

Uruguay: Mercado de valores y financiamiento para infraestructura

**José Antonio Licandro (*)
Superintendencia de Servicios
Financieros**

**(*) Las opiniones son personales y no comprometen la posición
institucional del BCU ni de la SSF.**

Algunos números...

- El mercado de valores presenta un crecimiento sostenido de emisiones en los últimos años:

Emisión de Obligaciones Negociables y
Fideicomisos
(datos en millones de USD)

Año	Em presas Públicas y Privadas			Gobierno y M unicipios			TotalGeneral		
	M on Nacional	M on Extran jera	Total	M on Nacional	M on Extran jera	Total	M on Nacional	M on Extran jera	Total
2010	54	38	92	76	6	82	130	44	174
2011	13	91	104	65	0	65	78	91	169
2012	107	111	218	89	0	89	196	111	307
2013	123	178	301	43	0	43	166	178	344
2014	128	186	314	0	0	0	128	186	314
2015	146	301	447	7	0	7	153	301	454

Algunos números...

- La participación del mercado de valores en el fondeo a plazo mayor a tres años es cada vez más relevante:

Financiación a empresas a plazo mayor a 3
años
USD Millones

Año	Obligaciones y Fideicomisos Financieros	Financiación Bancaria	Total	Participación en el Fondeo
2010	75	368	443	
2011	89	462	551	
2012	189	434	623	
2013	298	721	1019	
2014	306	653	959	
2015	443	744	1187	

- El circulante asciende a USD 1.770 millones y muestra el potencial del mercado de valores para financiar proyectos de infraestructura: 900 millones (51%) financian ese tipo de obras:
 - Generación de energía eólica
 - Mantenimiento de redes de distribución eléctrica
 - Nuevo Aeropuerto
 - Obras de Gobiernos Municipales

Proyectos de Infraestructura: una gran oportunidad...



- Durante 2015 el Gobierno anunció la necesidad de proyectos de infraestructura por USD 12.370 millones(25% del PIB), de los cuales:
 - **con participación público privada (PPP) USD 1.810 millones :**
 - Proyectos Energía Eléctrica (USD 460MM)
 - Proyectos Ferroviarios (USD 170MM)
 - Proyecto Infraestructura Educativa (USD 432MM)
 - Proyecto Viales (carreteras) (USD 742MM)
 - **Otros proyectos de infraestructura (no PPP) USD 10.560 millones.**

¿La mesa está servida pues...?

- El país necesita importantes obras de infraestructura para potenciar su crecimiento económico.
- Asimismo, en la coyuntura pueden ayudar a redinamizar la economía.
- Hay inversores como los FAP con importantes recursos ávidos de ser invertidos a plazos largos.

Algunos números más en detalle...

Emisiones en Infraestructura existentes a 2015

<i>Nombre del Proyecto</i>	<i>TIPO</i>	<i>Moneda</i>	<i>Plazo (años)</i>	<i>Tramo minorista</i>	<i>¿Operó mercado secundario en 2016?</i>	<i>% de emisión en poder de Fondos de Pensión</i>
Pampa	FF	US	20			
Arias	FF	US	20			
IMM Fondo Inv. Departamental	FF	US	15	NO	NO	100%
IMM Ampliacion Batlle y Ordoñez	FF	US	15	NO	NO	8%
Puerta del sur	ON	US	14	NO	SI	76%
UTE 2018	ON	US	6	NO	NO	20%
UTE SERIE UR	ON	UR	12	NO	NO	33%
UTE 2042	ON	UI	30	NO	NO	71%
UTE 2036	ON	UI	20	NO	NO	97%
UTE 2028	ON	UI	16	NO	NO	98%
UTE SERIE 1	ON	UI	20	NO	NO	100%
UTE SERIE 3	ON	UI	20	NO	NO	100%
Punta rieles	ON	UI	25	NO	NO	45%
Rivera II	FF	UI	20	NO	NO	57%
Alumbrado Publico	FF	UI	20	NO	NO	58%
Grinor	FF	UI	20	NO	NO	85%
IMC Obras Viales	FF	UI	20	NO	1 vez	96%
Trans Urb	FF	UI	30	NO	NO	100%
Trans Suburb	FF	UI	30	NO	NO	100%

• Principales características de las emisiones para infraestructura:

- 75% de lo emitido está denominado en moneda doméstica, de las cuales 87% está indexada a la inflación(UI).
- 35% del valor de las emisiones son Fideicomisos Financieros y el resto Obligaciones Negociables.
- Los plazos de emisión van desde 6 hasta 30 años, siendo que casi el 50% son a 20 años.
- **Sólo los que ofrecieron tramo minorista (2 de 19) tiene mercado secundario activo** y valuación a precio de mercado. El resto es completamente ilíquido y sin valuación de mercado.
- Los Fondos de Pensión tienen el 67% de estas emisiones.
 - En la mayoría de los casos poseen más del 80% de la emisión.
 - En los que hay tramo minorista poseen menos del 50%.

