
Informe propuesta modificación Artículo 477 de la R.N.R.C.S.F.

Informe elaborado para la A.N.E.A.C.

**Ec. Adolfo Díaz Solsona
Marzo 2008**

	Pág
1. El entendimiento del problema.....	3
1.1 Alcance	4
1.2. Estructura de financiamiento EACs	5
1.3. Aspectos económicos del régimen de licencias	7
1.4. Aspectos legales del régimen de licencias	8
1.5. Las preguntas relevantes	9
2. Marco teórico/conceptual relevante	10
3. Interpretación económico financiera de ahorro público	13
4. Propuesta	15
4.1. Inversores calificados.....	16
4.2. Inversores no calificados	17
5. Notas	20

1. Entendimiento del Problema

1. Entendimiento del problema – alcance

EACs & similares marcado crecimiento últimos 3 años años. EACs > UR 100 M duplican activo en período 2004 a 2007. EACs & similares, activo total relativamente “bajo” pero alto número de personas que acceden a sus servicios. El gran crecimiento del activo EACs (y en la competencia) se explica por las EACs Efectivo y ello por las nuevas modalidades de fondeo especialmente fondos del exterior.

		EACs + COOP.		
	BANCOS s/DS	MAYORES*	MENORES**	TOTAL
ST. CREDITO s/DS US.\$ M	60000	113000	48000	161000
CREDITO PROMEDIO US.\$	1200	395	300	
Nº CLIENTES	100000	572619	320000	892619
* Incl. Cash, Creditel, Pronto Cred. De la Casa		** Otras (incl. Coop. Ah y Créd. AIN)		

Acceso a servicios financieros de microcrédito consumo EACs & similares supera “benchmark” historias de éxito (5% M2) establecidos para esta industria. (1). En ROU no sólo no se percibe como tal sino que financiamiento no bancario es percibido como una anomalía. Ello responde a, expectativa excesiva a posibilidades de “acceso” a los bancos, desconocimiento problemas de oferta y demanda de servicios bancarios y subestimación beneficios económicos acceso a servicios financieros no bancarios.

1. Entendimiento del problema – estructura financiamiento EACs

Estructura financiera EACs dos segmentos. Segmento Tarjetas, estructura “atípica” para intermediarios financieros, leverage bajo, fondeo comercial demasiado alto, fondeo financiero bajo. Segmento Efectivo, estructura intermediario financiero: leverage alto, fondeo comercial bajo, y leverage financiero alto (fondeo del exterior). Baja participación fondeo bancos por visión (errónea) de EACs (y otros intermediarios) como “competidores” y por evaluarlos como si fueran empresas no financieras (requerirles niveles de leverage propios de otra industria).

	ESTRUCT. FINANCIERA EACs > UR100 M		
	(D. COM.)/ACT.	PATR./ACTIVO	D. FINANC/ACT.
2004	30,7%	38,9%	19,5%
2007	28,7%	29,9%	24,7%
	ESTRUCT. FINANCIERA EACs TARJETAS		
	(D. COM.)/ACT.	PATR./ACTIVO	D. FINANC/ACT.
2004	32,6%	41,8%	13,8%
2007	37,2%	36,1%	11,1%
	ESTRUCTURA FINANCIERA EACs EFECTIVO & ORDENES		
	(D. COM.)/ACT.	PATR./ACTIVO	D. FINANC/ACT.
2004	14,5%	13,3%	68,7%
2007	9,2%	8,8%	59,7%

Las restricciones sobre el fondeo afectan a unas EACs más que a otras pero en última instancia afectan el crecimiento de todas y la competencia en el mercado. La regulación inadecuada del fondeo puede convertirse en una barrera de entrada y afectar la competencia.

