



Emmanuel Aubert

*Vice President International Advisory
Lazard, Francia*



44ª ASAMBLEA GENERAL DE LA FEDERACION IBEROAMERICANA DE BOLSAS

Experiencias y lecciones aprendidas desde la perspectiva de un banco de inversión sobre su participación en el desarrollo de los mercado bursátiles en la región

Disclaimer

Esta presentación ha sido elaborada y presentada por el Sr. Emmanuel Aubert a título personal. Las opiniones expresadas en esta presentación son exclusivamente las opiniones del autor y no reflejan la opinión del grupo Lazard o de cualquiera de sus miembros.

La responsabilidad de este informe y de las opiniones que se expresan en él son exclusivamente de su autor

Esta presentación se basa en información de dominio público, que no ha sido verificada de forma independiente por Lazard. Ni Lazard, ni ninguna de sus filiales, ni sus accionistas directos o indirectos, ni los miembros, empleados o agentes de cualquiera de las anteriores ofrecen ninguna garantía (expresa o tácita), ni asumen ninguna responsabilidad en relación con la autenticidad, el origen, la validez, la exactitud o la completitud de la información y los datos aquí contenidos, ni asumen ninguna obligación por daños y perjuicios, pérdidas o costes (incluyendo, sin limitación alguna, cualquier pérdida directa o derivada) que se deriven de cualquier error u omisión en esta presentación.

Esta presentación es estrictamente confidencial y no puede ser reproducida, sintetizada ni revelada, total o parcialmente, sin la autorización previa y por escrito de Emmanuel Aubert. Cualquier receptor de esta presentación acepta quedar vinculado por las restricciones contenidas en ella.

Esta presentación puede verse solamente junto a una exposición oral proporcionada por Emmanuel Aubert.

Tabla de Contenidos

I	PERSPECTIVA DE UN ASESOR FINANCIERO INDEPENDIENTE	1
II	CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS BURSÁTILES DE LA REGIÓN	3
III	DECIDIR QUÉ TIPO DE FINANCIAMIENTO	8
IV	HACER MÁS COMPETITIVA LA OFERTA DE FINANCIAMIENTO DE LAS BOLSAS DE VALORES EN AMÉRICA LATINA	13



I **Perspectiva de un asesor financiero independiente**

Lazard, banco de inversión líder, fundado hace más de 165 años y presente en 27 países

Trusted advisor to our clients for more than 165 years

Fundado
1848

NYSE
LAZ

Ciudades
43

Países
27

Serving decision-makers in business, government and investing institutions



PREMIOS RECIENTES



Mejor Banco del Mundo para clientes del sector público



Banco de Inversiones del Año



Mejor Banco de Inversiones Independiente



Mejor Banco de Fusiones y Adquisiciones en Europa Occidental

TOTALMENTE INDEPENDIENTE Y SIN CONFLICTO DE INTERESES

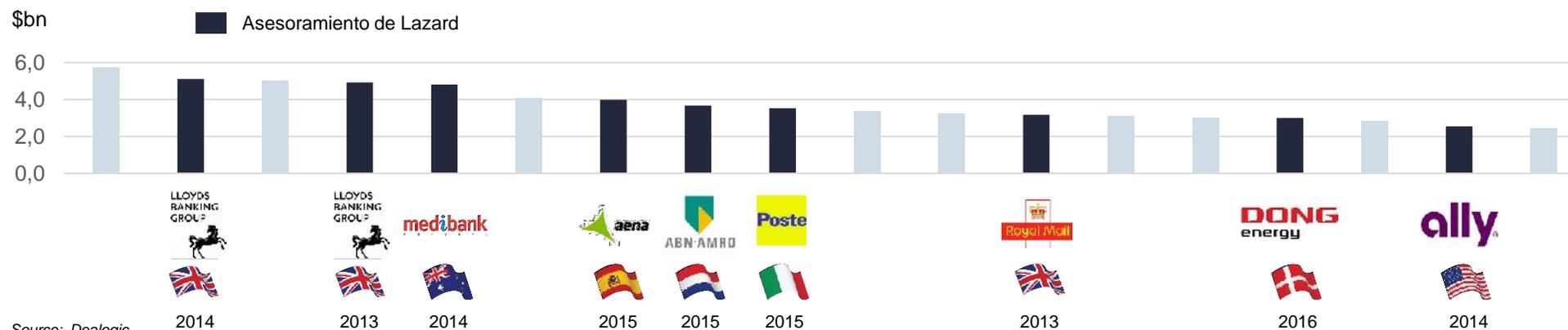
- Lazard es totalmente inmune a cualquier conflicto de interés inherente a las instituciones financieras integradas (que asesoran a emisores e invertir a la vez en los mercados internacionales de capitales).
- Lazard no hace underwriting, ni invierte por cuenta propia en emisiones de bonos, ni es un prestamista.
- Lazard es así agnóstico en cuanto a instrumento y crea presión competitiva entre los actores (book runners, asesores legales).

Lazard lleva a cabo misiones de asesoría financiera para gobiernos y empresas

Asesoría financiera de empresas frente a los mercados financieros

Lazard ha asesorado a 9 de las 20 ofertas públicas iniciales (OPI) y ofertas secundarias más importantes del mundo en los últimos 5 años.

Top 20 privatization IPOs and secondary offerings in the world since 2013



Asesoría financiera de gobiernos frente a los mercados financieros

Tipo	Soberano	Grado de complejidad
Etapas preliminares	Haití	●
Rating	Nicaragua	●
Operaciones de refinanciamiento	Soberanos y empresas publicas	●
Recompra	Ecuador - recompra de bonos globales (\$3,200 millones)	●
Reestructuración de deuda	Argentina - reestructuración de deuda en la fase I (\$88,000 millones)	●



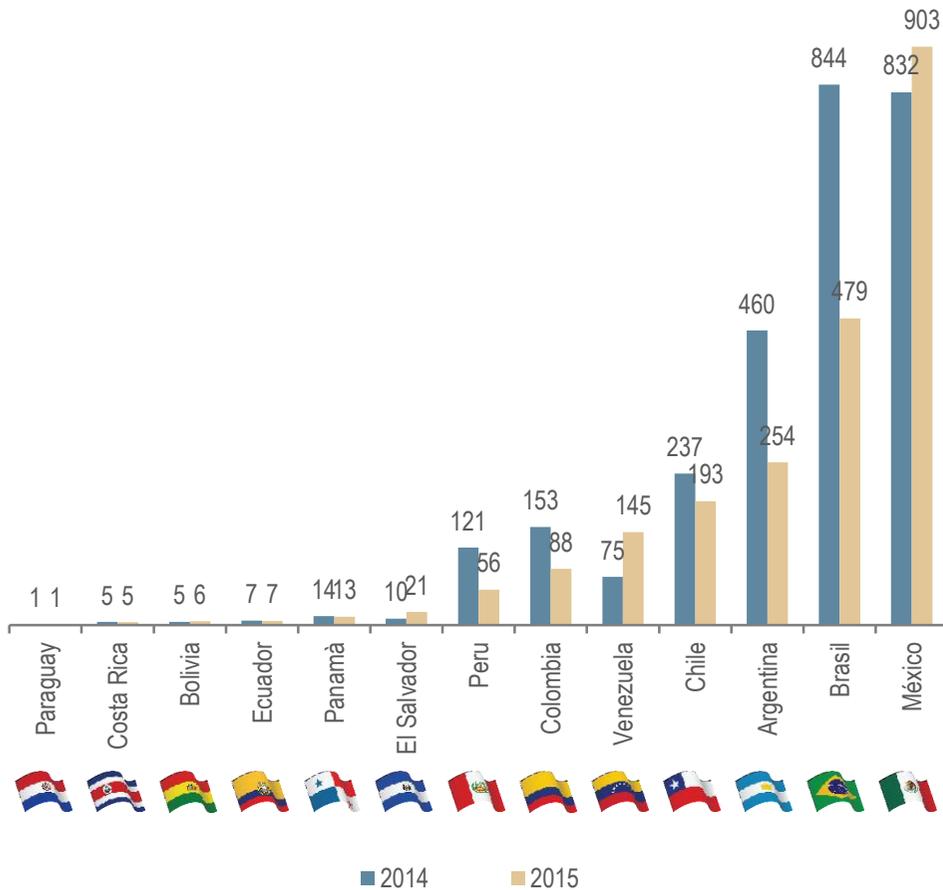
II Características de los mercados bursátiles de la región

