

# Experiencias sobre Fideicomisos: Oportunidades para el Mercado de Valores

6 y 7 de Setiembre de 2018

## 27° Congreso Latinoamericano de Fideicomiso



**Martín Larzabal**  
Gerente de inversiones  
República AFAP - Uruguay

ASOFIDUCIARIAS - FELABAN

# Contenido


---

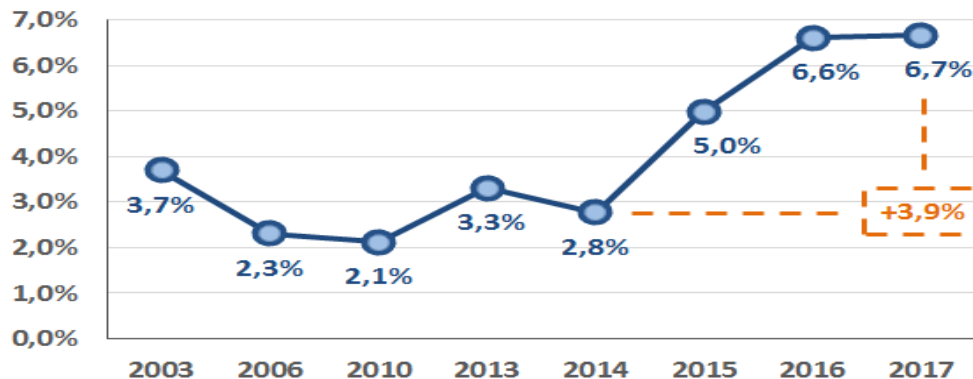
- ✓ Breve caracterización del mercado de capitales en Uruguay
- ✓ Pasos previos al desarrollo de CP de Fideicomisos Financieros: finanzas islámicas
- ✓ CP de Fideicomisos Financieros como proxy del private equity
- ✓ Marco regulatorio necesario para estructurar Project Finance de energías renovables mediante Fideicomisos Financieros; ejemplos
- ✓ Marco regulatorio necesario para estructurar Project Finance de PPP mediante Fideicomisos Financieros; ejemplos
- ✓ Ventajas de estructurar financiamientos con Fideicomisos Financieros como SPVs
- ✓ Reflexiones finales

# Caracterización del mercado de capitales en UY

## Capitalización de mercado de valores privados como % PBI

Rk	País emergente	Como % PBI
1	Hong Kong	955,3
2	Singapore	326,7
2	Malasia	232,4
4	Taiwán	216,1
5	Argentina	198,5
9	Chile	137,9
12	Rusia	111,5
16	India	96,7
19	Brasil	87,8
24	México	66,4
26	China	59,5
27	Perú	57,3
29	Panamá	52,0
30	El Salvador	47,0
37	Colombia	40,0
44	Costa Rica	31,9
<b>56</b>	<b>Uruguay</b>	<b>2,3</b>
57	Rep.Dominicana	0,6
58	Guatemala	0,4
59	Nicaragua	0,4
60	Honduras	0,0

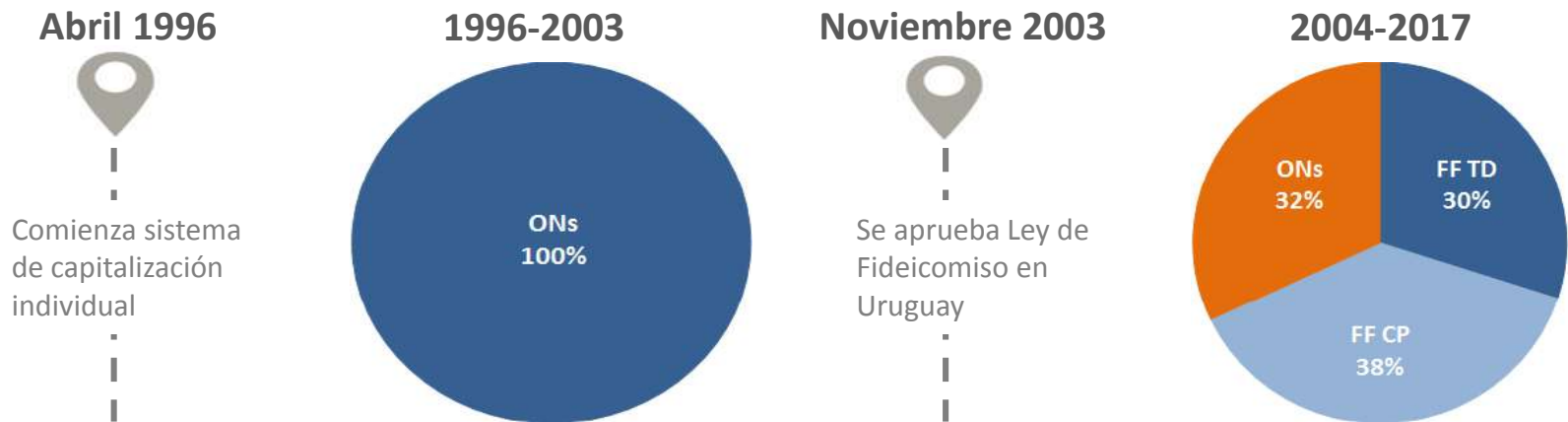
País	2003	2006	2010	2013	2014	2015	2016	2017
Uruguay 	3,7%	2,3%	2,1%	3,3%	2,8%	5,0%	6,6%	6,7%