1. Entendimiento del problema – estructura financiamiento EACs

Parte de la historia de éxito ya comentada se explica por el surgimiento de nuevas formas de financiamiento especialmente bajo la forma de fondeo “mayorista” tipo “financiamientos estructurados” provisto por “fondos” del exterior. En algunos casos el fondeo de estos “fondos de inversión” es muy representativo en volumen. Llena un “vacío” del mercado local: el del fondeo en pesos nominales a $\frac{3}{4}$ años de plazo a tasa fija.

Este tipo de fondeo genera un nuevo desafío regulatorio derivado del riesgo de una interrupción abrupta del fondeo (riesgo de “sudden stop”). En general se entiende que los flujos de capital de “alta renta” son especialmente vulnerables a este riesgo (crisis asiática, etc.). Esta problemática está rodeada de mucho preconcepción (“hot money”, etc.) y poca sustancia (relevancia de la gestión del riesgo de liquidez). A pesar de los relativamente bajos montos involucrados, ello puede generar ciertos problemas “sistémicos” en virtud de la gran cantidad de individuos alcanzados por una eventual interrupción del financiamiento y por efectos de “contagio”. Estos problemas “sistémicos” son los más relevantes del puntos de vista del regulador ⁽⁵⁾. Es un riesgo a tener en cuenta y mitigar.

1. Entendimiento del problema – aspectos económicos régimen de licencias

La “licencia” EACs es en realidad facultativa del BCU. No fue el producto de la visión del rol de este tipo de intermediarios en la actividad económica y de “equilibrar” objetivos de política económica, tal como ocurre en otros países. En la “cultura” económica uruguaya si bien ya pocos creen en la división entre lo real y financiero (e ideas similares) se sigue subestimando la importancia del desarrollo financiero en general y de los intermediarios vinculados al microcrédito (intermediario financiero no bancarios o IFNB)

En el pasado el régimen de licencias uruguayo giró en torno a la residencia del depositante. Bancos captan fondos de residentes y no residentes sin mayores limitaciones en la conformación de su activo (salvo diferencias de encaje relativamente menores). IFEs sólo pueden captar y prestar a no residentes. Casas Bancarias sólo captan de no residentes pero pueden prestar colocar tanto a residentes como a no residentes.

La residencia del depositante estuvo en el centro de la política de licencias. La condición del inversor (profesional vs. minorista) no ha estado presente ni en la regulación bancaria ni en la de MdeK.

1. Entendimiento del problema – aspectos legales régimen de licencias

En la Ley de Intermediación Financiera (ley 15322) el régimen de licencia alcanzaba a quienes en forma profesional o habitual intermediaran o mediaran valores, dinero o metales preciosos.

