z-Spread bp	Yield Chg			Spread Chg						
											1-day	1-week	1-month	1-day	1-week	1-month				
Republic of Costa Rica USD Bonds																				
COSTAR 9.995 20	27-Jul-00	1-Aug-20	250	B1 / B+ / B+	104.30	3.84	0.7	173	183	156	-28	-15	2	-71	-62	-35				
COSTAR 4.25 23	21-Nov-12	26-Jan-23	1,000	B1 / B+ / B+	98.99	4.59	2.9	278	282	282	3	-33	-15	-4	-55	-56				
COSTAR 4.375 25	30-Apr-13	30-Apr-25	500	B1 / B+ / B+	96.87	5.04	4.8	324	322	326	-2	-12	-9	-8	-37	-53				
COSTAR 5.625 43	30-Apr-13	30-Apr-43	500	B1 / B+ / B+	86.27	6.80	12.1	436	451	481	1	7	8	-4	-17	-33				
COSTAR 7 44	4-Apr-14	4-Apr-44	1,000	B1 / B+ / B+	98.00	7.17	11.4	472	485	518	1	10	5	-4	-15	-37				
COSTAR 7.158 45	12-Mar-15	12-Mar-45	1,000	B1 / B+ / B+	98.94	7.25	11.4	480	491	525	1	10	4	-5	-15	-38				

De los valores existentes, la emisión más cercana a vencer es el título valor del 2020, sin embargo, esta emisión es de un volumen muy pequeño US\$ 250 millones y con un cupón muy elevado cercano al 10%, lo cual obligaría a pagar una prima muy alta cercana a US\$5 dólares por cada US\$ 100 y lograr sacar de circulación una porción importante de la emisión. Adicionalmente esta emisión se

encuentra de forma importante concentrada en manos de inversionistas locales, hecho que dificultaba la operativa de la transacción.

En cuanto a los vencimientos del 2023 y 2025, estas emisiones mantienen una tasa cupón muy baja del 4.25% y 4.375% respectivamente, la cual en el mejor de los casos se estaría intercambiando por un cupón por encima del 6.0%, lo cual significaría para el gobierno cambiar deuda que ya es “barata” por un endeudamiento un poco más costoso en virtud de la pérdida del grado de inversión que una vez tuviera Costa Rica y por tanto una carga adicional en el pago de intereses. Adicionalmente, a estas emisiones aún le faltan 3 y 5 años respectivamente para llegar a su vencimiento, con lo cual en el futuro se podría gestionar en mejores condiciones su refinanciamiento, en la medida que Costa Rica mejore su calificación crediticia y mantenga su responsabilidad fiscal.

Por lo tanto, en esta oportunidad se considera positivo para el Gobierno no realizar una operación de gestión de pasivos junto a la colocación por nuevos recursos.

III. Resultados de la colocación

La colocación que se realizó en noviembre 2019 se logró en corto tiempo y con un rendimiento que refleja la confianza que mantienen los inversionistas internacionales en Costa Rica, a pesar de la incertidumbre externa, la calificación de riesgo país, la reciente aplicación de la reforma fiscal y las amenazas en contra de la aplicación de la regla fiscal.

Se logró colocar a un plazo de 11 años, con vencimiento al 2031, con un cupón de 6.125% y una reapertura del eurobono que vence en el 2045 con un cupón de 7.158% para rendimientos del 6.25% y 7.25% respectivamente. Como se explicó en los apartados anteriores, el rendimiento de ambas emisiones se encuentra

en primera instancia dentro del rango de referencias de países comparables y que han tenido una participación más activa en los mercados internacionales en los últimos años y en segundo término ajustados a las condiciones imperantes para Costa Rica en materia de condiciones financieras asociadas a la calificación de crédito del país.

Los inversionistas internacionales mantienen conceptos muy positivos sobre la economía y finanzas del país, pese a las reiteradas disminuciones de calificación de riesgo que se han presentado en los últimos meses y que tienen un efecto directo sobre el éxito y costo de la emisión. Los títulos emitidos han presentado un desempeño positivo que se asocia a una tendencia o comportamiento general que afecta a las emisiones de naciones como: República Dominicana, Guatemala y El Salvador, sin embargo, se debe tomar en cuenta que los movimientos se sustentan en montos de negociación relativamente bajos.

Para el caso de Costa Rica el solo hecho de que la colocación ocurrió luego de casi 5 años de no salir al mercado internacional, con una performance negativa en términos fiscales, y gran dependencia en el mercado local, se re-afirmó la disponibilidad de esta alternativa de fondeo para la República, un factor crediticio clave, que permitió una reacción directa, inmediata y positiva a la emisión y por lo tanto una evolución favorable de los rendimientos locales e internacionales.