Fuente: FMI WP/07/288 y RAFAP

Fuente: FMI WP/07/288 y RAFAP - Datos al 2006

# Caracterización del mercado de capitales en UY (cont')



## Monto emisión promedio anual en millones USD

	1996-2003	2004-2017
Obligaciones Negociables	57	80
FF - Títulos de Deuda	0	73
FF - Certificados Participación	0	184



**Inversiones en el sector real**

## Previo al desarrollo de los CP de FF en Uruguay se probó con un híbrido: bonos con tasa de interés variable

---

Precio bono  
tasa fija

=

Descuento cupones  
fijos

+

Capital al  
vencimiento

Precio  
acción

=

Descuento dividendos  
esperados

Precio bono  
tasa variable

=

Descuento cupones  
esperados

+

Capital al  
vencimiento

Los bonos con tasa de interés variable son un híbrido entre acciones y deuda a tasa fija.

# Principales ventajas de los bonos con tasa vinculada a la performance de los negocios

---

- ✓ Se pueden estructurar de forma tal de hacer “socio” al financista:
  - plazo de amortización variable
  - cuotas de amortización en unidades de producción
  - tasa de interés vinculada a resultados
- ✓ Puede ser un instrumento idóneo para financiar emprendimientos productivos que requieran más un socio de largo plazo que un simple prestamista.
- ✓ Los emisores calzan sus compromisos de deuda a la performance de su negocio y los inversores le quitan riesgo a su inversión colocándose a una tasa de interés con potencial de upside interesante en el largo plazo.

# Es un invento esta clase de títulos?

---

- ✓ No es común encontrar en el mundo esta clase de títulos ya que por lo general el que quiere exposición a un negocio compra acciones y el que quiere proteger el capital compra bonos.
- ✓ Es necesario trasladarse a las finanzas islámicas para encontrar este tipo de estructuras. Uno de los principios básicos del Islam prohíbe el cobro de interés preestablecido de antemano (tasa fija). Pero habilita a sus seguidores a participar en negocios donde se compartan las pérdidas y ganancias.

**Musharakah**  
(en Islam significa  
asociación)



**Certificado de Financiación a Plazo que se utiliza para que un prestamista provea de capital a un emprendedor**

Ambas partes contribuyen con el financiamiento de las inversiones y el beneficio se divide entre los dos. La exposición del prestamista en el proyecto se va reduciendo en el tiempo a través de un acuerdo de recompra que tiene con el emprendedor que lo habilita a recuperar el capital invertido.

# Experiencias de “Musharakah” en Uruguay

En julio de 2009 New Zealand & Farming Systems Uruguay (empresa dueña de tambos y ganado de ordeño) realizó la primer emisión de un emprendimiento productivo en el mercado local de títulos de deuda con tasa de interés variable.