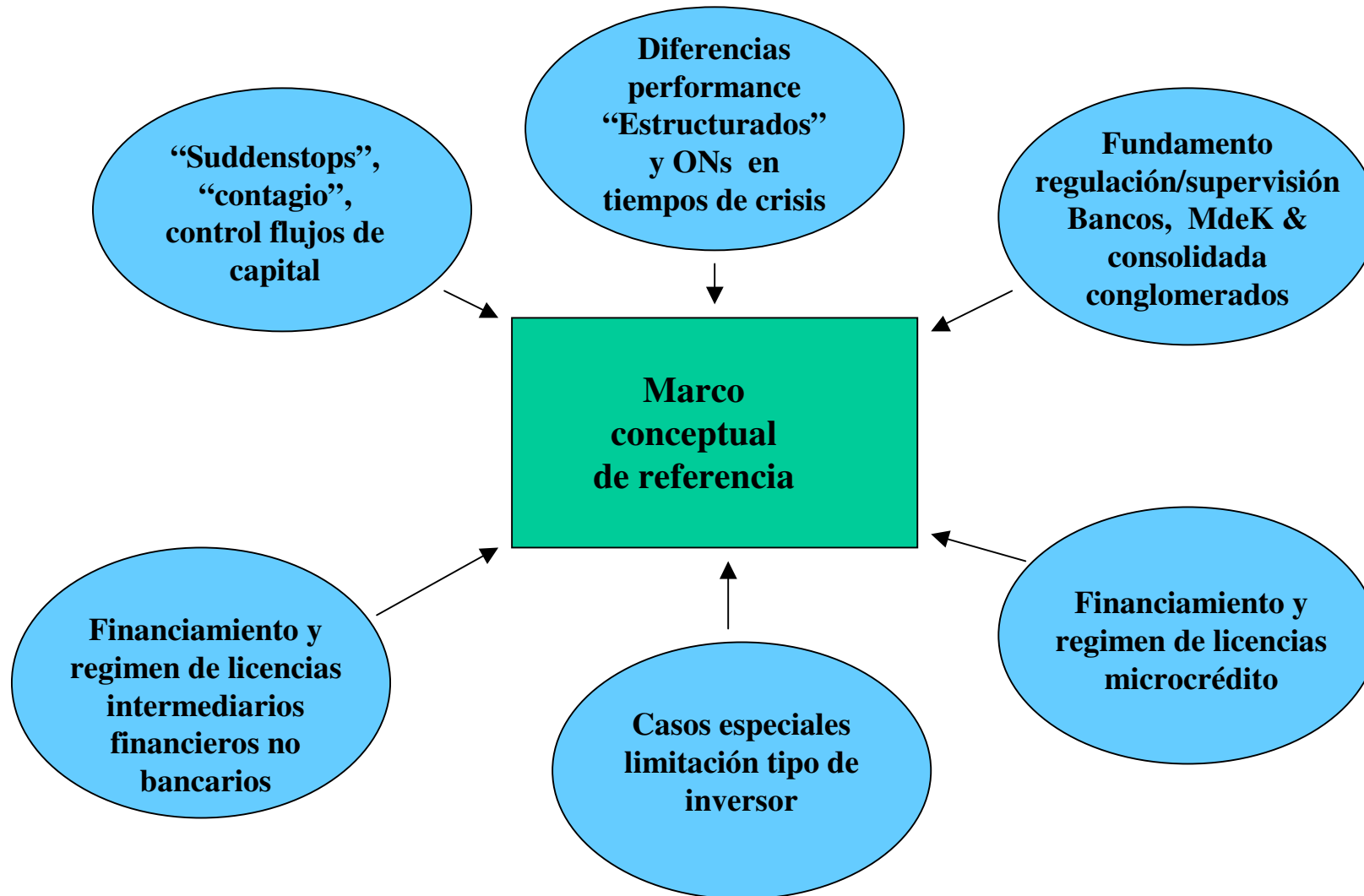
La Carta Orgánica del BCU en su art. 34 introduce un cambio de enorme trascendencia al establecer que los IFNB podrán financiarse con recursos propios y con recursos que no provengan del ahorro público. De esa forma se reconocen dos tipos de pasivos: el generado por el ahorro público y el no relacionado al mismo. De acuerdo a la opinión de destacados juristas no existe definición de ahorro público por lo que es un concepto que requerirá de interpretación específica.

1. Entendimiento del problema – las preguntas relevantes

- La licencia “EAC” en general, y las limitaciones sobre el fondeo en particular, reflejan los objetivos del regulador ?
- Las EACs afectan la estabilidad del sistema financiero y la cadena de pagos ? De que forma ? Como se mitigan estos riesgos ?
- Cual es el ahorro de que debe de proteger el regulador ? Tiene sentido tratar de la misma forma los ahorros de Doña María fuera y dentro de una AFAP ? Es razonable tratar diferente a una empresa aseguradora y a un banco, a los inversores institucionales locales y del exterior, al pequeño inversor y al grande y sofisticado ?
- Como afectan las restricciones sobre fondeo la competencia en el mercado ?
- La regulación del mercado de capitales es un sustituto/complemento adecuado de las bancarias ? Permite lograr los mismos objetivos que la primera ? Cuales serían los ajustes a la regulación de instrumentos de MdeK que deberían hacerse desde la perspectiva de la regulación/supervisión IFNB? Como regular/supervisar el “conglomerado financiero” ?