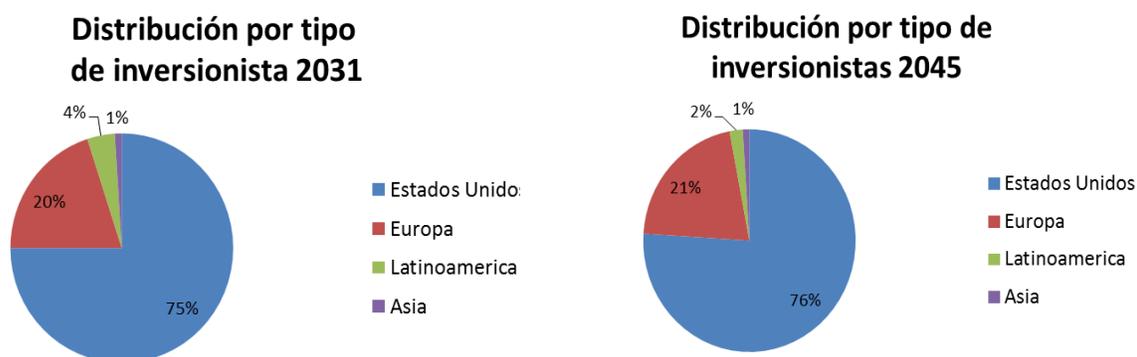
Por otra parte el esfuerzo de mercadeo del equipo que representó a la República, logró el soporte del mercado respecto de la relevancia, peso y sostenibilidad de la recientemente aprobada regla fiscal, permitiendo que la conversación crediticia se enfocara en las perspectivas de recuperación a futuro (e.g. deuda a GDP) del crédito costarricense, en lugar de elementos pasados. Lograr el apoyo del mercado respecto de la existencia de un punto de inflexión previsto en el desempeño crediticio de Costa Rica, fue un enorme detonante para el éxito de la colocación y de su evolución en mercados secundarios.

Estas colaciones tienen un efecto importante para la composición del portafolio de deuda del Gobierno ya que permiten un alargamiento en el plazo de la deuda así como una reducción en el costo del financiamiento. Por otra parte, se reduce la presión de las tasas de interés en el mercado local limitando el aumento de estas.

Se reduce de manera importante el riesgo de refinanciamiento del Gobierno lo que propicia mejoras en la gestión del endeudamiento público.

1. Distribución geográfica

Al igual que en casos anteriores tanto la nueva emisión como la reapertura que se realizó de la emisión con vencimiento en el 2045 presentaron una muy buena acogida en diversos mercados tal y como se puede observar en el siguiente gráfico en la asignación final de la distribución destaca la participación de Estados Unidos, seguido por Europa y posteriormente por Asia y Latinoamérica. A pesar de la concentración en Estados Unidos, lo cual es usual es estas operaciones, especialmente por el plazo del vencimiento, se logró continuar diversificando la base de inversionistas y fuentes de financiamiento.



Fuente: Banco colocador

Uno de los elementos que se consideran positivos y llaman mucho la atención para esta nueva colocación, es que nuevamente se ha despertado el interés y la participación de inversionistas de mercados que no son típicos para emisores como Costa Rica, podemos mencionar una muy fuerte participación de Europa, 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, sociales, medioambientales 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 posibles emisiones futuras lo que repercutirá de forma positiva en la formación de precios de referencia y los costos asociados a la colocación de emisiones.

Cabe señalar que no se consideró restricción alguna para la participación de los inversionistas locales y estos fueron asignados en la colocación en forma proporcional al tamaño de la demanda total.

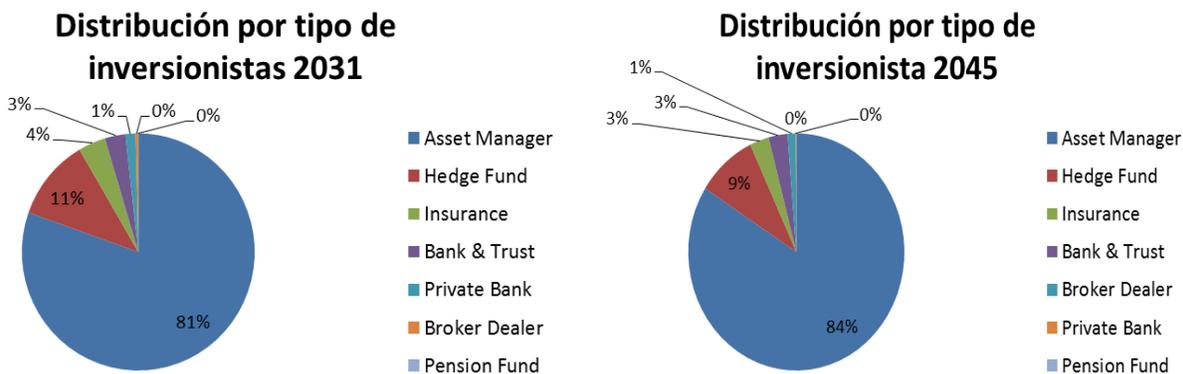
2. Distribución por tipo de inversionista