Flujos		
	Amortización	Tasa de interés
Año	como % remisión anual	Paramétrica ingresos y costos
0		
1		
2		
3		
4		
5		
6		
7	4%	
8	4%	
9	4%	
10	6%	
11	6%	
12	6%	
13	6%	
14	6%	
Estimado 15	6%	









# Experiencias de “Musharakah” en Uruguay (cont.)

Esquema de amortización como % de remisión elimina riesgo de descalce de precios y factor climático

Año	Escenario de precios (U\$S/lts)					
	0,11		0,17		0,40	
	Cuotas amort.	Saldo deuda	Cuotas amort.	Saldo deuda	Cuotas amort.	Saldo deuda
0		30,0		30,0		30,0
1		30,0		30,0		30,0
2		30,0		30,0		30,0
3		30,0		30,0		30,0
4		30,0		30,0		30,0
5		30,0		30,0		30,0
6		30,0		30,0		30,0
7	1,65	28,4	2,55	27,5	5,99	24,0
8	1,65	26,7	2,55	24,9	5,99	18,0
9	1,65	25,1	2,55	22,4	5,99	12,0
10	2,47	22,6	3,82	18,5	8,98	3,0
11	2,47	20,1	3,82	14,7	3,05	0,0
12	2,47	17,6	3,82	10,9	<b>6,74</b>	
13	2,47	15,2	3,82	7,1		
14	2,47	12,7	3,82	3,3		
15	2,47	10,2	3,27	0,0		
16	2,47	7,8	<b>3,34</b>			
17	2,47	5,3				
18	2,47	2,8				
19	2,47	0,4				
20	0,35	0,0				
<b>Cuota promedio</b>	<b>2,28</b>					

# Luego de esta incursión en las finanzas islámicas, se pasó a los CP de FF como vehículo de inversión en proyectos

Características		Mill. USD
Proyectos forestales		427
Fondo de Infraestructura		350
Fondos de desarrollo inmobiliario		155
Fondos de tierras		152
Parques eólicos		135
Fondos de renta inmobiliaria		117
<b>Importe total</b>		<b>1.336</b>

# Proyectos más buscados: rentas inmobiliarias, infraestructura y forestación

## Activos Forestales

- ✓ Brindan la seguridad de la tierra respaldando la inversión
- ✓ Horizonte de largo plazo
- ✓ Retornos muy interesantes (> 8% en USD)
- ✓ 2/3 de la TIR del proyecto se genera en la producción y venta de madera
- ✓ Flexibilidad en la cosecha
- ✓ Legislación favorable al sector - exoneración de impuestos
- ✓ Proyecto de tercera planta de celulosa
- ✓ Fondos de inversión internacionales saliendo y generando oportunidades para la compra de grandes extensiones forestadas

## Infraestructura y rentas inmobiliarias

- ✓ Infraestructura e inmuebles son un hedge contra la inflación
- ✓ Exhiben mayor rentabilidad que otros activos financieros
- ✓ Permiten la apreciación de capital en el largo plazo
- ✓ El precio de los alquileres se comporta de manera muy similar a la variación de los salarios, un activo muy buscado por los inversores institucionales
- ✓ Pagos por disponibilidad de las PPP son flujos estables en términos reales
- ✓ Beneficios fiscales al amparo de la ley vigente de vivienda

# Cuál ha sido la tendencia de los fondos de pensión en la región?

Invierten mayoritariamente de manera indirecta en los distintos sectores de actividad comprando acciones y bonos corporativos listados relacionados con los diferentes sectores de la economía.

## Por ejemplo: sector infraestructura



Las 3/4 de sus inversiones en infraestructura son indirectas

# Qué efecto ha tenido el Fideicomiso Financiero en UY?

---

- ✓ Con un mercado de capitales con escaso desarrollo, el fideicomiso marcó un hito en Uruguay, colaborando de manera progresiva a cubrir la falta de algunos instrumentos básicos de cualquier mercado de capitales como lo son las acciones y la deuda corporativa.
- ✓ Obviamente no hay almuerzos gratis: la estructuración de proyectos a través de fideicomisos genera negocios greenfield bajo la modalidad del project finance, lo que implica lidiar con riesgo completion y performance.
- ✓ En una “Bolsa sin acción”, certificados de participación de fideicomisos financieros es lo más parecido que hacen los fondos de pensión en Uruguay a invertir en private equity.