2. Marco teórico/conceptual relevante

2. Marco teórico/conceptual relevantes



2. Marco teórico/conceptual relevante

	Comentarios
Fundamento regulación supervisión	Bancos: protección inversor no sofisticado y evitar externalidades “daño a fe pública y estabilidad sistémica”. MdeK: protección al consumidor & “eficiencia” mercados. Combinación: regulación/supervisión de conglomerados. Microfinanzas: énfasis Manual FSAP, 2 capítulos a IFNB/Microfinanzas y uno a Banca/Seguros/MdeK. Microfinanzas exige esfuerzos “adaptación” normas bancos. Fondeo: variable clave en esquema regulatorio.
Financiamiento y licencias IFNB	Consenso en organismos internacionales (OI) (2), “regla de oro” para dividir agentes en bancarios y no bancarios es que los 1ºs captan ahorro minorista (individuos). El financiamiento mayorista es de bancos (locales y del exterior), inversores institucionales (“fondos & similares”, AFAPs, aseguradoras, etc.). Se entiende que estos inversores tienen la capacidad de exigir la información relevante y la sofisticación para evaluarla. Adicionalmente muchos sujetos a regulación estatal específica tan o más exigente que la bancaria (AFAPs).
Licencias microcrédito	Consenso en (OI) (3), gradación requisitos según fondeo (4), 1er. eslabón fondos propios: regulación no prudencial, “fit and proper”, transparencia información. 2º eslabón: fondeo mayorista: “fit and proper”, estados contables auditados, políticas escritas (aprobadas por la gerencia) de crédito, clasificación riesgos, constitución de provisiones, control interno, patrimonio mínimo, requisitos de liquidez (calces activo pasivo), cobertura activos bajo riesgo. Último eslabón con fondeo minorista requiere licencia bancaria según se verá más adelante.
Sudden stops, contagio, control flujos capital	Participación elevada de “fondos del exterior” de alta renta (“high yielders”). Fondos a tasa fija en m/n y en plazos “largos” “completan” mercado. Nueva realidad en sector financiero, que responde a una lógica y riesgos diferentes a los que ha sido la regla. Riesgo de liquidez clave para estabilidad; debe contemplarse en marco regulatorio.
Casos especiales limitación tipo inversor & similares	Antecedentes normativa limitando inversión a inversores “calificados”; la más conocida Regla 144 A en EEUU, limitando a “inversores institucionales calificados”. Caso líder (tendencia mundial) de establecer menores requisitos a estos inversores. Otro antecedente, normativa Bolsas mercados desarrollados sobre “adaptabilidad” (“suitability”) exige a los corredores que sus propuestas a clientes se ajusten al perfil y objetivos del cliente.
Diferencias performance “Estructurados” y ONs en tiempos de crisis	La crisis del 2002 en la región demostró las ventajas de los “financiamientos estructurados” (FEST) en consumo (fideicomisos y otros) respecto de O.N.s, préstamos bancarios etc. En los FEST estamos ante riesgo flujo de caja (vs. “riesgo empresa en marcha” en ONs y crédito) y éste es un riesgo estadísticamente más conocido (en sus “escenarios de stress”); ello explica diferencias de performance. FEST son muy versátiles y permite ser muy creativo en términos de relación riesgo retorno para el inversor; ello resultará de importancia como se verá.

3. Interpretación económico/financiera ahorro público

3. Interpretación económico/financiera de “ahorro público”

Como se comentó el art. 34 de la Carta Orgánica del BCU diferencia dos tipos de pasivos el “ahorro público” y el no relacionado al mismo. Desde el punto de vista económico /financiero definir “ahorro público” es equivalente a definir cual es el ahorrista a proteger. De lo ya dicho surge claro que los proveedores de fondeo mayorista (bancos, fondos de inversión, de pensión, aseguradoras, etc.) están fuera de la definición de “ahorrista a proteger”. En una primera aproximación el problema se circunscribe a los individuos. Hasta aquí el **consenso y las recomendaciones estandarizadas** de los organismos internacionales de todo tipo ⁽³⁾.