Otro aspecto relevante y que demuestra la confianza de los inversionistas internacionales es el elevado porcentaje de participación y asignación de Administradoras de Fondos, con un perfil de largo plazo y por lo tanto más orientados a la compra y tenencia de los valores a su vencimiento, evitando con esto los movimientos excesivos de valores por razones especulativas. Para ambas emisiones se contó con una nutrida participación, donde destacaron los inversionistas institucionales de largo plazo.

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.

Para el caso de la emisión con vencimiento en el 2031 la asignación a inversionistas de Gestores de Fondos y Fondos de Cobertura, alcanzó un 80.4% y 11.18% respectivamente. El restante 8.42%, se asignó a Bancos, Aseguradoras, - Fondos de Pensión e inversionistas individuales.

Para la emisión con vencimiento en el 2045, hubo mayor participación de los Administradores de activos tal y como se observa en los siguientes gráficos.

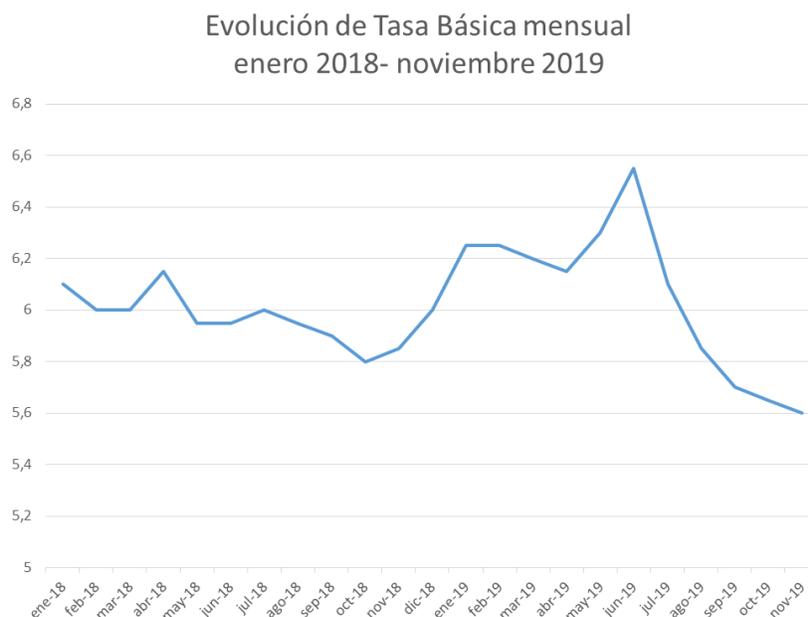


Fuente: Banco colocador

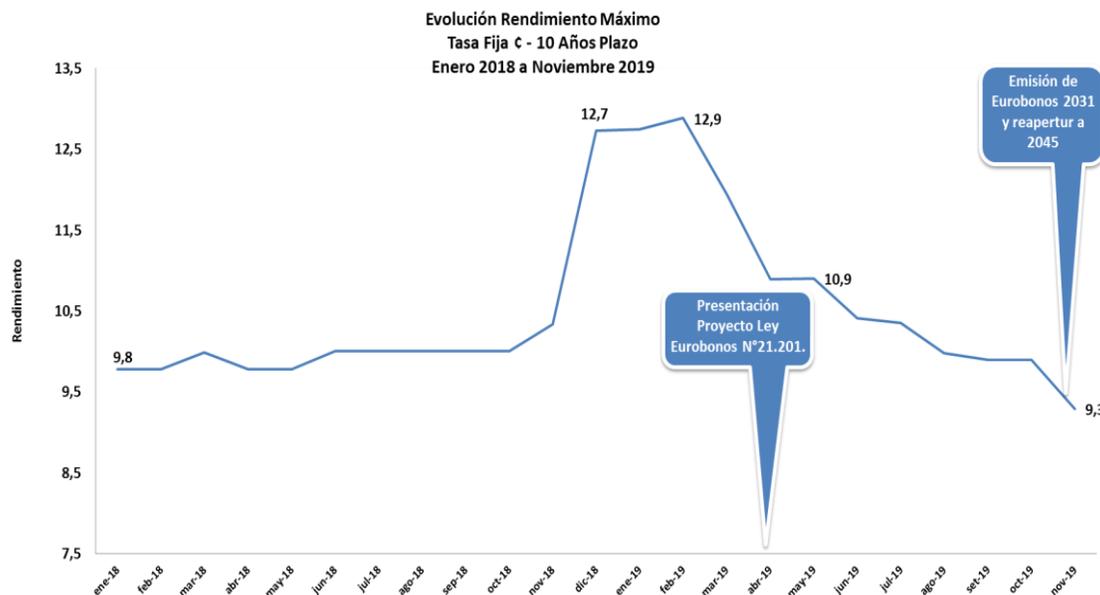
3. Impacto en el Mercado Doméstico

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, ampliar la base de inversionistas y aprovechar las condiciones internacionales de costo de los recursos.

Esta situación de disminución de las tasas domésticas se presentó con las emisiones internacionales realizadas anteriormente entre 2012-2015, para esta ocasión no sería la excepción, para los meses de junio y julio 2019 la tasa básica se situaba cerca de 6.55%, luego del anuncio de la aprobación por parte del Congreso de la Ley 9708, se presentó una reducción de este indicador hasta situarse cerca de 5.6% en noviembre 2019 lo que representa una disminución de casi 100 p.b.



Como parte de la estrategia de endeudamiento, se ha gestionado la baja en las tasas de interés desde inicios del año 2019 con una disminución aproximada de 360 puntos base, esa reducción se manifiesta mayormente con el efecto de la reforma fiscal aprobada a finales del 2018, la colocación de eurobonos como resultado de una menor competencia por los recursos en el sistema financiero doméstico y la reducción en la tasa de interés de política monetaria. Es de hacer notar que una reacción del mercado de valores es anticipar la caída de tasas de interés tal y como se observa en el siguiente gráfico en donde se observa la evolución mostrada en un instrumento de deuda tasa fija a 10 años.



Se espera que este efecto perdure en el tiempo, como resultado de los recursos provenientes de la implementación de la reforma fiscal y la posibilidad de seguir participando en los mercados internacionales de deuda en los siguientes años, fomentar un mayor crecimiento de la economía costarricense como resultado de la disminución continua de la presión y competencia por los recursos del mercado de valores local.

4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional

La reducida participación de Costa Rica en los mercados internacionales antes del año 2012 generó características poco deseables para la curva de rendimiento, en primera instancia la poca cantidad de puntos de referencia y la poca liquidez de la misma condiciona su bursatilidad, por ejemplo, para inicios del año 2012 solo existían dos emisiones vigentes en los mercados internacionales, el bde14 que venció en marzo del 2014 y el bde20 que por su volumen reducido y alto cupón dificulta su participación en el mercado secundario y la correcta formación de su precio.

Luego de las colocaciones realizadas entre el año 2012 y 2015 se presentó una mejora en la formación de curva de rendimientos generando mejores referencias de precios para emisiones realizadas en moneda extranjera, llegando a un plazo máximo de vencimiento en el 2045. Posterior a la aprobación de la reforma fiscal, su implementación y el regreso de Costa Rica a los mercados internacionales se muestra una reducción en las tasas de referencia en los mercados internacionales y una mejor conformación de la curva al incorporar una nueva referencia a 10 años plazo.

Adicionalmente, se puede mencionar que la colocación de títulos realizada en noviembre 2019 fue recibida por los mercados internacionales de forma muy favorable y sin mayores sobresaltos, esto se puede notar en la estabilidad relativa que presentaron los precios de los títulos de Costa Rica colocados en los mercados internacionales.

Al finalizar la emisión cuya autorización estaba contenida en la Ley N° 9708, se puede mencionar que la coyuntura para salir a buscar financiamiento a los mercados internacionales no pudo ser mejor, las tasas bajas permitieron a Costa Rica acceder a un financiamiento “barato” asociado a su riesgo crediticio y en comparación con el mercado doméstico, al tiempo que se logró plazos considerados aceptables en el mercado internacional.

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

5. Beneficios fiscales

Los beneficios fiscales se reflejan, desde la oportunidad de anticipación a los posibles incrementos en las tasas de interés y consecuentemente la disminución del costo del financiamiento del Gobierno. La posibilidad de una pausa en la disminución de la reducción de las tasas de interés o incluso un incremento de las mismas, como resultado de un acuerdo en el sector comercial internacional y su efecto positivo sobre el crecimiento mundial, ha mantenido a los mercados financieros globales pendientes. De acuerdo a la encuesta realizada por Bloomberg entre diversos analistas no se espera que se presente una disminución adicional en las tasas de interés para el mes de diciembre, cuando se reúne por última vez la FED en el año 2019, pero no se tiene claro si para el año 2020 se mantendrá esta disminución política de disminución de tasas, por lo que la ventana de oportunidad se tenía que aprovechar en este momento.