1/Una capitalización relativamente baja

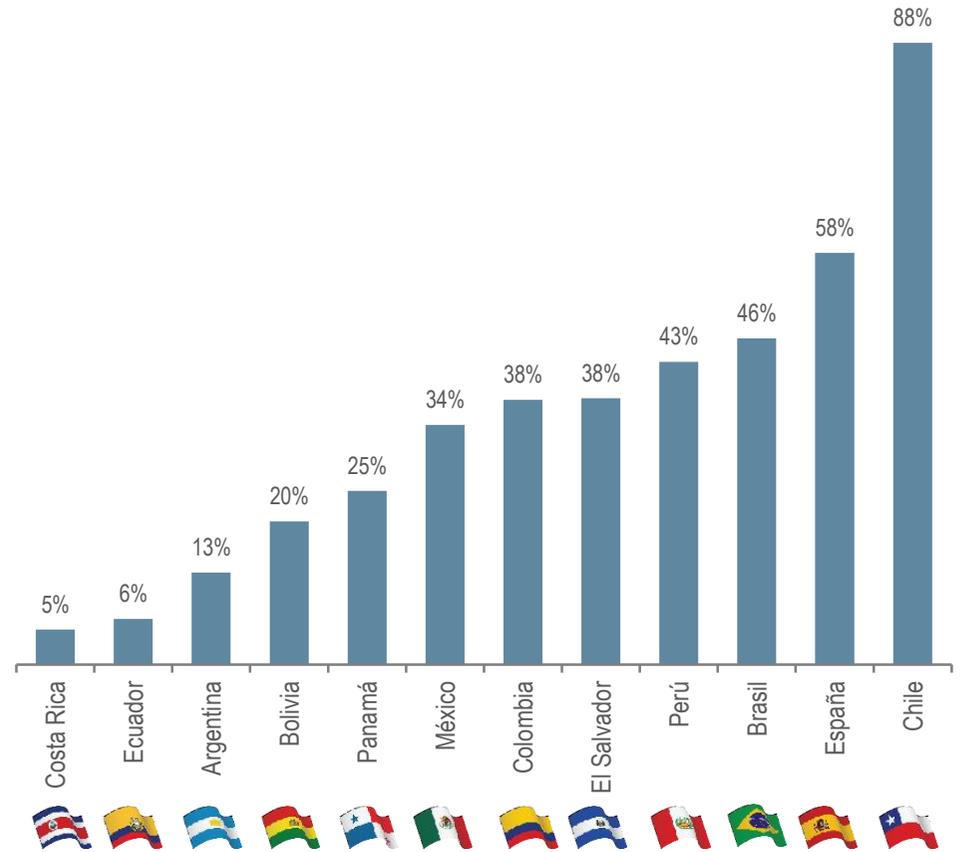
La capitalización bursátil de América latina es heterogénea tanto en montos totales como en porcentaje del PIB

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR PAÍS

Millones de US\$

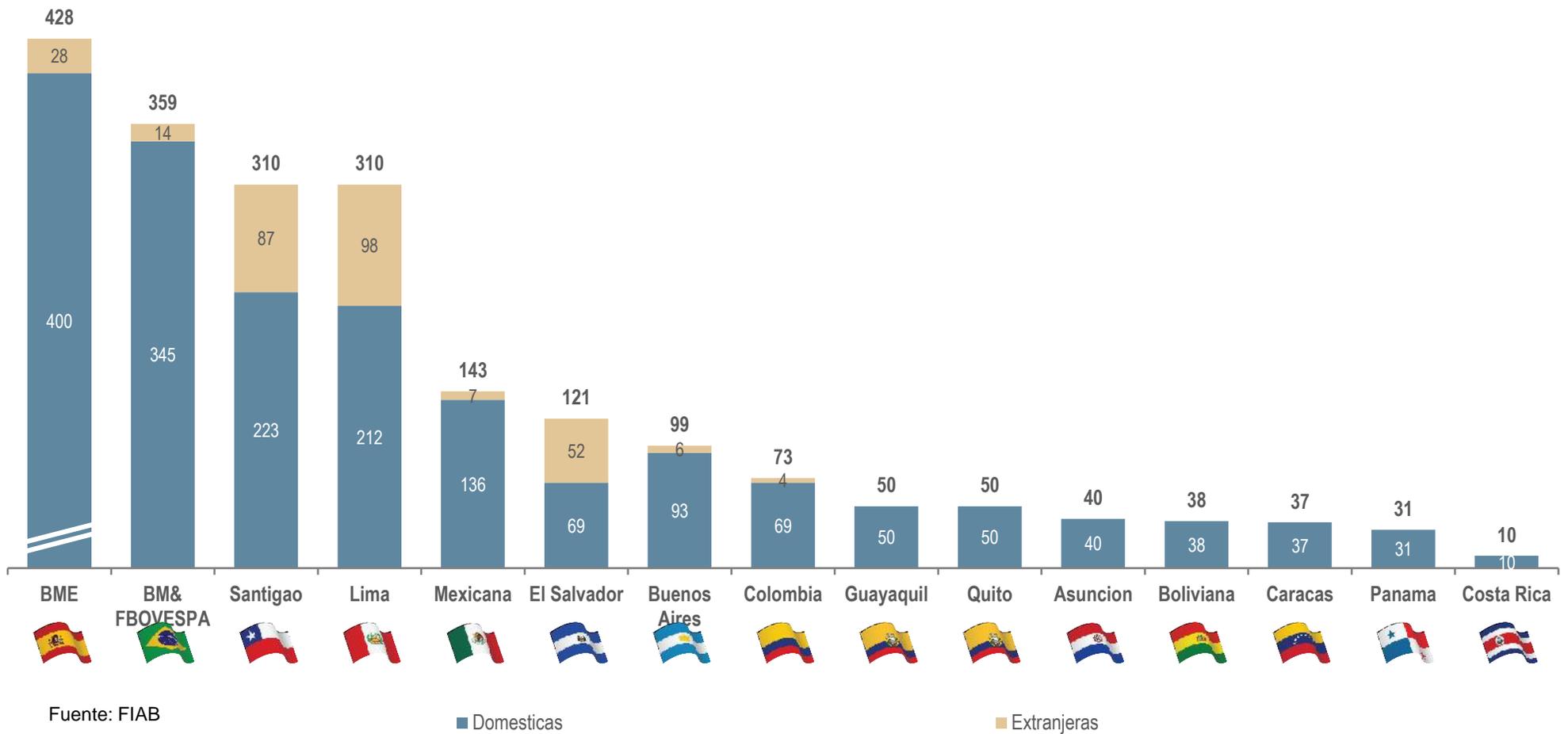


CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DOMÉSTICA (ACCIONES) EN % DEL PIB - 2016



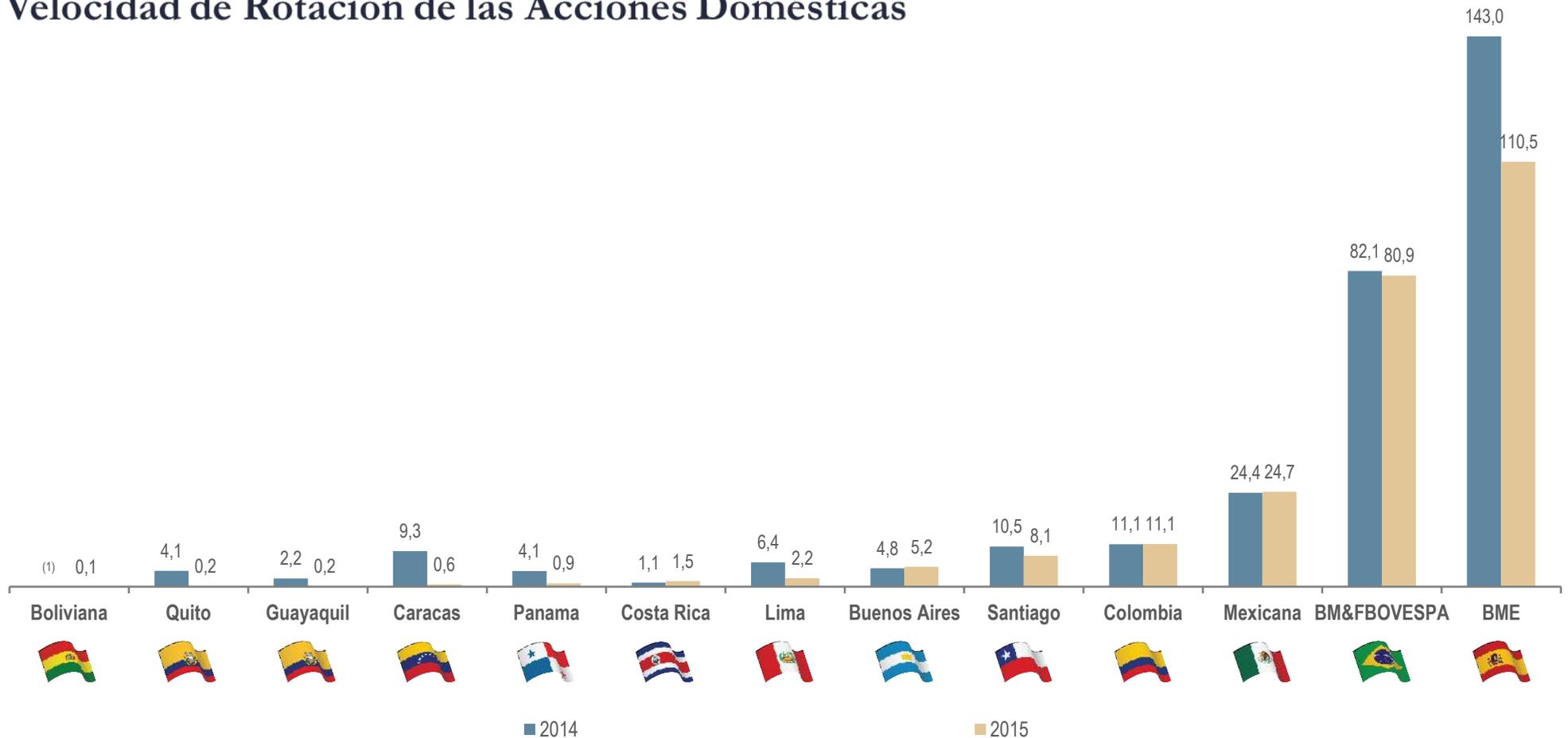
2/Cantidad de Empresas Listadas en Bolsa [2015]