# Cómo es el gobierno corporativo de un Fideicomiso?

---

Haciendo una comparación con una Sociedad Anónima, en un Fideicomiso los agentes son los siguientes:

- ✓ Accionistas = compradores de los CPs (inversores)
- ✓ Directorio = Fiduciario: responsable de controlar que el Administrador cumpla con sus obligaciones
- ✓ Gerente General = Administrador: es el responsable de implementar el proyecto de inversión
- ✓ Síndico = Comité de Vigilancia: vela por los intereses de los inversores siguiendo de cerca la ejecución del proyecto

# Qué implica invertir en un CP de un FF?

---

- ✓ Básicamente lo que se hace es invertir en un proyecto de inversión.
- ✓ A diferencia de una empresa en marcha, no se dispone de balances históricos que se puedan analizar, ni niveles de subordinación que brinden cobertura al capital que se invierte.
- ✓ El documento de emisión de un FF establece un marco de funcionamiento, gestión e implementación del proyecto que generará como resultado final una TIR determinada.
- ✓ Lo más importante a la hora de seleccionar un proyecto es el carácter y track record del administrador del fideicomiso.

# Qué se les exige a los sponsors de los FF?

---

- ✓ Exigencia de coinversión de capital en el proyecto: no es lo mismo dejar de ganar comisiones por éxito que perder capital invertido. El monto del aporte requerido dependerá del riesgo del proyecto y del track récord y character del Administrador.
- ✓ Probado track record del sponsor en el mercado local.
- ✓ Comité de vigilancia: representa los intereses de los inversores en el proyecto; cuenta con las más amplias potestades de control y fiscalización: aprueba la compra de propiedades, aprueba tasadores, aprueba presupuesto anual, aprueba gastos extraordinarios.
- ✓ Los fondos de pensión realizan due diligence de proyectos apoyados en consultoría externa.
- ✓ Se exige auditoría del modelo financiero presentado y análisis tributario.
- ✓ No participan en el Comité de Inversiones del Administrador, el cual es una responsabilidad del sponsor.
- ✓ Los activos de los fideicomisos deben tener al menos una valuación anual efectuada por un tasador independiente con reconocido track récord elegido por el Comité de Vigilancia.



# Qué se les exige a los sponsors de los FF? (cont')

---

## ✓ Alineación de intereses:

- Success fee cobrado por encima de un hurdle establecido al final del proyecto; no se permite cobro de comisiones por éxito en períodos intermedios
- Sponsor no puede tener más roles que el de administrador
- Fijación de estándares mínimos de gestión que habilitan remoción con justa causa
- Tope de management fee en un porcentaje máximo en relación al NAV; debería vincularse con variables relevantes del negocio (hás arrendades y performing; resultado operativo del Fideicomiso a efectos de alinearlos con los gastos)
- Exigencia de exclusividad por lo menos hasta la finalización de la etapa de inversión
- Exigencia de reporting periódico
- Gastos de adquisición acotados

# Private equity “a la uruguaya”

Esta estrategia verificada en Uruguay por los fondos de pensión de suplir la escasez de oferta de acciones con CPs es lo que explica el reciente desarrollo que ha tenido el project finance local en el marco de proyectos de Participación Publico Privada (PPP).

## Características de las inversiones en CPs de Fideicomisos Financieros

### Etapa pre-operativa

✓ Riesgo de completar el proyecto:

- Sobrecostos
- Sobre plazos
- Puesta en marcha

### Etapa operativa

✓ Riesgo performance:

- Habilidad del operador en gestionar el negocio
- Riesgo precio / riesgo producto

**Las inversiones en CP de FF tienen perfil de riesgo similar a un project finance greenfield de infraestructura**

# Project Finance greenfield de infraestructura en Uruguay

---

## Ejemplos:

- ✓ Energías renovables
- ✓ Proyectos de Participación Público Privada - PPP

# Ejemplos: Energías renovables

---

## **Camino exitoso en materia energética:**

- ✓ 2008-2016: 1.600 MW instalados en 27 parques eólicos
  - ✓ Inversión en sector energético alcanzó a USD 7.000 millones en últimos 5 años
- 
- ✓ El país se fijó una política de estado de largo plazo (25 años)
  - ✓ El marco institucional y regulatorio ha sido adecuado y se fue adaptando a medida que se avanzaba en la curva de aprendizaje
  - ✓ Uruguay ocupa el 5to puesto en el ranking mundial de inversiones en energías renovables como porcentaje del PBI

# Ejemplos: Energías renovables (cont')

## Contratos PPA de primera generación:

- Step-in Rights - **NO**
- Posibilidad de prenda del contrato - **NO**
- Posibilidad de cesión del contrato - **NO**