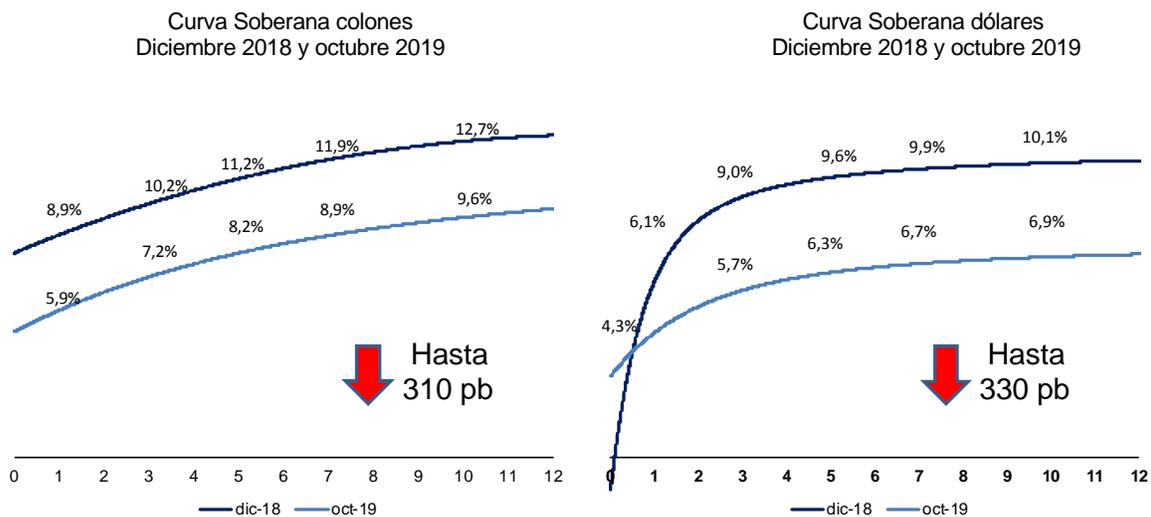
Por otro lado de no haber realizado la colocación en el mercado externo se habría tenido que presionar el mercado doméstico para conseguir los recursos y posiblemente habría generado mayor incertidumbre entre los inversionistas, esta circunstancia, más la presión sobre recursos escasos habría impulsado un aumento en las tasas de interés internas, debido a la presión creada por el gobierno en el mercado para conseguir los recursos.

El título de referencia en colones en el mercado local a 10 años ha presentado un comportamiento descendente durante el 2019, como consecuencia de la reforma fiscal y las expectativas de colocación externa, para inicios de año este rendimiento se situaba en 12.9% luego de la aprobación de la reforma fiscal, la aprobación y colocación de la deuda en mercados internacionales se presentó una sustancial reducción de los rendimientos hasta situarse en noviembre 2019 cerca de 9.3%.

La tasa de colocación de los US\$1.200 millones fue de 6.125% a 11 años. Por su parte si el Gobierno tuviese que salir al mercado a captar la misma cantidad de recursos a las tasas locales la tasa de interés sería mucho mayor.

La siguiente gráfica muestra los rendimientos locales tanto en dólares como colones al cierre de Octubre 2019, días previos a la colocación internacional. Como se puede notar, asumiendo que en el mercado doméstico se pudieran obtener US\$ 1.500 millones, una colocación en dólares a 10 años plazo se hubiera colocado con un rendimiento cercano al 6.9 % y no se cuenta con referencia para una emisión a 30 años plazo ya que no hay demanda en el mercado local para un plazo de esa magnitud.

Evolución de la curva de Rendimientos de Diciembre 2018 hasta Octubre 2019



Fuente: Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda

Por lo tanto, es fácil hacer notar que si la colocación internacional se realizó con un rendimiento de 6.25% y el mercado doméstico en dólares hubiera exigido un rendimiento de 6.9%, asumiendo que el mercado local puede proporcionar la cantidad de USD\$ 1.500 millones, se obtuvo un ahorro de 65 pb, lo que significa un ahorro directo en el costo de intereses de US\$ 9.75 millones anualmente. Es importante hacer notar que este ahorro, es solo por el costo menor de la

colocación y no considera los efectos indirectos del impacto en la reducción de las tasas de interés locales producto de la colocación.