Varias bolsas tienen relativamente pocas empresas listadas. Existen diferencias de apertura a las cotizaciones de empresas extranjeras



3/La liquidez sigue siendo todavía poca en muchos mercados bursátiles locales

Velocidad de Rotación de las Acciones Domésticas

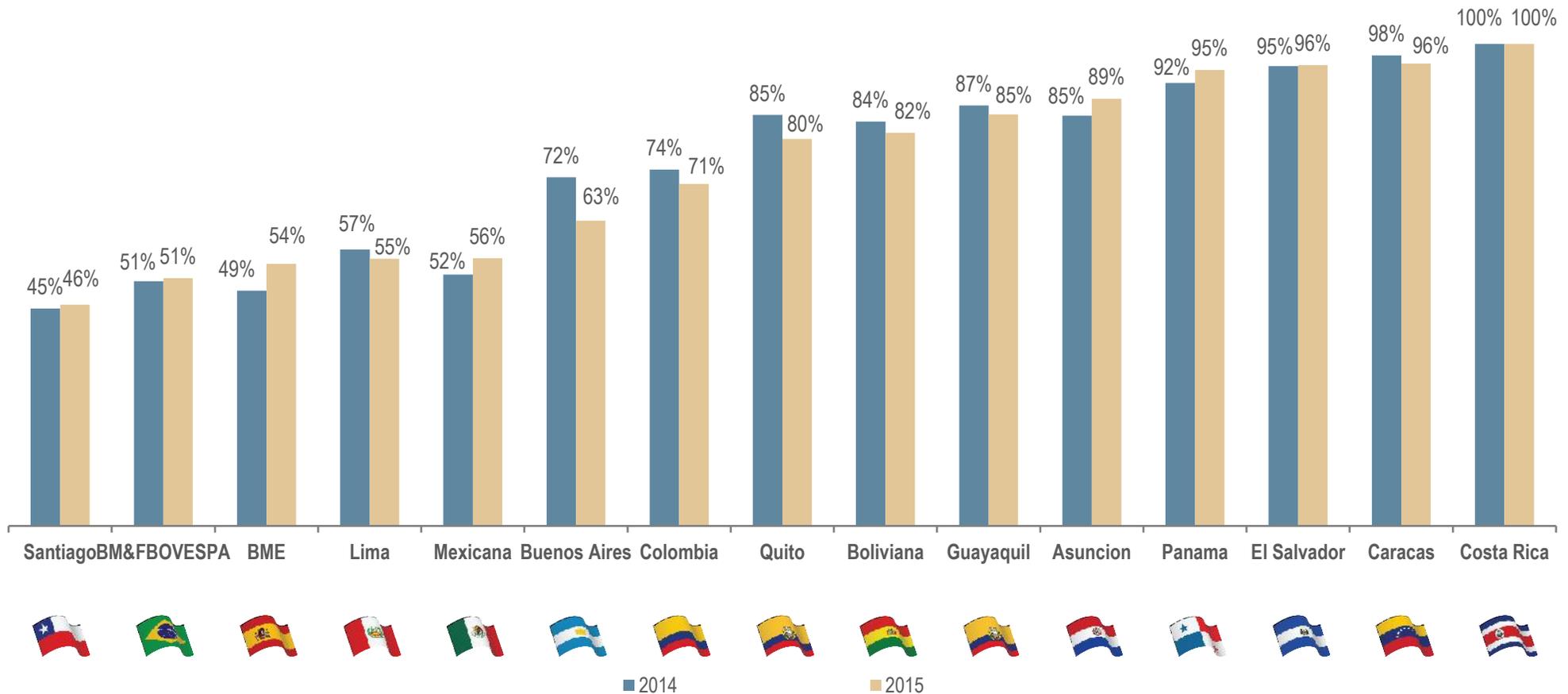


Fuente: FIAB

Note: (1) No es representativo debido a la dispersión en los montos operados

4/Pocos emisores concentran la mayoría de la capitalización bursátil

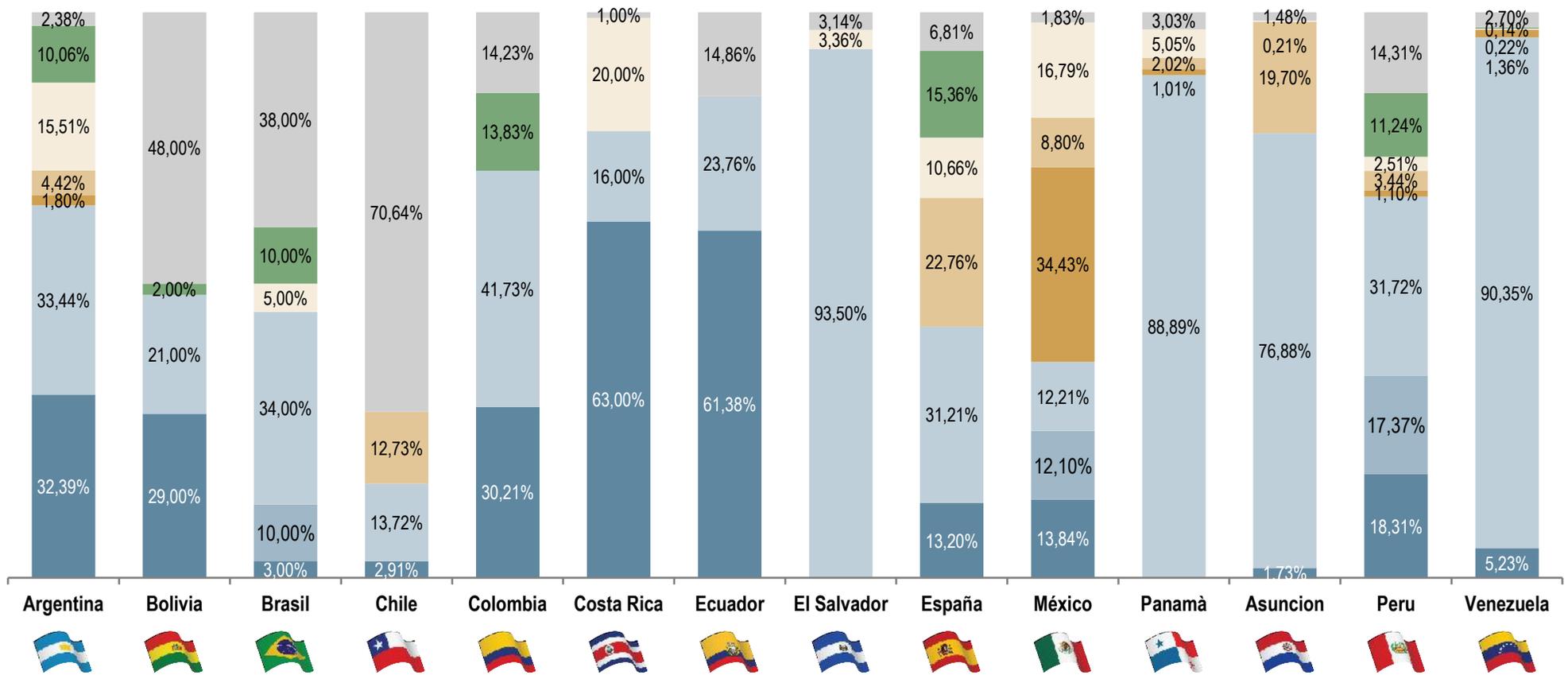
Capitalización bursátil de las 10 sociedades domesticas de mayor capitalización / capitalización bursátil domestica



