

# EL MERCADO DE VALORES COMO HERRAMIENTA DE FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA: EL CASO URUGUAYO



BRAGARD & DURÁN

Abogados

**XI Congreso Iberoamericano, Regulación Económica, Infraestructura y  
Servicios Públicos**

**Noviembre, 2016, Buenos Aires**

**Dr. Jean Jacques Bragard**

# FINANCIAMIENTO

## (determinante para viabilizar la inversión en infraestructura)

- Gobiernos tienen restricciones fiscales, aunque enorme necesidad.
- Los “promotores” y empresas constructoras difícilmente puedan contar con los recursos necesarios dada la magnitud de las inversiones en infraestructura requeridas (escaso equity y capacidad de endeudamiento).
- Caracteres:
  - Altísima proporción costos al inicio (inversión hundida).
  - Períodos de repago largos.
  - Riesgos elevados (terminación, calidad, ingresos estables).
  - Proyección financiera es el corazón del proyecto.
- Necesidad de financistas “especiales”.
- La ley de PPP uruguaya busca trasladar el riesgo de construcción, operación y/o mantenimiento a los privados, pero además, las necesidades de financiamiento de la obra en cuestión.



# ¿QUIÉNES FINANCIAN LAS OBRAS?

## DESAFIO: OTROS QUE NO SEAN LAS FINANZAS PÚBLICAS

### ¿QUIÉNES?

- Organismos Multilaterales de Crédito o bancos de desarrollo (CII, BID, CAF).
- Fondos de pensión.
- Bancos comerciales.
- Fondos privados de infraestructura.
- Inversores minoristas.

En Uruguay la experiencia indica que participan todos o casi todos los anteriormente mencionados en un mismo proyecto.

# ¿CÓMO SE FINANCIAN LAS OBRAS?

- **Emisiones por Proyecto:**
  - Instrumentos financieros emitidos por Vehículos de Propósito Especial (fideicomisos financieros o sociedades anónimas objeto exclusivo)
  - Valores:
    - Obligaciones negociables
      - Títulos de Deuda
      - Certificados de participación
- **Emisiones de fondos de deuda:**
  - Activos de renta fija diversificada y gestionados profesionalmente
  - Genera certidumbre al financista y al sponsor
  - Estandarización de procesos
- **Emisiones del propio sponsor:**
  - Obligaciones negociables
  - Acciones preferidas



# VEHICULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL

- Fideicomisos financieros y Sociedades Anónimas.
- Sin pasado y contabilidad sencilla.
- Trajes a medidas
- Ideales como vehículos de securitización de flujos futuros (peajes, subsidios, tarifas, pagos, etc).
- Transformación de un conjunto de activos presentes o futuros, generadores de un flujo financiero predecible, en títulos negociables.
- Fideicomiso: patrimonio separado, independiente, administrado por tercero profesional (rol del Fiduciario)
- Consejo de Vigilancia

# MERCADO DE CAPITALES: EL SOCIO IDEAL PARA LA INFRAESTRUCTURA

- Más flexibilidad en la ingeniería financiera.
- Permite financiamiento a largo plazo. Frecuente a 30 años.
- Tasa fija es la regla.
- Permite redistribuir mejor el riesgo entre participantes.
- Fondos de pensión (sólo canalizan por mercado valores formal), fondo de infraestructura y tramo minorista también entran por esta vía.
- Incentivos fiscales.
- Mercado secundario.
- Contratos auxiliares de emisión.
- Problema: incertidumbre del cierre financiero.

# MERCADO DE CAPITALES: PARTICIPANTES

- Entidad representante
- Entidad registrante
- Agente de pago
- Agente colocador
- Underwriting
- Bolsa de valores
- Calificadora de riesgo
- Organizador
- Auditor externo
- Comité vigilancia
- Fiduciario
- BCU



# FONDOS DE PENSION: EL MAYOR INVERSOR

- Los fondos de pensiones tienen un fuerte interés en diversificar su portafolio.
- Grandes inversiones a horizontes de largo plazo.
- Sólo entran vía mercado de capitales
- Retornos de la inversión definidos en unidades monetarias domésticas indexadas a la inflación (UI) (PPP en Uruguay son en UI).
- Se les permite ir desembolsando en tramos (compromisos de inversión futura).
- Equipos técnicos de muy buen nivel.
- Participan desde el inicio del proceso.
- Les sobra liquidez para destinar a infraestructura, les falta proyectos ...!!!