Proyectos de Infraestructura: dificultades y riesgos...



- Existe casi nula liquidez y eso genera problemas de valuación, generando impactos potencialmente negativos sobre los FAP:
 - traspasos de riqueza entre generaciones pues no hay precio de mercado para su liquidación antes del vencimiento.
 - incentivos inadecuados en los administradores de los FAP a tomar dichos riesgos.

Proyectos de Infraestructura: dificultades y riesgos...



- Hay perjuicios para el propio mercado de valores:
 - La falta de liquidez y precios de mercado no atrae a otros inversores.
 - Los estructuradores se enfocan exclusivamente en los FAP pues les ahorra esfuerzo, generando excesiva concentración de tenedores, achicando el espectro de potenciales inversores y limitando las opciones (condiciones de financiamiento) para los emisores.
 - Se percibe que, de atender el mercado minorista, los costos para el emisor son mayores, lo que no tiene en cuenta lo anterior.

Respuestas regulatorias: desarrollo del mercado “*sustentable*”



- Hoy en día se escuchan voces que plantean:
 - “*No pongan trabas al desarrollo de infraestructura, menos en esta coyuntura de fuerte desaceleración económica*”.
 - “*Un poco menos de control y un poco más de crecimiento*” como receta para impulsar el desarrollo en AL(*)).
- Nuestro mandato legal: Velar por el desarrollo ***sustentable*** de los mercados financieros.
 - La falta de controles históricamente no ha sido palanca del desarrollo, sino todo lo contrario. Es germen de las grandes crisis porque potencia los riesgos y su impacto negativo cuando se materializan.
 - El desafío consiste en mirar el mercado en términos de largo plazo, detectar fallas que generan riesgos y regular con inteligencia.

(*) Paul Smith, Presidente del CFA Institute, recientemente en Chile.

Respuestas regulatorias:

¿qué significa regular para el desarrollo



“sustentable” hoy?

- Dada la experiencia exitosa de algunos proyectos recientes con tramo minorista, se aprobó en mayo una regulación que pone ***tope a las inversiones de los FAP en títulos sin tramo monorista***. Con esto se pretende:
 - Incentivar a los estructuradores a incluir tramos minoristas en los proyectos y con ello:
 - Dotar de **mayor liquidez** a las emisiones, **mejorar la valuación**, **mitigar los riesgos** mencionados antes y **ampliar el espectro de inversores**,
 - **favorecer** un funcionamiento más eficiente del mercado y a los emisores a largo plazo.
- Complementariamente, se está estudiando la obligatoriedad de contratar ***valuaciones profesionales*** para aquellos títulos estructurados que no tienen valor de mercado ni curvas de referencia, con iguales fines.

- La avidez de los minoristas por este tipo de títulos que financian obras de infraestructura ha quedado evidenciada en el pasado reciente, por lo que **se entiende que la regulación no frenará la financiación de obras de infraestructura.**
- Además, se prevé que los FAP puedan seguir manteniendo parte de su cartera en instrumentos sin este tramo(30%).
- Dadas las aún bajas tasas de interés en los mercados internacionales, parece ser la hora de aprovechar esta financiación para **hacer las mejoras de infraestructura necesarias, pero en un marco regulatorio que propenda al desarrollo sustentable** del mercado.

Muchas Gracias!

Sector Bancario



- Los bancos pueden prestar a plazos superiores a 3 años el fondeo que tengan a esos plazos mas una vez y media el patrimonio.
- Los proyectos de inversión adicionalmente, según su tamaño se ven afectados por las regulaciones de diversificación de riesgos que deben observar los bancos (artículos 204 y 205 de la R.N.R.C.S.F)
- Existe un límite básico que implica que los bancos solo pueden prestar a un mismo deudor un máximo del 15% de su patrimonio que podrá ampliarse a un 25% o 35% en determinadas condiciones (derechos contra el Estado, etc)

BANCO	Patrimonio	15%	25%	35%	Excedente
A	1.053	158	263	369	501
B	417	63	104	146	207
C	315	47	79	110	294
D	233	35	58	81	117
E	226	34	56	79	272
F	106	16	26	37	181
G	72	11	18	25	102
H	51	8	13	18	38
I	27	4	7	9	34
J	12	2	3	4	18
	2.512	377	628	879	1.764

- La regulación exige que los flujos de los proyectos superen los siguientes escenarios además de escenarios específicos en caso de créditos de gran porte.

Variables/Escenarios	Adverso	Muy Adverso
Aumento TC	20%	35%
Caída PIB	-3%	-6%
Aumento Riesgo País	100bp	300bp

- En caso de poder superar una devaluación del peso del 35% el deudor puede clasificarse 1C y lleva una previsión del 0.5%.
 - De no superarse, pero superarse entre otros aspectos una devaluación del 20%, el deudor podrá clasificarse 2A y llevará una previsión del 1.5%.
 - De no superarse esta condición la previsión mínima será de 3%.