Fuente: FIAB

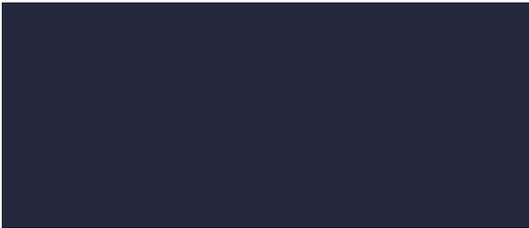
5/El peso relativo de cada sector es propio a cada país pero existen tendencias generales [2015]

La Capitalización Bursátil por Sector de las Sociedades Domésticas: las particularidades nacionales



Fuente: FIAB

■ Industrial ■ Mining ■ Banks, Financial and Insurance ■ Agricultural ■ Retail ■ I.T. ■ Utilities ■ Otros

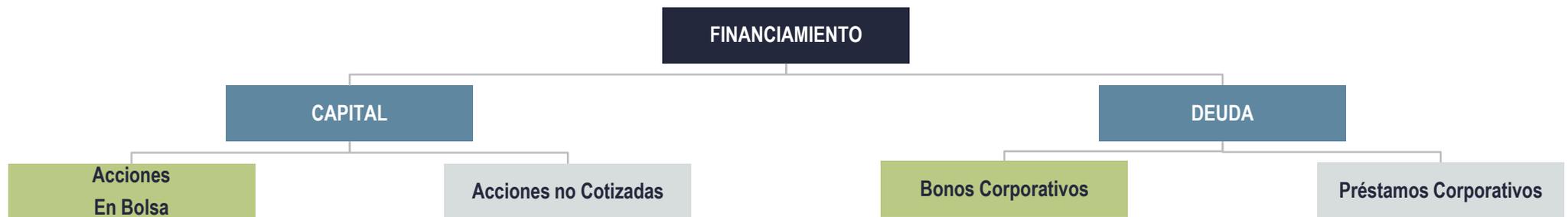


III Decidir qué Tipo de Financiamiento

Capital o Deuda : Las Empresas Tienen Distintas Aspiraciones

La decisión entre los dos tipos de financiamiento depende de los objetivos y la estructura de capital del emisor

TIPO DE FINANCIAMIENTO



- ❑ **Colocar bonos corporativos es una herramienta positiva para el crecimiento de un emisor y fondear proyectos, siempre que:**
 - 1/ la estructura de capital lo permita
 - 2/ la tasa de rendimiento de la inversión sea superior a la tasa del préstamo (rentabilidad), lo que facilitan condiciones de tasas favorables
- ❑ **Emitir acciones:**
 - 1/ permite levantar fondos sin necesidad de endeudarse
 - 2/ pero cediendo una participación accionaria, generalmente minoritaria
- ❑ **El proceso de preparación entre la emisión y la colocación suele durar : 3 a 4 meses si es nacional/ 6 a 7 si es internacional**

• Una decisión no sólo financiera sino también muy estratégica: tener un socio o tener un acreedor

Ventajas e Inconvenientes de Salir a Bolsa para una Empresa

Comenzar a cotizar en un mercado bursátil implica un antes y un después en el devenir de una empresa

VENTAJAS

✓ Nueva fuente de financiación:

- Manera de captar capital cuando la autofinanciación o la financiación bancaria no son suficientes y/o incrementables
- En la mayoría de las ocasiones, más barata

✓ Mayor visibilidad:

- Imagen de seriedad, transparencia y buena gestión
- Buscar prestigio en un momento de expansión internacional

✓ Disciplina en la gestión de la empresa:

- Imagen de seriedad, transparencia y gestión profesional

✓ Valoración permanente de la empresa:

- Análisis y valoración permanente por los inversores que se traduce en el precio de la cotización

✓ Mayor liquidez:

- Venta continua de las acciones atrae a más inversores potenciales

✓ Mejor posición en las negociaciones con proveedores:

- Al dar una imagen de mayor seguridad y menos riesgo en las acciones

DESVENTAJAS

× Pérdida de confidencialidad:

- Desde el momento de cotización, el folleto informativo debe informar del negocio de la empresa, mercados en los que opera, estrategias

× Elevada demanda de información:

- Auditoría obligatoria de sus estados financieros
- Algunas empresas lo ven como un inconveniente y un gasto

× Pérdida de control y valoración diaria del mercado:

- El suministro periódico de información a los reguladores (CNMV) e informar constantemente a sus accionistas y analistas financieros puede afectar la toma de decisión: privilegiar las acciones a corto plazo, a priori mejor valoradas por el mercado, que acciones a largo

× Entrada de accionistas no deseados:

- Accionistas “activistas”
- (La pérdida de control suele regularse a través del porcentaje que se coloca (capital flotante))

Complementariedad entre instrumentos financieros

PRÉSTAMO BANCARIO Y COLOCACIÓN DE ACCIONES

Una empresa ya endeudada debe abaratar su financiación antes de salir a Bolsa, para elevar el atractivo de cara a la colocación.

Es decir, en la manera de lo posible :

- **1/ refinanciar sus préstamos**
 - **2/ negociar con una docena de bancos (estudiar en diferentes divisas)**
 - **3/ tanto una mejora del precio como un alargamiento de ese pasivo**
- 1/ La compañía y los bancos firman el nuevo préstamo dando por hecho que la colocación (ej: que se ha diseñado como una ampliación de capital u Oferta Pública de Suscripción -OPS) inyectará en la firma tantos millones, que utilizará para cancelar otras deudas que tiene y mejorar su perfil financiero.
 - 2/ Y es con esa estructura de deuda más liviana con la que los bancos han hecho los cálculos para la refinanciación, lo que les ha permitido aplicar condiciones más favorables.
 - 3/ Con esta operación, la empresa reduce sus costes financieros, lo que se traducirá en una mejora en sus previsiones de resultados a medio plazo y, por tanto, en una mayor valoración para la salida a Bolsa.

EMISIÓN DE ACCIONES Y DEUDA

La emisión de acciones permite tener mayor base patrimonial, lo que reduce el apalancamiento financiero, y por ende permite tomar más deuda

El Mercado de Emisión de Bonos suele ser más Dinámico que el de Acciones en la región



CHILE : una Oleada de Emisores esta Aprovechando tasas históricamente bajas

- **A nivel nacional:** en el primer trimestre de 2017, las tasas de los bonos del Banco central cayeron a su nivel más bajo desde al menos una década: 0.82 a 5 años y 1.18% el bono a 10 años.
- **A nivel internacional,** el bono del Tesoro a 10 años se situaba en el primer trimestre en 2,38%
- **Las empresas están aprovechando estas tasas bajas para refinanciar deuda y aprovechar de colocar sobre todo a largo plazo, segmento donde las tasas están increíblemente bajas**



ARGENTINA: el dinamismo de la emisión de bonos a pesar de tasas todavía consideradas un poco altas

- **En Argentina,** las tasas de interés en el mercado local, todavía no llegaron a estar en los niveles que esperan las empresas. Sobre todo en un mundo de tasas muy bajas a nivel mundial.
- **Según datos de la Comisión Nacional de Valores (CNV), sólo entre enero y julio de este año, se colocaron 85 ONs por unos 80,600 millones de pesos argentinos [4,702 MUSD]**
- **En el mismo lapso, hubo sólo dos emisiones de acciones nuevas y una ampliación, por un total de 3.422 millones de pesos argentino [199 MUSD].**

EXPLICACIONES:

1/ Factores culturales

2/ Los fondos de pensiones han contribuido mucho al desarrollo del mercado de deuda domestica, pero su rol en la expansión del mercado de acciones ha sido, hasta ahora, limitado.