- De acuerdo al contenido de los PPA iniciales, los financistas eran terceros con los cuales el contratante no tenía ninguna relación y por tanto no tenían ningún derecho a incidir en el PPA
- Los financistas solo tenían derecho de reclamo sobre el contratista

# Ejemplos: Energías renovables (cont')

## Contratos PPA de segunda generación:

**Con las modificaciones introducidas a los contratos de primera generación, los financistas ganaron derecho a:**

- Estar informados sobre la marcha del PPA y de todas las notificaciones que UTE haga al contratista
- Que no se pueda modificar o rescindir de mutuo acuerdo el PPA sin su consentimiento
- Ante un incumplimiento de cualquiera de las partes, tener derecho a remediar el incumplimiento
- Poder designar otro operador para continuar con el PPA

# Ejemplos: Energías renovables (cont')

## CP de Fideicomisos Financieros de parques eólicos

	Pampa	Colonia Arias
Producción:	141,6 MW	70 MW
Factor capacidad:	44,35%	49,44% (27km línea conexión)
Fondeo equity:	Emisión FF CP nominado USD (USD 80:) + UTE USD 20: / Deuda ECAs (USD 224:)	Emisión FF CP nominado USD (USD 43:) + UTE USD 15: / Deuda multilat. (USD 125:)
Estructura:	70% deuda / 30% capital	
Plazo CP:	20 años desde comienzo operación (plazo contrato PPA)	
Garantía reales:	Garantía UTE por hasta 7,5% capex por sobrecostos EPC	Garantía UTE por hasta 6,0% capex por sobrecostos EPC
Sponsor y operador:	UTE	
Calificación:	A (uy) CARE	
Ing. independiente:	G-Advisory	

# Project Finance greenfield de infraestructura en Uruguay

---

## Ejemplos:

- ✓ Energías renovables
- ✓ Proyectos de Participación Público Privada - PPP



# Ejemplos: Proyectos PPP (cont')

---

Ley 18.786  
(19/07/2011)

- Posibilidad de preñar contrato a favor de financistas con ejecución extrajudicial

Decreto  
Reglamentario  
(26/01/2012)

- Posibilidad de cesión de contrato a favor financistas
- Derecho de controlar (Step in rights)

Pliegos

- En la base de los pliegos se han incorporado cláusulas importantes: **fórmulas de pago en caso de extinción del contrato por incumplimiento del contratista; suspensión de plazos en etapa construcción por conflictos sindicales**

# Ejemplos: Proyectos PPP (cont')

## 1° PPP en Uruguay: bono proyecto con fideicomiso garantía

	Cuadro resumen principales características
Fondeo:	Emisión bono proyecto (ON) nominado UI (eq. USD 90:)
Estructura:	79% deuda / 21% capital
Plazo:	25 años (incluye gracia 28 meses con capitalización de intereses)
Garantía reales:	<ul style="list-style-type: none"><li>- Prenda y cesión contrato PPP</li><li>- Prenda acciones SPV</li><li>- Fideicomiso garantía con cesión créditos PPP (pago por disponib.)</li><li>- Todas cuentas proyecto a nombre Fiduciario (salvo cuenta de distribuciones)</li><li>- Aval bancario a 1era dda por 100% capital sponsor</li><li>- Aval bancario a 1era dda por sobrecostos EPC por 13,5% capex</li><li>- Garantía corporativa por 5% capex</li></ul>
Calificación:	A (uy) Fix SCR
Ing. independiente:	Infrata
Sponsor	Abengoa

# Ejemplos: Proyectos PPP (cont')

---

## Caso Abengoa sirvió para testear contratos del project finance

- ✓ Abengoa concesionario se presenta a concurso en España reestructurando la operación del Grupo a nivel global
- ✓ Sin embargo el proyecto de PPP se desarrolló con total normalidad y sin atrasos por ese concepto
- ✓ En definitiva si el concesionario quebraba, el bono proyecto tenía:
  - Prenda y cesión contrato PPP
  - Prenda de las acciones de la SPV
  - Aval bancario por 100% del equity
  - Aval bancario por sobrecostos
  - Fideicomiso de garantía con la cesión de pagos por disponibilidad