En una segunda aproximación la pregunta es si todos los individuos necesitan ser protegidos. **La respuesta sensata a esta pregunta es, NO.** Es también la respuesta que se entiende surge de la Mision definida para la SIIF del BCU “*velar por la defensa de los depositantes menos sofisticados ..*” ⁽⁴⁾. Esta pregunta importa porque es posible definir vehículos o instrumentos financieros con restricciones del tipo de inversor persona física que califica para los mismos. Esta no es más que una extensión del enfoque tipo Regla 144A del SEC.

En resumen el art. 34 de la Carta Orgánica del BCU al diferenciar los pasivos de las EACs abre la oportunidad de alinear la normativa de licencias bancarias y no bancarias en Uruguay con los objetivos del regulador/supervisor y los estándares internacionales. Se abre también la oportunidad de evitar generar una barrera de entrada que limita la competencia sin fundamento económico sólido y contrariando todas las recomendaciones internacionales. Es un desafío muy relevante; para llevarlo adelante es necesario cambiar una “visión” del tema que existe en el Uruguay desde hace muchos años.

4. Propuestas

4.1. PROPUESTA 1: FUENTES DE FONDEO EACs – INVERSORES CALIFICADOS

La propuesta de modificación del Artículo 477 del Libro XI de la R.N.R.C.S.F. del BCU habilita las siguientes fuentes de fondeo:

- i) instituciones de intermediación financiera;ii) FAPs, en el marco del literal F) del artículo 123 de la Ley N° 16.713;
- iii) Bancos del exterior sujetos a regulación y supervisión de autoridades pertenecientes a países que cumplen las recomendaciones del (G.A.F.I.) para prevenir el Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo

A esta lista se propone se agregue:

- A. Otros proveedores de fondeo mayorista: inversores institucionales locales (aseguradoras, AFAPs, etc.) y del exterior (“fondos de inversión”, compañías de inversión, “inversores institucionales calificados,Vehículos de Propósito Exclusivo (SPV), etc..) en forma directa o vía instrumentos financieros (ONs, fideicomisos) nominativos. Se debería establecer los requisitos para ser considerado “proveedor mayorista” habilitado; se sugiere se establezcan criterios generales (incluyendo “país GAFI”) y se prevea un sistema de consulta para casos específicos (es difícil diseñar una regla general que cubra todos los casos). Regulación financiamiento del exterior: debería analizarse requisitos de liquidez para mitigar el riesgo de “sudden stop” (relación activos de corto – pasivos de corto plazo) y/o tope como % del total de fondeo, etc. Enfoque en riesgo de liquidez; cuanto más desarrollados los requisitos de liquidez menos necesarios los topes.
- B. Instrumentos financieros (O.N.s, fideicomisos) nominativos y de oferta pública restringida a “individuos calificados”. (IC): individuos con cierto patrimonio y razonable experiencia financiera. Se debería requerir a los agentes colocadores del instrumento el análisis de “suitability” del instrumento ofrecido a tal inversor así como un informe del auditor del fideicomiso verificando el cumplimiento de lo antes dispuesto. Directores son IC; no tiene sentido prohibir, a lo sumo límite cuantitativo amplio.