Otra forma de realizar el ejercicio, es con las referencias locales en moneda doméstica. Como referencia de títulos de largo plazo en el mercado local se puede utilizar la serie CRG270230 con vencimiento en el 2030 que en las semanas cercanas a la colocación ha tenido rendimientos cercanos al 9.60%. Si se quiere saber cuál sería el rendimiento equivalente en colones podemos realizar una aproximación reduciendo las expectativas de devaluación que para este ejercicio estimamos en un 2%, lo cual generaría un rendimiento equivalente de 7.6% lo cual es 135 pb mayor que el rendimiento de la colocación internacional, lo cual casi duplicaría los ahorros calculados en el ejercicio anterior.

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

Sin embargo los beneficios fiscales deben considerar los efectos indirectos por la menor presión en el mercado doméstico. A diciembre 2019, los rendimientos en dólares para colocaciones a 10 años plazo se ubican en valores cercanos al 6.2% y en colones en valores alrededor de 8.8%. Es decir, entre el momento previo a la colocación y la fecha de este informe los rendimientos han continuado su descenso en 70 pb en dólares y 80 pb en colones.

Esa disminución de los rendimientos aplicaría para todas las nuevas colocaciones del Gobierno, el cual deberá financiar según la autorización de financiamiento dada en el presupuesto 2020 un total de ¢ 5.044.813 millones de colones. Es decir 5 millones de millones de colones financiados en promedio 70

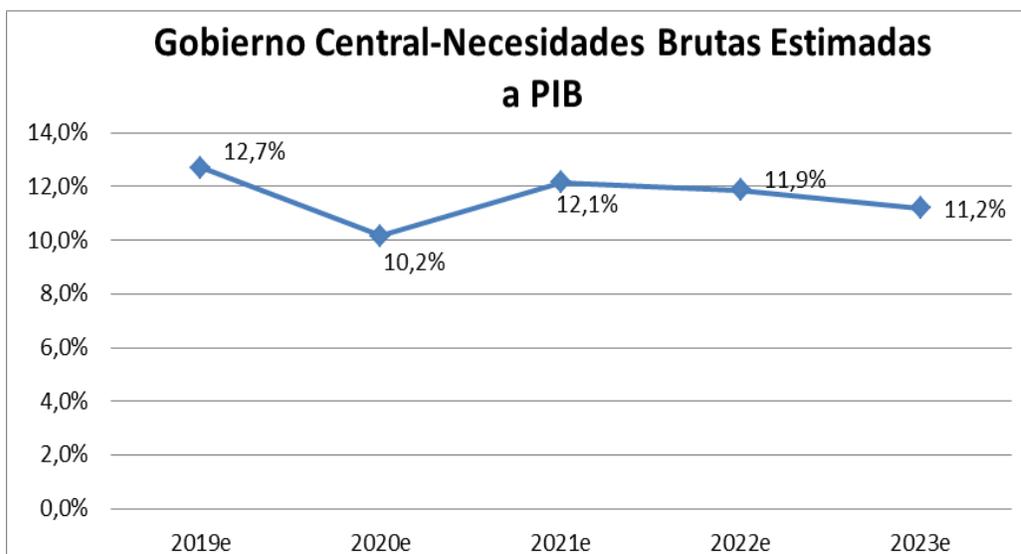
pb significaran ¢35 mil millones de colones (US\$ 60 millones) menos en intereses.

Finalmente menores tasas de interés generan un mejor ambiente para la inversión, lo cual redundará en mayor crecimiento económico, empleo y recaudación.

6. Sobre la presencia de Costa Rica en los mercados internacionales

La implementación de la reforma fiscal y los ingresos adicionales que de ella se derivan, así como la aplicación de la regla fiscal sobre el gasto de Gobierno, propician que para los siguientes periodos mejore el balance fiscal de Gobierno, no obstante, las necesidades de financiamiento del Gobierno continúan siendo importantes, especialmente por los vencimientos de deuda futuros por obligaciones ya contraídas. Esta situación obliga al Gobierno a mantener un importante dinamismo sobre la estrategia de endeudamiento de mediano plazo y disponer de fuentes alternativas de financiamiento para satisfacer esas necesidades.

Es por esto que reviste de importancia dotar al Ejecutivo de la posibilidad de mantener presencia en el mercado internacional y emitir títulos valores cuando se considere ventajoso, esto como un instrumento para la implementación de la estrategia de deuda. Las necesidades de financiamiento del Gobierno Central siguen siendo superiores al 10% y se requiere continuar accediendo al mercado internacional con el fin de evitar volver a generar presión sobre el mercado doméstico.