**En Uruguay son los grandes dinamizadores de la infraestructura**



# BANCOS: ACTITUD MÁS TIMIDA

- No es un prestamista natural de largo plazo
- Intermediario entre depositante y los demandantes de financiamiento, buscando una intermediación, idealmente en el menor tiempo posible
- Falta experiencia (localmente)
- Tasa variable
- Topes de riesgo.
- Aumento restricciones casa matriz
- Garantía: flujos futuros genera dificultades
- Aversión al riesgo construcción. Tener una salida permite sortearlo
- Crédito sindicado
- Asumen rol: - préstamo puente  
- servicios de estructuración y colocación

# MULTILATERALES: NECESARIOS

## MULTILATERALES:

- Rol más amplio
- Créditos puente / largo plazo
- Inversiones de capital
- Cofinanciamiento
- Garantías parciales de crédito, garantías de riesgo
- Préstamos a los gobiernos
- Capacitaciones. Asesoría y asistencia técnica

# MINORISTAS: POLITICAMENTE CORRECTO

Campaña de marketing en Uruguay

*“Ahora puede ser copropietario de un parque eólico”*

- Inclusión financiera.
- Estímulos.
- Oligopolios.
- Mercado secundario. Cortoplacistas.
- Fideicomiso Financiero Pampa . Eólico (7000 ahorristas – oferta 15M USD, se demandó 100M USD)

# GARANTIAS Y ESTRUCTURACION

- Derechos de *step in* para sustituir al VPE
- Garantías de Sobrecosto y Sobreplazo para la etapa de construcción
- Prenda de depósito
- Prenda acciones emisor (cesión derecho de voto y económicos)
- Cesión condicionada de contrato de PPP
- Fideicomiso de garantía
- Prenda de contrato de PPP
- Cesión de créditos
- Garantías sobre activos del Proyecto
- Subsanción puede ser hecha por acreedores
- Modificación contratos requiere autorización acreedores
- Covenants
- Equity mínimo
- Arbitraje internacional



# EXPERIENCIAS EN URUGUAY

- Rutas nacionales – Emisión **Obligaciones Negociables oferta pública** + fideicomiso garantía (peajes y subsidios + indemnización Estado)
- Avenidas urbanas – **Fideicomiso financiero oferta pública** (peaje sombra)
- Aeropuerto Montevideo – Emisión **Obligaciones Negociables oferta pública** + fideicomiso garantía (cánones)
- Centro Penitenciario – Emisión de **Obligaciones Negociables oferta Pública**. PPP
- Rutas nacionales II – Seis circuitos PPP en proceso
- Parques eólicos – **Fideicomiso Financiero** - oferta pública (deuda y equity)
- Obras municipales – Fondo Capital Montevideo – Obras urbanas



# PORTAFOLIOS DE PROYECTOS

**Período 2015-2019**

**Millones USD**

Energía

4.230

Vialidad

2.360

Infraestructura social

1.870

Vivienda

1.320

Comunicaciones

750

Agua y saneamiento

550

Puertos

550

Ferrovial

360

Otros

380

**TOTAL**

**12.370**

# APRENDIZAJES

- Se hicieron cambios en la legislación para que puedan comprometer inversiones futuras.
- Articulación continua entre MEF, CND, BCU y Calificadoras de Riesgo
- Gran esfuerzo de coordinación entre TODOS los actores
- “*Step-in Rights*” para sustituir los vehículos de propósito especial
- Prórroga en los plazos de cierre financiero por trámites necesarios para la emisión: BCU, Bolsa de Valores, etc.
- Repago de contratos podrá ser en USD hasta un 50%.
- Ajuste de tasa de interés entre la oferta y la adjudicación provisoria.
- Capacitación de actores involucrados y creación de equipos de Project Finance.
- **PRINCIPAL DESAFIO: NO ES FALTA DE FINANCIAMIENTO SINO VELOCIDAD PARA MOVERSE**