Propuestas se explican por si solas y reflejan opiniones de consenso en (OI) y/o las prácticas habituales y prudentes de la industria. La única restricción que se entiende tiene sentido es el acceso al ahorrista no sofisticado. **Urge crear operativa tipo Regla 144A para ONs y Fideicomisos con procedimientos abreviados para este y otros segmentos de mercado.**

4.2. PROPUESTA 2: EACs – M. DE CAPITALES – INVERSORES NO CALIFICADOS

Para EACs, (MdeK), y la titulización en particular, presenta interesantes posibilidades de financiamiento. Interesa analizar esta posibilidad (6). En forma muy resumida una operación de titulización implicaría:

- para la EAC sustituir créditos por efectivo y, normalmente, un título junior. Este es un derecho residual que hace las veces del “equity” del fideicomiso
- fondeo vía títulos al portador de inversores de todo tipo.

Como instrumento la titulización es una forma de financiamiento con algunas características diferenciales:

1. la actuación del fiduciario, calificadora de riesgo, auditoría, el mercado secundario de las obligaciones, etc. hacen de esta estructura una no “opaca” por oposición a los bancos.
2. las obligaciones se pagan “pari passu” a todos los tenedores de un mismo instrumento según el esquema de subordinación. No existe el incentivo por “llegar primero”
3. en términos agregado no existe “transformación de plazos”. Ello junto con lo visto en el punto anterior hacen que el riesgo de liquidez sea sustancialmente menor.

Cómo se relaciona este esquema de fondeo con los objetivos de la regulación/supervisión ? Cual es la forma de abordarlo desde el punto de vista regulatorio ?

En los hechos en este caso estamos combinando la regulación/supervisión de los IFNB con la lógica de regulación/supervisión de MdeK.

4.2. PROPUESTA 2: EACs – M. DE CAPITALES – INVERSORES NO CALIFICADOS

Iguales objetivos : protección inversor no sofisticado y evitar externalidades “daño a fe pública y estabilidad sistémica” (8). Mejor performance fideicomisos, y similares, bien estructurados (calificación de riesgo, etc.) en crisis 2002 en Argentina y ROU (Literales F ley 16713, etc.) fue **demoledora** (7) . Qué explica esta diferencia de performance ? Que conclusiones puede sacarse de esta experiencia para objetivos de la regulación/supervisión ?

Estructura fondeo fideicomiso	
Protección al inversor y a la fe pública	Protección estabilidad sistémica
MdeK, y fideicomisos en particular, <u>otra modalidad de protección</u> (fiduciario, calificadora , auditoría, el mercado secundario) distinta a la bancaria. Calificadoras: respaldo activos de la deuda basado en historia de perdidas de ese tipo de créditos. Para EACs niveles de subordinación (equiv. ratio de Cook en Basilea I) es superior al de bancos.	Mitigar riesgo sistémico históricamente no importante en la reg./superv. MdeK; hoy tema en discusión (9) especialmente en caso de IFNB. Método de calculo del “equity” en fideicomiso es mucho más preciso (modelos estadísticos de riesgo de crédito & aspectos cualitativos) y exigente que % de Cook de bancos. .
Fideicomiso muy versátil. Riesgo (calific.) título regulable via “estructura”(subordinación, esquema pagos, etc.). Regulación MdeK ROU no prevé calificación mínima salvo AFAPs. Para títulos de IFNB oferta pública no restringida SIIF <u>debería evaluar</u> establecer regulación específica (mínimos de calificación, tipo auditor, tope de fondeo, etc). Versatilidad del instrumento, posibilidad de regular riesgo abre muchas posibilidades; no prohibir, adecuar a visión regulador bancario	Crisis 2002: financiamientos estructurados operaron como “corta fuego” o “quiebre de circuito”. Este es el fundamento último de la “red de seguridad” (seguro de depósito, prestamista última instancia, etc.) de los sistemas financieros (5). Fideicomisos lejos de ser parte del problema hacen una contribución importante. Válido también para los de fondos mayoristas.
Mejor performance “estructurados” se explica por especificidad cálculo de riesgo en proceso de calificación.	