Ante un escenario como el mostrado, es difícil asegurar que el mercado doméstico pudiese sopesar la totalidad de esas necesidades eso en primera instancia, seguido por una fuerte presión sobre las tasas de interés internas ante la competencia por la obtención de esos recursos. La sostenida estabilidad en las tasas de interés, de forma que no tiendan al alza, aunque difícil de cuantificar, beneficia al ahorro en las finanzas del estado y confirma la necesidad de continuar participando en el mercado internacional como parte integral de la estrategia de financiamiento de mediano y largo plazo, para lo cual es indispensable la aprobación de un programa de emisiones anuales en la Asamblea Legislativa

7. La percepción de especialistas locales

Luego de varios años de no realizar emisiones en los mercados internacionales, se generó una gran expectativa sobre la forma en que los inversionistas recibirían la nueva emisión de Costa Rica. Se esperaban resultados similares o mejores, de los observados en emisiones internacionales anteriores, a pesar de que las circunstancias eran muy diferentes, tanto a nivel interno como externo. El tema que más se mencionaba era el plazo y tasa de colocación y en general

podemos mencionar que los especialistas quedaron muy satisfechos con los resultados obtenidos en el proceso de colocación. A continuación algunas de las opiniones:

El periódico La República, señala el 13 de Noviembre, que la colocación realizada generó buenas reacciones entre los expertos, como lo mencionó Karla Arguedas Chaverri, Gerente Prival Advisory & Strategy. “El Gobierno colocó \$1.200 billones en una nueva emisión con vencimiento el 19 de febrero de 2031 con cupón 6,125% a un precio 99,07%, y un retap por \$300 millones al bono que ya existe bde45, fecha de vencimiento al 12 de marzo de 2045 cupón 7,15% a un rendimiento del 7,25%, con un precio asociado de 99%. Con lo anterior, el Gobierno de Costa Rica logra captar recursos a un costo más bajo que en el mercado local, por un monto importante, que da tranquilidad en el financiamiento de su deuda.”

En el diario electrónico CR.hoy, se emitieron diversas opiniones, con consideraciones similares, el 12 de noviembre, Hernán Varela gerente de portafolio del Banco Lafise, dijo que los bonos costarricenses salen en buen momento “bastante oportuno” porque las tasas internacionales están bajas y el mercado ha estado mostrando “apetito de riesgo”, algo que puede aumentar la demanda por la emisión de valores del Estado costarricense y, a la vez, que tenga que pagar una tasa menor de inversionistas, incluso menores a las tasas de referencia.

Orlando Soto, director general de Grupo Financiero Acobo, destacó también este beneficio particular de la emisión de eurobonos, que liberarán de presiones al alza las tasas de interés internas en el corto y mediano plazo. Sin embargo, lamentó que el monto de la emisión que aprobó la Asamblea Legislativa sea tan reducido. “El Monto captado es relativamente pequeño en comparación con las necesidades para enfrentar el pago de vencimientos de deuda y en comparación con el saldo de deuda total”.

IV. Lecciones aprendidas proceso de colocación

Bajo la ley N° 9708 se realizó la colocación de deuda por US\$ 1.500 millones que se dividió en dos tramos. El primer tramo de US\$ 1.200 millones, con un vencimiento al 2031 y un rendimiento de 6.25%, mientras los restantes US\$ 300 millones se colocaron en una reapertura de la serie bde45 con un rendimiento de 7.25%. Con este retorno a los mercados internacionales se trazó una estrategia enfocada no solo en el alargamiento de plazos sino en la disminución de los vencimientos en fechas focales por lo que la emisión con vencimiento al 2031 deberá cancelarse en tres pagos parciales que se realizarán en los años 2029, 2030, 2031.

Los rendimientos de la colocación obtenidos denotan que la emisión fue recibida de buena manera en el mercado y alcanzó una importante demanda, pese a la poca participación de Costa Rica en los mercados internacionales de deuda durante los últimos años, ya que la última emisión se realizó a principios del 2015.

El momento para realizar la colocación no pudo ser más oportuno, ya que las tasas de referencia internacional se mantienen bajas, lo que genera un costo menor de colocación, si bien es cierto, Costa Rica ha experimentado reducciones en las calificaciones de riesgo este elemento fue atenuado por la reforma fiscal y los resultados obtenidos en los últimos meses luego de su implementación. Además de que los recursos obtenidos dieron espacio al mercado doméstico evitando presiones sobre las tasas de interés y brindando recursos bastantes necesarios para financiar el funcionamiento del aparato estatal.