El ejemplo del primer IPO en Argentina desde 2010:



Caso de Grupo Supervielle (5to banco argentino), emisión por 35% del capital (3 bn pesos/212 MUSD)

- **Ventana temporal (mayo 2016):** aprovechó el nuevo interés de los inversores por Argentina por parte de los inversores + esperó de que los mercados internacionales bajaran su nivel de volatilidad
- **Un sector con potencial de desarrollo:** el sector financiero en Argentina tiene bajos niveles de penetración comparado con otros países de América latina: prestamos al sector privado de 12% del PIB en 2014 comparado con 75% en Chile, 53% en Brasil, 43% en Colombia y 31% en Perú, 25% en Uruguay y 18% en México. (cifras Banco Central, INDEC, BID)
- **Entidad Financiera:** en línea con los Principios de Basilea, capital nuclear, los bonos no son considerados por las normas locales como capital nuclear (Tier 1), solo como capital regulatorio, un cómputo más limitado.
- **Doble listado:** Nueva York (NYSE) y Buenos Aires (MERVAL)



IV Hacer más competitiva la oferta de financiamiento de las Bolsas de Valores en América latina

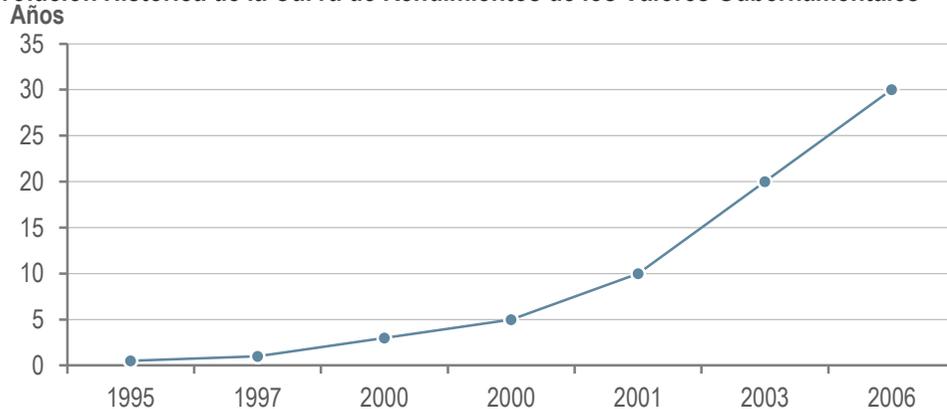
Desarrollar el Mercado de Deuda Local: Objetivo Prioritario del Gobierno



MEXICO A PRINCIPIOS DE LOS AÑOS 2000

- **La extensión de la curva de rendimiento** ha sido el logro más visible en lo que se refiere al desarrollo del mercado de deuda gubernamental.
- La curva de rendimientos de los valores gubernamentales a tasa fija nominal pasó de un plazo máximo de tan sólo un año en 1999 a uno de 30 años hacia finales de 2006.

Evolución Histórica de la Curva de Rendimientos de los Valores Gubernamentales



Fuente: Banco de México

- **Ambiente que favoreció:**
 - **Baja inflación**
 - **Disciplina fiscal**
 - **Credibilidad del banco de México**



INICIATIVAS ACTUALES DEL GOBIERNO DE PERU

- **Perú ha extendido el plazo más largo de la curva de rendimientos:** en 2014, el gobierno colocó una nueva referencia en moneda local con un bono de deuda a 40 años en el mercado local (137 millones de soles, Bono soberano 2055 (12FEB 2055))
- **Una manejo activo de la curva con la idea de construir una curva en dólares y en soles:** la parte de corto plazo en dólares y la parte de medio y largo plazo en soles
- **Disminuir los costes de transacción:**
 - Hoy Perú comercializa bonos en moneda nacional a los inversionistas internacionales a través de su programa de los Global Depositary Notes (GDN).
 - **Convenio con una cámara de compensación (Euroclear) para bajar los costos de divisas de los compradores de bonos.**
- **El mercado soberano en Perú sirva de referencia para los emisores de bonos corporativos del país.**
 - Que de esta manera, las compañías que emiten internacionalmente deuda bajo la Regla 144A y la Regulación S. de la Ley del Mercado de Valores de Estados Unidos, traigan de vuelta esta deuda a los mercados locales

Aspectos que Favorecen el Desarrollo del Mercado de Valores del Estado

La eliminación del financiamiento monetario del sector público por el Banco Central abre el camino al desarrollo del mercado de valores del Estado.

1 EMITIR EN EL MERCADO PRIMARIO

Lección aprendida

- Procedimientos de emisión diseñados tomando en cuenta las necesidades de los inversores institucionales ayudan a promover la actividad en los mercados secundarios.
- Debería evitarse la asignación forzada de títulos del Estado a los inversores locales
- Deberían ofrecerse licitaciones competitivas que promueven el desarrollo de un mecanismo de compensación basado en el mercado para los tipos de interés
- En ausencia de un número suficientemente grande de licitadores posibles, una colocación privada puede ser necesaria en un periodo inicial. Las colocaciones privadas pueden hacerse a través de licitación .

2 UN CALENDARIO TRANSPARENTE DE EMISIÓN

Lección aprendida

- **Limitar el número de títulos del gobierno facilita el intercambio en los mercados secundarios**
 - En Chile un cambio hacia bonos bullet del Banco Central (totalmente amortizable al vencimiento) facilitó la creación de la curva de rendimiento
 - Ampliar el período del vencimiento de los títulos del Estado puede atraer a más inversores incluido inversores extranjeros
- **De la misma manera, un calendario transparente de emisión facilita el trading**
 - Un calendario de emisiones mejora la transparencia y la predictibilidad
 - Indexar los bonos del gobierno a la inflación o al tipo de cambio puede estimular el desarrollo del mercado. Sin embargo tales emisiones deberían limitarse y diseñarse de la forma más simple

3 UNA ESTRATEGIA DE MANEJO DE TESORERÍA GESTIONADA POR EL MINISTERIO DE FINANZAS

Lección aprendida

- **Centralizar la función de administración de deuda por un Departamento especializado del Ministerio de Finanzas**
 - Lleva a un fortalecimiento importante de la estrategia de debt management (ej: Jamaica, República Dominicana)
- **Cuenta Única del Tesoro es indispensable para la previsión de efectivo y la gestión de liquidez**
 - Viene a reemplazar las cuentas bancarias que tienen los organismos públicos
 - Permite al Gobierno administrar en una sola cuenta bancaria (usualmente en el Banco Central), todos los recursos del Tesoro
 - Permite un mejor control de atrasos de pagos que constituyen un serio obstáculo para el desarrollo del mercado de letras del Tesoro (3, 6, 12 meses)

Aspectos que favorecen el desarrollo del mercado de acciones/renta variable

La ausencia de una base amplia y diversificada de inversores institucionales limita el desarrollo del mercado de renta variable.

1

PRIVATIZAR GRANDES EMPRESAS PÚBLICAS

Lección aprendida

- **Privatizar grandes empresas públicas puede impulsar la capitalización bursátil**
 - Muchos ejemplos de privatizaciones de compañías telefónicas
- **De forma similar, el recorte por el Estado del financiamiento de las empresas estatales puede obligarlas a recurrir al mercado de valores**

2

REFORMAR LAS PENSIONES

Lección aprendida

- **Reformar las pensiones puede profundizar el mercado**
 - Los sistemas de pensiones se clasifican usualmente entre: sistema público por reparto de prestaciones definidas y financiación con ingresos corrientes (o *Paid-as-you-go*) y sistema privado de capitalización (cada trabajador financia su propia pensión capitalizada invertida en mercados financieros)
 - Clasificación un poco superficial ya que existen modelos mixtos (ej; Suecia: cuenta de ahorro individual gestionada por un organismo de Hacienda) o Suiza: fondos de pensiones con prestaciones definidas)
 - Introducir un sistema de cotización definida para los funcionarios públicos a fondos privados puede contribuir a diversificar las inversiones (ej: Botswana en 2001)
 - Complementar el régimen de reparto por un fondo de reserva objeto de inversión (al menos en bonos públicos)
 - CUIDADO: (i) cada país tiene su contrato social y (ii) todo proceso de transición de un sistema de reparto a un sistema capitalizado tiene que ser integrador (portabilidad de derechos, garantías de pensiones mínimas , rentabilidad mínima, aseguramiento del ahorro de los trabajadores)

3

SEGUIR EDUCANDO SOBRE EL PAPEL DEL MERCADO DE VALORES

Lección aprendida

- **El desconocimiento del financiamiento a través de acciones acrecienta la reticencia de las empresas a cotizar en bolsa**
 - Varias bolsas modernizaron su marketing hacia las empresas (incluyendo seminarios) y ayudan en el proceso de cotización
 - Ej: varias bolsas de la región están aumentando la labor de promoción (en un contexto de pocas nuevas emisiones en los últimos meses),
- **Un programa de educación para la generación joven puede ser eficiente para atraer a inversores individuales**

Aspectos que favorecen el desarrollo de la liquidez del mercado

La poca liquidez puede limitar el nivel en el que cotizan las acciones, y por ende, desincentivar la salida a Bolsa

1

MANTENER LA COMPETENCIA ENTRE LOS INTERMEDIARIOS

Lección
aprendida

- **La separación de las actividades bancarias y no bancarias**
 - Esta separación puede llevar a transferir fondos bajo gestión a corredores de valores, que intermediaran los fondos en el mercado de valores (ej: Jamaica)
- **Un grado suficiente de competencia es necesario entre los brokers**
 - Puede ser problemático en las economías más pequeñas
 - Comisiones de corretajes elevadas son citadas como obstáculos a una mayor liquidez en algunos países

2

INTEGRACION REGIONAL

Lección
aprendida

- **Listado cruzado (cross listing) de las empresas de las economías más pequeñas**
 - Artículo en Forbes (Mazo 30, 2015): “¿Una bolsa de valores común en Centroamérica es sólo un sueño?”
- **La fusión de una Bolsa con otra Bolsa, es en última instancia, una cuestión para sus respectivos accionistas**
- **Alianzas entre Bolsas son oportunidades por muchas razones:**
 - Refuerzan el mercado primario
 - No existe mercado secundario potente y activo sin un mercado primario regularmente enriquecido por nuevos emisores.