Protección inversor MdeK demostró ser eficiente, a lo sumo alguna adecuación regulacion para IFNB, versatilidad lo permite Protección riesgo sistémico MdeK caso de estudio

Enfoque regulación/supervisión, el financiamiento de la EAC debería ser abordado con una “visión consolidada”. La operativa de los fideicomisos debieran de consolidarse con la operativa de la empresa. La consolidación es aun más necesaria si título junior queda en activo EAC.

4.3. RESUMEN DE PROPUESTAS

La propuesta de modificación del Artículo 477 del Libro XI de la R.N.R.C.S.F. del BCU habilita las siguientes fuentes de fondeo:

- i) instituciones de intermediación financiera; ii) FAPs, en el marco del literal F) del artículo 123 de la Ley N° 16.713;
- iii) Bancos del exterior sujetos a regulación y supervisión de autoridades pertenecientes a países que cumplen las recomendaciones del (G.A.F.I.) para prevenir el Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo

A esta lista se propone se agregue:

- A. Otros proveedores fondeo mayorista: inversores institucionales locales (aseguradoras, AFAPs, etc.) y exterior (“fondos”, “cías de inversión, “inversores institucionales calificados, etc.) directamente o vía instrumentos financieros (ONs, fideicomisos) nominativos. BCU debería establecer requisitos para ser considerado “proveedor mayorista” habilitado; se sugiere se establezcan criterios generales (incluyendo “país GAFI”) y se prevea un sistema de consulta para casos específico. Regulación financiamiento del exterior: debería analizarse requisitos de liquidez para mitigar el riesgo de “sudden stop” (relación activos de corto – pasivos de corto plazo) y/o tope como % del total de fondeo, etc. Enfoque en riesgo de liquidez; cuanto más desarrollados los requisitos de liquidez menos necesarios los topes. Urge crear operativa tipo Regla 144A para ONs y Fideicomisos
- B. Instrumentos financieros (O.N.s, fideicomisos) nominativos y de oferta pública restringida a “individuos calificados”. (IC) con cierto patrimonio y experiencia financiera. Agentes colocadores del instrumento el análisis de “suitability” del instrumento ofrecido e informe del auditor del fideicomiso verificando cumplimiento. Financiamiento de Directores, son IC, permitido, a lo sumo límite cuantitativo (a definir).
- C. Instrumentos financieros (O.N.s, fideicomisos) al portador para todo tipo de inversor con regulación específica SIIF. En los últimos dos casos enfoque regulación/supervisión de financiamiento de la EAC debería ser abordado con una “visión consolidada”.

- (1) Ver Financial Sector Assessment Program - A Handbook Cap. 7 pag 189.
- (2) Ver Financial Sector Assessment Program - A Handbook Cap 6
- (3) También participa del consenso el Consultative Group to Assist the Poor, un consorcio que incluye entre sus miembros a 33 de los principales donantes del mundo, organismos multilaterales, etc.
- (4) SIIF “Memoria de actividades 2002 – 2007 “ Dr. Fernando Barrán
- (5) “What is Optimal Financial Regulation” R. Herring & A, Santomero. Financial Institutions Center, Wharton
- (6) Por razones obvias no se analizará la viabilidad jurídica de la transacción.
- (7) “FINANZAS ESTRUCTURADAS: Desempeño durante la crisis y recuperación del mercado” FitchRatings Junio 2004
- (8) Riesgo sistémico: también para MdeK títulos el sector financiero debiera ser “especiales”. Serían distintos los riesgos de contagio (y externalidades) generados por títulos respaldados por créditos de una empresa de electrodomésticos y los generados por una financiera; esencia de la regulación financiera. En este caso contagio mitigado por volumen de activos.
- (9) “*Banking Regulation versus Securities Market Regulation*” F. Allen & R. Herring. Financial Institutions Center, Wharton
- (10) Este rol de “corta fuegos” de los fideicomisos es uno de enorme importancia a la luz de las crisis sistémicas. Estas crisis son mucho más importantes en los mercados emergentes que en los desarrollados