# Ejemplos: Proyectos PPP (cont')

---

## Fideicomiso Infraestructura: inspirado en experiencia de Colombia

- ✓ Réplica experiencia del Fondo de Deuda Principal para Infraestructura estructurado por CAF y Ashmore Group en Colombia
- ✓ En Uruguay el Fideicomiso de Infraestructura CAF I se emitió en 2016 por un monto equivalente a USD 350 millones
- ✓ CAF como gestor se compromete a coinvertir en los mismos proyectos que participe el Fideicomiso por hasta un 10% del capital

# Ejemplos: Proyectos PPP (cont')

## FF Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I

	Cuadro resumen principales características
Fondeo:	Emisión FF CP nominado en UI (eq. USD 350:)
Estructura:	100 % capital de Fondos de Pensión + BSE (Banco de Seguros del Estado)
Plazo:	30 años
Ventajas de la estructura:	<ul style="list-style-type: none"><li>- Beneficios tributarios de invertir a través del Fideicomiso CAF</li><li>- Experiencia y track record de CAF</li><li>- Coinversión de CAF</li><li>- Gobierno Corporativo saludable</li><li>- Se comparten costos de due diligence con el resto del Sistema</li><li>- Posibilidad de tercerizar 100% de inversiones en infraestructura en el equipo gestor de la CAF.</li></ul>
Calificación:	BBB (uy) Fix SCR y CARE
Gestor - Coinversor:	CAF ASSET MANAGEMENT CORP. -“CAFAMU”

# Ejemplos: Proyectos PPP (cont')

---

## Ventajas del Fideicomiso de Infraestructura

- ✓ Ha sido diseñado para facilitar el proceso de funcionamiento
- ✓ Se introduce la figura de un administrador con know how para interactuar con la administración y sugerir mejoras en los pliegos a efectos de evitar llamados que contengan debilidades que luego imposibiliten su funcionamiento
- ✓ Este SPV permite ofrecer a los sponsor términos y condiciones vinculantes a la hora de presentar las propuestas en las licitaciones
- ✓ Facilita la negociación al ser un solo agente
- ✓ Fija reglas claras para todos los sponsors
- ✓ Reduce sustancialmente los plazos del cierre financiero

# Pros y contras de las distintas modalidades de financiamiento

## Principales diferencias operativas entre financiamiento bancario vs emisión bono vs SPV

Características	Financiamiento:		
	Bancario	Bursátil	Fondo
Oferta de montos elevados	-	+	+
Mayores plazos de financiación	-	+	+
Financiamiento moneda local	-	+	+
Tasa fija	-	+	+
Opción precancelación	+	-	+
Certidumbre cierre financiero	+	-	+
Flexibilidad para renegociar	+	-	+
Menor complejidad y menores costos estruct.	+	-	+
Menor demora estructuración	+	-	+

# Reflexiones finales

---

- ✓ Con un mercado de capitales con escaso desarrollo, el fideicomiso marcó un hito en Uruguay, colaborando de manera progresiva a cubrir la falta de algunos instrumentos básicos de cualquier mercado de capitales como lo son las acciones y la deuda corporativa.
- ✓ Obviamente no hay almuerzos gratis: la estructuración de proyectos a través de fideicomisos genera negocios greenfield bajo la modalidad del project finance, lo que implica lidiar con riesgo completion y performance.
- ✓ En una “Bolsa sin acción”, certificados de participación de fideicomisos financieros puede ser lo más parecido a realizar private equity local.



# Reflexiones finales (cont')

---

- ✓ Sin dudas que este avance de las inversiones de los fondos de pensión en Uruguay en el sector privado **solo pudo concretarse gracias al desarrollo de la industria de los fideicomisos**

Cantidad	Unidad de medida	Descripción
25.360	Hectáreas	Campos que se arriendan
85.800	Hectáreas	Campos forestados
4.520	Hectáreas	Proyectos de riego
<b>115.680</b>	<b>Total hectáreas</b>	



Cantidad	Unidad de medida	Descripción
1.150	Metros cuadrados	Centros comerciales
123.750	Metros cuadrados	vivienda
<b>124.900</b>	<b>Total metros cuadrados</b>	



....y resulta clave comunicar a los afiliados la diversificación en el sector real que se realiza



si estuviera afuera...

Su ahorro financió esta cárcel.  
Esta cárcel protegerá su pensión

En esta carretera pusimos tus ahorros para hacer crecer tu pensión.

---

# Muchas Gracias



**Martín Larzabal**  
Gerente de inversiones  
República AFAP - Uruguay