3

ELIMINAR LOS LIMITES SOBRE LA PROPIEDAD EXTRANJERA DE EMPRESAS NACIONALES

Lección
aprendida

- **Eliminar límites sobre la propiedad extranjera en empresas nacionales puede estimular la capitalización bursátil**
 - CUIDADO: atraer inversionistas extranjeros es eficaz siempre que las nuevas entradas de capitales son coherentes con la estabilidad externa

Esquemas más Flexibles de Mercados Primarios para Financiar a las PYMES

En los años recientes, iniciativas de financiamiento para promover la inversión y el crecimiento de las PYMES han surgido a través de las Bolsas para Facilitar el acceso de las PYMES a mayores financiamientos y a menores tasas

Mercado Alternativo para Acciones (MAPA)



2015

- **Costos de emisión reducidos** (50% de la tarifa cobrada por BVL y el Registro Central de Valores y Liquidaciones (CAVALI))
- **Menores requerimientos y obligaciones de información** (formatos estándares disponibles en el portal de la Superintendencia)
- **Mayor exposición y prestigio frente a clientes y proveedores**
- **46 operaciones colocadas hasta mayo del 2017** (S/ 18.1 millones-equivalente a US\$ 5.4 millones)

Bonos Participativos



- Son un nuevo tipo de valor de deuda que puede ser emitido **exclusivamente por PYMES**
- Antes de esta normativa, las PYMES eran favorecidas con el mecanismo denominado “Pagarés en Mesa de Negociación”. Financiación a corto plazo (hasta 270 días)
- Los bonos participativos permiten acceder a **financiamiento de largo plazo**
- **En marzo de 2017**, una PYME cruceña de textiles, TSM SA. Fue la primera en colocar bonos en la Bolsa Boliviana de Valores (51,1 millones de bolivianos eq. 7.4 MUSD) para financiarse.

Nuevas Plataformas para Financiar a las Startups/Capital Inicial de las Empresas

Mercados con menos requerimientos de capital para la colocación de empresas en fase temprana de crecimiento, perfil de riesgo elevado pero potencial para generar rendimientos altos sobre la inversión accionaria

Mercado Alternativo para Acciones (MAPA)	Bolsa de Santiago, Mercado Venture	National Equities Exchange and Quotation (NEEQ)	TSX Venture Exchange
			
<ul style="list-style-type: none"> • Se define como un mercado de capital de riesgo • Iniciativa de la Bolsa Nacional de Valores (BNV). • Mercado de Oferta Privada, (no sujeto a la supervisión de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). • Toda negociación de acciones se hace fuera de los mecanismos normales de la BNV y bajo la exclusiva responsabilidad de las partes 	<ul style="list-style-type: none"> • El Mercado Venture de la Bolsa de Santiago es el primer mercado de capital de riesgo en Chile • Se ha desarrollado a partir de un acuerdo firmado con TSXV (Bolsa de Toronto) • Las mineras junior de origen canadiense Puma Exploration y Chilean Metals Inc., fueron las primeras compañías en integrarlo (2015) • Objetivo promover el financiamiento y el listado en bolsa de empresas mineras en etapa de exploración, bajo las características y condiciones del mercado canadiense 	<ul style="list-style-type: none"> • In 2017, más de 11,200 listadas, con un turnover de RMB 3.44 billones (US\$505.88 millones). • Muchas PYMES en ciencia y tecnología, así como en industrias culturales financieras y manufacturas ven el NEEQ como una oportunidad para desarrollar sus negocios de manera competitiva y acceder a sectores que se adaptan con mayor trayectoria de crecimiento económico del país. • Condiciones: estructura de accionariado clara, business plan bien definido, recomendado por una casa de bolsa, 2 años de existencia 	<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdo con la Bolsa de Santiago: las empresas listadas en dicha bolsa, califican automáticamente para optar por un doble listado con la Bolsa de Santiago, Venture. • Es decir, que a través un simple proceso de listado, las empresas podrán cotizar sus valores en los mercados bursátiles de Chile y Canadá. • Al mismo tiempo, las empresas que soliciten el doble listado con la Bolsa de Santiago, Venture, podrán participar del Mercado Integrado Latinoamericano MILA, permitiendo adicionalmente el acceso de los mercados de Perú, Colombia y México.

“En muchos casos la figura del inversionista ángel recibe escasa atención por parte de las políticas públicas en los países de América Latina. Se trata de un área en la cual los países podrían avanzar sin requerir elevadas inversiones públicas, y que podría tener un impacto positivo en términos de financiamiento y asesoría a los nuevos negocios.” OCDE [2013]

La Brecha en Infraestructura de la Región Sigue Siendo Importante

Varios estudios (BID, CAF, CEPAL) concluyen que la región necesita invertir al menos un 6% del PIB en infraestructura para satisfacer sus necesidades de infraestructuras. Es decir para :

- (i) cumplir con la tasa de crecimiento deseada
- (ii) alcanzar un objetivo específico (ej: 100% de acceso a agua y saneamiento)
- (iii) lograr un stock de infraestructura similar al de las otras regiones emergentes

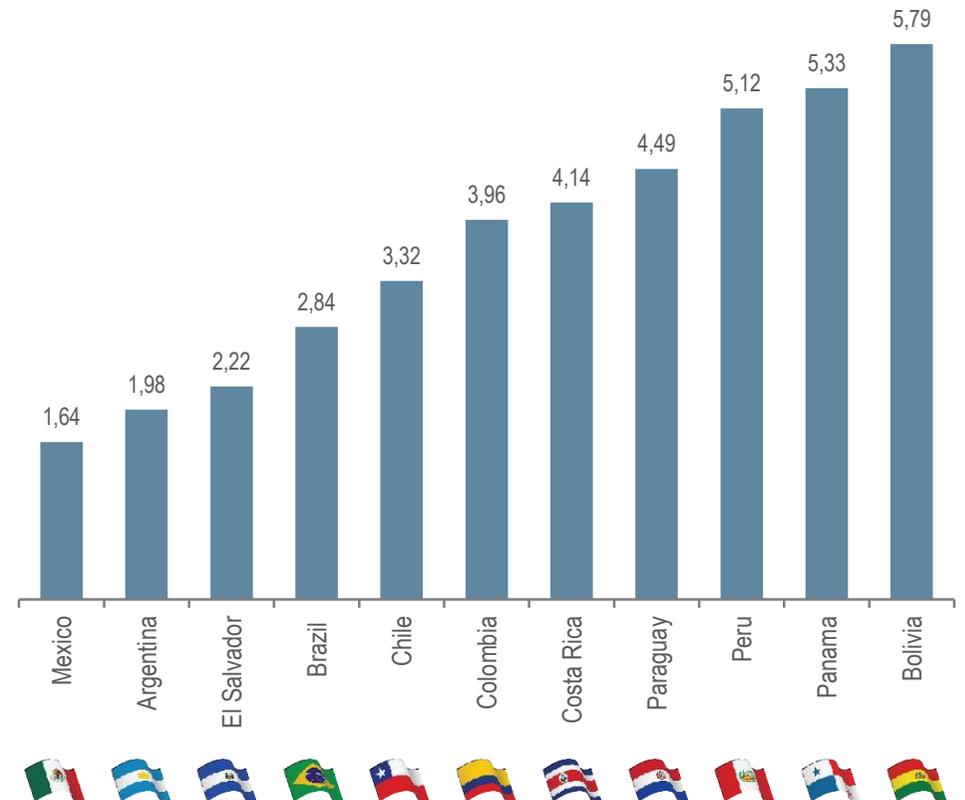
Prácticamente la totalidad de la región presenta bajos niveles de inversión en infraestructura.

En el periodo 2008-2015: **ninguna de las 3 mayores economías de la región, invirtió más del 3% del PIB** muy lejos del 6% recomendado para cerrar la brecha existente. Sólo Nicaragua tiene un promedio anual de inversión superior al 6%

Según estos estudios, la región requeriría una inversión adicional en infraestructuras de 2.5% del PIB, unos **US\$ 150.000 millones al año** (en base al PIB del 2013 de la región)

Inversión (pública+privada) en Infraestructura, Promedio Anual 2008-2015 (%del PIB)

Fuente: CEPAL



La brecha de infraestructura constituye uno de los primeros desafíos para promover el desarrollo. El sector público no podrá cerrar la brecha por sí solo.