Este retorno a los mercados internacionales le dejó al Ministerio de Hacienda muchas lecciones aprendidas y reforzó la experiencia que se había logrado

acumular con las emisiones realizadas al amparo de la Ley N° 9070. Entre las lecciones aprendidas y los procesos que se pueden mejorar destacan los siguientes:

1. El Ministerio de Hacienda tiene el personal y la capacidad técnica para llevar a cabo estos procesos de una forma eficiente y logrando los mayores beneficios para el país.
2. La administración debe tener mayor flexibilidad en la ley para la contratación de servicios, la descripción del procedimiento de contratación en la ley limita el margen de acción del ejecutivo y anticipa a la contraparte inversionista que se acerca una nueva emisión
3. Los anuncios sobre los procesos de contratación anticipaban la salida al mercado y ponían en constante riesgo la operación haciéndola más vulnerable a la manipulación de precios.
4. Las procedimientos autorizados en la Ley deben adecuarse mejor a las mejores prácticas internacionales y más que concursos para las contrataciones el Ministerio de Hacienda debe constituir registros de elegibles de los oferentes de servicios y poder elegir discrecionalmente entre ellos, con base en las ofertas presentadas.
5. Todos los servicios asociados a la colocación internacional deberían ser exentos de impuestos, ya que los proveedores lo que hacen es incrementar sus cotizaciones para cubrirse de los impuestos aplicables y no es una práctica internacional la retención de impuestos sobre los servicios internacionales.
6. Las operaciones del mercado internacional no deberían estar limitadas ni a un monto global ni a un monto máximo de cada colocación. Lo primero porque se anticipa el fin de las colocaciones y causan mayores presiones en el mercado doméstico al saber que el Gobierno deja de tener acceso al mercado internacional y lo segundo porque se desaprovechan oportunidades en el mercado al no poder realizar colocaciones mayores. Se sugiere que la autorización de colocación este asociada a una

proporción de las necesidades de financiamiento anual del presupuesto nacional.

7. La aprobación de un programa de emisión multianual es fundamental. La aprobación de emisiones anuales o acotadas son un desestímulo importante para los inversionistas que quieren una relación de largo plazo y redundan en mayores costos para la República.
8. Es indispensable que el Ministerio de Hacienda cuente con líneas de crédito contingente, que le permitan postergar una operación en caso de situaciones imprevistas como fue la salida de la Ex ministra Aguilar en Octubre y que, gracias a la reacción rápida por nombrar un nuevo ministro, no tuvo mayores implicaciones pero pudo haber complicado de forma importante la colocación.
9. El país debe continuar la senda de la sostenibilidad fiscal y adoptar las recomendaciones realizadas por las agencias calificadoras de riesgo con el fin de mejorar su riesgo crediticio y acceder a mejores condiciones de financiamiento.

V. Conclusiones

El regreso de Costa Rica a los mercados internacionales de deuda puede considerarse exitosa, no solo se logran tasas rendimientos bajas, también se logró limitar las presiones sobre el mercado local, lo que redundó en una disminución de los pagos que se deberán pagar en el corto, mediano y largo plazo. Costa Rica consiguió, con la emisión del bono con vencimiento al 2031 y una re apertura del eurobono con vencimiento en el año 2045, un éxito destacable, pues no solo retoma su 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 y tener más de cuatro años de no realizar colocaciones en los mercados internacionales.

Los rendimientos de colocación responden a las circunstancias actuales en los mercados internacionales la cuales resultaron favorables para el país dado su nivel de riesgo crediticio, siendo que 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, limitando 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, desempleo, rezago en infraestructura, entre otras, que deben ser corregidas para mejorar

sus estabilidad económica y sus condiciones de acceso a financiamiento. Luego de la aprobación de la reforma fiscal en diciembre del 2018, se espera que algunos de estos desafíos sean atendidos de mejor manera, generado un mejor ambiente para futuras emisiones en los mercados internacionales lo que generará ahorros significativos en términos de pago de intereses, alargamiento del perfil de vencimientos, y disminución de presiones sobre el mercado local.

Es recomendable hacer hincapié en que dados los beneficios obtenidos con esas colocaciones de bonos internacionales y las condiciones fiscales del país, resulta importante que el Ejecutivo, cuente con herramientas flexibles que le permitan continuar diversificando las fuentes de financiamiento, ampliar las bases de inversionistas, reducir la presión sobre la tasa de interés del mercado interno y disminuir el costo del servicio de la deuda, aprovechar las condiciones financieras internacionales que resultan favorables en cuanto a las bajas tasas de interés así como favorecer el alargamiento en los plazos de vencimiento de la deuda.

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

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