El financiamiento de las infraestructuras por las Bolsas hace un siglo

Los bolsas de valores han financiado infraestructuras en la región ya antes de la primera guerra mundial: los ejemplos de las bolsas de París y de Londres.

A Través de Acciones

Ferrocarriles que cotizaban en la bolsa de París antes de la i gm

- 1905 Ferrocarril de Buenos Aires
- 1906 Rosario-Puerto Belgrano



A Través de Deuda

Ej: Bono al portador de la *Compagnie Interoceánica du Canal de Panamá* (1888) sin garantía del Estado Francés



En 1914, en la Bolsa de Londres, 811 millones de £ estaban colocados en América latina: los ferrocarriles (esencialmente Argentina y Brasil) representaban la mayor parte, delante de los prestamos (bonos) a gobiernos.

El financiamiento privado de las infraestructuras a través de la Bolsa

La mayor parte de la inversión privada en infraestructura en la región no se realiza a través de las bolsas de valores

FINANCIAMIENTO PRIVADO PARA INFRAESTRUCTURA

CAPITAL (Equity) (1/3)				DEUDA (2/3)			
Cotizado		No cotizado		Mercado de capital (10.5%)		En ventanilla (89.5%)	
Acciones	Fondos cotizados	Inversión directa de proyecto	Fondos no cotizados	Bonos Estado/ Corporativos	Bonos de proyectos	Préstamos corporativos	Préstamos para proyectos
				1.5%	9%	85%	4.5%

La importancia relativa de cada canal varía de un país a otro según el nivel de desarrollo del mercado de capitales domésticos, la regulación, la capacidad y el conocimiento de los inversores.

La infraestructura de la región ha sido tradicionalmente financiada a través de deuda.

- El financiamiento a través de la deuda representa, en promedio, dos tercios del financiamiento privado para la infraestructura entre 2004 y 2014
- Comprometer capital (equity) ganó terreno al final de la última década como resultado de la crisis financiera: los bancos comerciales redujeron su participación en el financiamiento debido a las restricciones de liquidez y a una regulación más restrictiva.
- Casi todo el financiamiento de deuda es extrabursátil

Los datos son insuficientes para delimitar los componentes del financiamiento a través de capital.

Los Bonos de Proyectos

Definición

- Instrumentos de deuda para los cuales el repago depende de los flujos de caja provenientes de la construcción y operación de un proyecto o de una instalación de infraestructura independiente
- Los activos y la operación del proyecto deben:
 - formar parte de un vehículo exclusivo para el proyecto, o
 - tener flujos de caja separados mediante, por ejemplo, un fondo separado dentro de una entidad gubernamental.
- Generalmente dichos proyectos se encuentran en los sectores de energía, transporte, minería, telecomunicaciones, industrial, petróleo y gas e infraestructura social.

Ejemplos de Bonos E Proyectos- Chile [1998]

	Bono Preoperativo	Bono Operativo
Etapa	<ul style="list-style-type: none"> • Construcción de Obra Concesionada 	<ul style="list-style-type: none"> • Explotación de Obra Concesionada
Momento de emisión	<ul style="list-style-type: none"> • Una vez iniciada la construcción y antes de su terminación 	<ul style="list-style-type: none"> • Concesión habilitada para operar
Propósito de los bonos	<ul style="list-style-type: none"> • Contrato llave en mano 	<ul style="list-style-type: none"> • Refinanciar los créditos bancarios
Monto de la emisión debe	<ol style="list-style-type: none"> 1) cubrir el costo del avance físico de obras efectuadas hasta la colocación 2) financiar el remanente hasta la puesta en servicio 	<ol style="list-style-type: none"> 1) ser suficiente para pagar íntegramente la deuda (capital, intereses y otros gastos asociados)
Garantías del pago de los bonos (cupones y amortizaciones)	<ul style="list-style-type: none"> • Preferencia de la prenda a favor de los tenedores de bonos. • (Lleva a dar seguridad a los inversionistas de cumplimiento de la obra en plazo y costos y que bonos serán pagados en tiempo y forma) 	
Garantías de colocación	<ul style="list-style-type: none"> • Contrato de underwriting sirve para garantizar el éxito en cantidad y precios suficientes para financiar la obra 	

Varios Factores Incentivan el Desarrollo de los Bonos Proyectos

INCENTIVOS

- **Financiamientos a largo plazo**
 - Los inversionistas institucionales tienen compromisos de largo horizonte y tienen interés en invertir en instrumentos de duración similar. [Permite protegerse de una bajada de los tipos de interés (que incrementarían los pasivos de una Compañía de seguros de vida –las rentas vitalicias)]
- **La regulación de Basilea III :**
 - Financiar proyectos a largo plazo consume recursos propios
 - Los bancos se muestran cada vez más reacios a la hora de financiar proyectos a largo plazo, por el consumo de recursos propios que las financiaciones suponen
- **Aspectos nacionales:**
 - Falta de solvencia de ciertas entidades financieras muy expuestas al mercado inmobiliario
 - Obras de infraestructuras no generan los ingresos previstos en sus planes de negocios (ej. por cambios regulatorios en sectores regulados)
- **Iniciativas para mejorar el rating de los bonos:**
 - Iniciativa pública: en Europa el *Project Bond Initiative* (Banco Europeo de Inversiones)
 - Iniciativa privada: el *Pan European Bank to Bond Loan Equitisation* (PEBBLE), adoptado (2012) por la International Project Finance Association (IPFA)
 - La idea general es atraer inversores institucionales a proyectos greenfield mediante mejora crediticia. Usando tramos de deuda subordinada que cubren hasta un máximo del 20% las pérdida o el servicio de la deuda.

LIMITANTES

- **Experiencia de las clasificadoras de riesgo locales**
 - Los inversionistas institucionales (administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros de vida) estiman a veces que es necesario que las clasificadoras locales tengan apoyo técnica de las clasificadores internacionales con mayor experiencia en financiamiento de proyectos de infraestructura.
- **Falta de conocimiento del instrumento**
 - Respaldo del bono procede de los flujos del proyecto, en contraste con bonos respaldados por los activos de una empresa en operación.
- **En proyectos greenfield, inversores no se quieren a riesgo de construcción**
 - Cuando pueden obtener retorno equivalente o mejor en inversiones en acciones o bienes raíces.
- **El “Negative Carry”:**
 - La diferencia entre el cupón que paga el emisor a los bonistas y la rentabilidad que obtiene el emisor al depositar aquellas cantidades que no necesita en el momento inicial en una entidad bancaria.

Financiar los Proyectos de Infraestructura : Fondos de Inversión para Proyectos de Infraestructura -

Innovaciones financieras para mejorar la infraestructura publica sin utilizar el presupuesto del Estado



- En Chile las operadoras de pensiones han logrado desarrollar grandes proyectos de infraestructura de gran importancia para el país
- Novedoso **Fondo de infraestructura** (2015) : financiar obras publicas sin gastar el presupuesto del Estado, usando como colateral el valor de todas las obras licitadas en el país y cuyos usuarios deben pagar una tarifa por utilizarlas, tales como los aeropuertos, la Ruta 5 y las autopistas urbanas.
- En Canadá hay un modelo similar. Es una buena alternativa para financia la infraestructura.



- Costa Rica : Habilitación de un nuevo instrumento por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) :(2015) **Fondos de desarrollo de proyectos.**
- Reforma elimina los **fondos del desarrollo inmobiliario** y abre camino a los nuevos **Fondos de inversión de proyectos de infraestructura**
- Son instrumentos cerrados (plazo depende del prospecto). , activo neto mínimo de \$5 millones, los inversionistas deberán aportar una inversión mínima de \$1.000
- Abren las puertas al pequeño inversionista, al contrario de los fondos de desarrollo inmobiliario, que se enfocaba en inversionistas sofisticados (364 en 2015). Esto fortalecerá el mercado de valores costarricense.
- Rentabilidades: ofrecerán rentabilidades de 6% hasta por encima del 10% en dólares según el sector (para proyectos de construcción)
- Eventualmente, el mercado tendrá una oferta también en colones para ajustarse a las necesidades de las Operadoras de Pensiones Complementarias (OPC). Estos son los llamados naturales a invertir en este tipo de fondos.
- Idea detrás del nuevo mecanismo: atraer a parte de las inversiones de las OPC en el exterior (cerca de \$1.000 millones).

Las Condiciones Actuales de Financiamiento de Infraestructuras de Transporte en América Latina

Los proyectos de transporte masivo han comenzado a desarrollarse significativamente en la región con nueve aperturas de líneas de metro en la última década. Ciertos ejemplos relevantes, constituyen puntos de comparación.

Proyecto	Distancia	Estaciones	Instrumento de financiamiento	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
1 Línea 2 del metro de lima	27.3 km	27	• Bono internacional	• 1155 millones USD	• 5.875%	• 19 años
			• Préstamo bancario	• 800 millones USD	• n.a.	• 20 años
			• Capital rotatorio	• 300 millones USD	• n.a.	• 6 años
			• Línea de crédito CII	• 450 millones USD	• n.a.	• n.a.
			• Préstamo al Gdp BID	• 300 millones USD	• LIBOR 3m+variable	• 15.5 años
			• Préstamo al Gdp IBRD	• 300 millones USD	• n.a.	• 21 años
			• Préstamo al Gdp CAF	• 150 millones USD	• LIBOR 6m+ 1.05%	• 8 años
2 Segundo tramo de la Línea 2-A del metro de santo domingo	12.8 km	14	• Préstamo bancario	• 359 millones USD	• n.a.	• n.a.
			• Crédito al Comprador	• 20 millones USD	• EURIBOR 6m+1.5%	• 8.5 años
3 Línea 1 del metro de panama	13.7 km	15	• Préstamo multilaterales	• 1200 millones USD	• n.a.	• 12/15 años
			• Préstamo bancario	• 582 millones USD	• 2.62%	• 8.5 años
			• Bonos locales	• 113.1 millones USD	• 4%	• 7 años

Los bonos locales son instrumentos financieros pertinentes pero infrautilizados como parte del financiamiento de infraestructuras de transporte en la región:

- Es pertinente financiar la obra facturada en moneda nacional con un instrumento en moneda nacional
- En presencia de inversores institucionales (AFP), una emisión de bono local tiene todo sentido.
- Puede participar a darle profundidad a un mercado de valores
- Importante que el asesor financiero sea independiente. Un banco comercial tiene tendencia a privilegiar un préstamo

Financiar el Cambio Climático a través de las Bolsas de Valores: los Bonos Verdes

Instrumento mediante el cual se obtienen recursos para financiar o refinanciar parcial o totalmente proyectos con beneficios medioambientales

La Inversión Responsable Constituye un Mercado Creciente a Nivel Mundial

“No seremos capaces de lograr nuestra aspiración de sostenibilidad sin que el sistema financiero global utilice su capital para alimentar la transformación”

Erik Solheim, Director ejecutivo del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente



- Existen diversos vehículos de inversión para dirigir fondos hacia soluciones de climáticas de litigación: bonos verdes, Exchange Traded Funds (ETF) verdes
- Primera bolsa en listar un bono verde: **Luxemburgo** (2007)
- Primer soberano en emitir un bono verde: **Polonia** (2016- EUR 750m)
- Primer soberano en emitir un bono verde histórico: **Francia** (2017- EUR 7,000 m)
- A la **Conferencia COP 21 en 2015** en Paris, inversionistas internacionales representando USD 11.2 trillones llamaron a nuevas oportunidades de inversión en bonos verdes
- A finales de 2016, los bonos labelizados verdes totalizaban **USD 180 bn.**
- Bonos que financian activos en línea con el cambio climático, totalizan USD 694 bn según la Climate Bond Initiative
- 2016: un record de emisión: USD 81 bn
- **50% de los bonos verdes cotizan en Bolsa: USD 93 bn** (según Moodys)
- Plazo promedio : 5 -10 años
- 80% de las emisiones están denominadas en dólares o en euros
- Brasil, Colombia, Chile, Perú y México ofrecen bonos verdes.
- Las emisiones municipales están creciendo

**Lección aprendida: Las entidades publicas tienen un papel fundamental para impulsar el mercado.
Compromisos de la COP 21 : mercado creciente**

Un Nuevo Instrumento para Colocaciones Internacionales de las Empresas de la Región

Ejemplos de Bonos Verdes Listados Offshore

	Emisor	Fecha	Monto	Bolsa
	Brasil Foods 	Junio 2015	EUR 500m (USD 564m)	 
	Fibria Celulose 	Enero 2017	USD 700m	 
	Nacional Financiera 	Nov. 2015	USD 500m	
	Aeropuerto Ciudad de México 	Sept.2016	USD 2bn	
	Banco Nacional de Costa Rica 	Abril 2016	USD 500m	 

A través de los Bonos Verdes, las Bolsas de Valores Pueden Facilitar Inversiones en Proyectos Sustentables y a la vez Atraer más Activos a sus Plataformas

Varias Bolsas de Valores Han Creado un Segmento Dedicado a Bonos Verdes



Bonos Verdes (en dólares y pesos)

Emisor	Monto	Plazo	Tasa	Sobre demanda	Uso de los recursos
NAFIN Sept. 2016	MXP 2,000 m (112 MUSD)	7 años	6.05%	2.9	Energía eólica
Ciudad DMX Dic.2016	MXP 1,000 m (56 MUSD)	5 años	6.02%	2.5	Transporte limpio, agua y desechos
NAFIN Nov. 2015	USD 500 m	5 años	3.41%	5.0	Energía eólica
GAeropuertoCM	USD 1,000 m USD 1,000 m	10 años 30 años	4.37%	6.5	Construcción sustentable

- Un mercado creciente en México impulsado por entidades públicas
- Una comparación con las emisiones en el extranjero en dólares muestran una demanda local menor a la demanda extranjera y, así, cupones un poco altos todavía.

El mercado de los bonos verdes debería duplicarse en tamaño en 2017 a nivel mundial



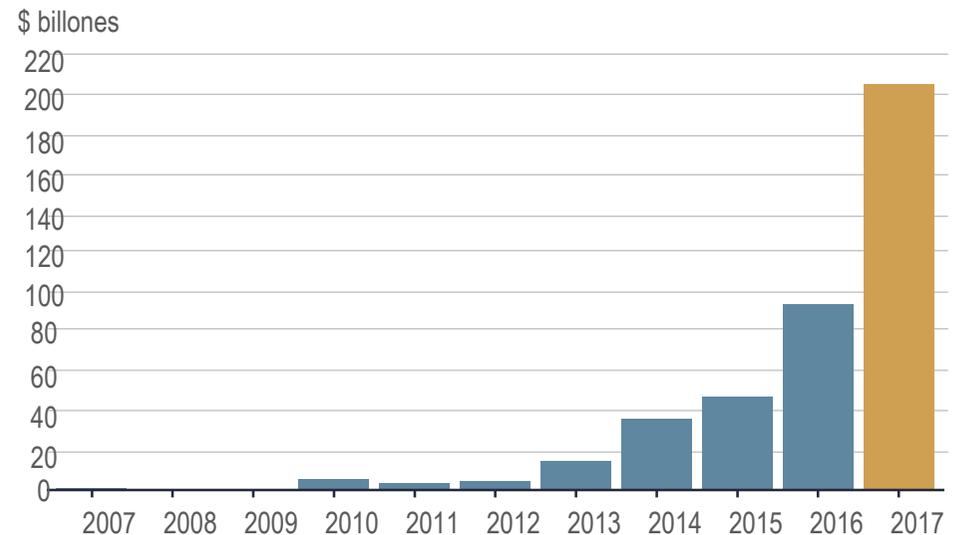
Un mercado en crecimiento en Brasil

- **Septiembre 2016:** el gobierno brasileño ratificó el **Acuerdo de París** y su nivel previsto de contribución carbón ("INDC")
- **Octubre 2016:**
 - la *Federación Brasileña de Bancos* publicó **Lineamientos para Emitir Bonos Verdes**, reconociendo la necesidad de mejorar el sistema de energía y el uso de las tierras
 - **Emisores** (con activos de R\$1.6 trillón es decir \$ 533 bn, 1/3 del PIB de Brasil) se comprometieron a contribuir al desarrollo del mercado
- **Diciembre 2016:** la **BNDES** anunció un fondo de energía verde (R\$500 millones –eq. 161 MUSD) para fomentar las emisiones de bonos verdes

“We expect a wider range of issuers, maturities, currencies and bond features as the market develop “

MOODY'S, “GRENN BONDS START TO BLOOM”, 2015

Un boom de los bonos verdes a nivel mundial



“There is about USD 100 trillion of institutional money in the world, and less than 1 percent is invested in green.”

MICHAEL SHEREN, CO-CHAIR OF THE GROUP OF 20'S GREEN FINANCE STUDY GROUP

La confianza en todo nuevo instrumento crece con el tiempo y en la medida en que hay más emisiones. Como para todo nuevo instrumento, es importante educar al mercado.

MUCHAS GRACIAS

LAZARD

emmanuel.aubert@lazard.com

