

Financiamiento de Empresas y Proyectos a mediano y largo plazo en Uruguay



Autores: Ing. Federico Lurner; Cr. Federico Rodríguez Salvo

Tutora: Cra. Ana Chaves

Trabajo para el Posgrado de Especialización en Administración de la Facultad de
Ciencias Económicas y de Administración, UdelaR

Julio 2019

Índice

1.	Resumen ejecutivo	5
2.	Objetivo y Metodología de trabajo	6
3.	Características de Financiamiento en Empresas y Proyectos	7
3.1.	Necesidad de Financiamiento	7
3.2.	Fuentes de Financiamiento	7
3.2.1.	Fondos Propios	7
3.2.2.	Financiamiento de Terceros	8
3.2.3.	Costo Promedio de Capital	11
3.3.	Financiamiento a corto, mediano y largo plazo	13
3.3.1.	Modelo General del Financiamiento	13
3.3.2.	Corto Plazo	13
3.3.3.	Mediano y Largo Plazo	15
4.	Características del Uruguay que impactan en el financiamiento de empresas y proyectos	15
4.1.	Tamaño de Uruguay	16
4.2.	Moneda	16
4.3.	Inflación	17
4.4.	Historia Crediticia y Grado Inversor	17
4.5.	Coyuntura interna, regional e internacional	18
4.6.	Sistema Financiero uruguayo	18
5.	Financiamiento de empresas y proyectos en Uruguay	19
5.1.	Banca privada y oficial	20
5.1.1.	Pasivo de bancos de plaza	20
5.1.2.	Activo de bancos de plaza	21
5.1.3.	Resultados de bancos de plaza	22
5.1.4.	Financiamiento de bancos de plaza a empresas y proyectos	22
5.2.	Relevamiento de información con Bancos de Plaza	23
5.2.1.	Líneas de crédito para corto, mediano y largo plazo	24
5.2.2.	Requisitos para solicitar un crédito	26
5.2.3.	Garantías de crédito	27
5.2.4.	Montos y plazos prestados	28
5.2.5.	Tasa de interés	29
5.2.6.	Riesgos	30

5.3.	Organismos multilaterales	31
5.4.	Mercado de Valores	32
5.4.1.	Mercado de Valores y Bolsa de valores	32
5.4.2.	Valores Públicos y Privados	33
5.4.3.	Movimiento del mercado de valores en Uruguay	34
6.	Project Finance	35
6.1.	Definición	36
6.2.	Características	37
6.3.	Diferencias entre Project Finance y Préstamo Corporativo	38
6.4.	Ventajas y Desventajas del Project Finance	38
6.5.	Project Finance para Parques Eólicos en Uruguay	40
7.	Conclusiones Finales	43
8.	Bibliografía	44
9.	Anexo 1: Información Complementaria del Sistema Financiero	46
9.1.	Información General Bancos de Plaza	46
	Tabla 1: Activo, Pasivo y Patrimonio del Ejercicio en millones de USD	46
	Tabla 2: Resultados del Sistema Bancario al Cierre del Ejercicio en millones de USD	46
	Gráfico 1: Créditos en Moneda Nacional por Sector de Actividad	47
	Gráfico 2: Créditos en Moneda Extranjera por Sector de Actividad	47
	Gráfico 3: Tasa de Interés en Dólares en Moneda Extranjera	47
	Gráfico 4: Tasa de Interés Real y Nominal en Pesos	48
	Gráfico 5: Evolución Riesgo País (pbs)	48
9.2.	Información Desglosada por Bancos	49
	Tabla 3: Activo, Pasivo y Patrimonio de Bancos en millones de USD	49
	Tabla 4: Estructura del Activo de Bancos de Plaza	49
	Tabla 5: Resultados y Rentabilidad de Bancos de Plaza	50
9.3.	Mercado Bursátil	50
	Tabla 6: Operativa del Mercado Bursátil en millones de USD	50
	Tabla 7: Financiación de empresas a 3 años en millones de USD efectivamente integrado	51
	Gráfico 6: Mercado Primario y Mercado Secundario	51
	Gráfico 7: Estructura de Mercado de Valores Primario	51
	Gráfico 8: Estructura de Mercado de Valores Secundario	52

10.	Anexo 2: Información Complementaria Organismos Multilaterales	53
	Gráfico 9: Portfolio de BID en Uruguay al cierre de 2017 (Fuente: https://www.iadb.org/es)	53
	Tabla 8: Portfolio de CAF en Uruguay a marzo de 2017 (Fuente: https://www.caf.com/)	54
11.	Anexo 3: Consultas a Bancos de Plaza	55
11.1.	Preguntas realizadas	55
12.	Anexo 4: Información Complementaria de Project Finance	56
12.1.	Definición Comité de Basilea	56
12.2.	Esquema típico de un Project Finance	56
12.2.1.	Primer Nivel – Financiación del Proyecto	56
12.2.2.	Segundo Nivel – Derecho a Construir el Proyecto	58
12.2.3.	Tercer Nivel – Construcción y Operación del Proyecto	59
12.2.4.	Esquemas típicos de un Project Finance	61
	Gráfico 10: Esquema de Financiamiento de Proyectos (Fuente: Project Finance, Sebastián Ramos)	61
	Gráfico 11: Esquema de un Parque Eólico (Fuente: Project Finance, Sebastián Ramos)	62
	Gráfico 12: Estructura Financiera Vehículos Propósito Especial UTE (Fuente: Cra. Lourdes Vaz)	62
12.3.	Cláusulas de Bancabilidad	63
12.4.	Viabilidad del Proyecto, Riesgos y Due Diligence	64
12.4.1.	Viabilidad	64
12.4.2.	Viabilidad Técnica	64
12.4.3.	Viabilidad Económica-Financiera	65
12.5.	Riesgos	66
12.6.	Due Diligence	67
12.6.1.	Due Diligence Legal y Técnico	67

1. Resumen ejecutivo

El presente trabajo analiza el financiamiento a mediano y largo plazo de empresas y proyectos en Uruguay. Para ello se relevaron las principales fuentes de financiamiento externo que son posibles en el país, se clasificaron según sus características y se desarrollaron sus ventajas, desventajas y limitaciones.

La propuesta comienza con los objetivos y la metodología a utilizar, para luego ingresar en las características de financiamiento en empresas y proyectos, destacar cuales son las necesidades de los clientes y las principales fuentes disponibles para acceder a los fondos. Asimismo, se comentan las características de las empresas y proyectos uruguayos, así como también algunas particularidades de nuestro país y como impactan en el financiamiento. De estas, se destaca la moneda, la inflación, el grado inversor del Uruguay y la coyuntura local e internacional, teniendo todas ellas su impacto en el sistema financiero del país.

Por otro lado, se analizaron las principales fuentes de financiamiento disponibles en el Uruguay para mediano y largo plazo, que se resumen en los bancos de plaza, los organismos multilaterales y el mercado de valores. Luego de realizado un relevamiento del mercado, podemos destacar que el sistema bancario ofrece préstamos a mediano plazo, que se adaptan a las necesidades de los inversionistas y con tasas de interés que se ajustan a la situación crediticia de los clientes y la situación general del mercado. Sin embargo, en lo que refiere a los plazos, normalmente los bancos privados no prestan a un plazo mayor a 7 años, con excepciones particulares según el negocio. A nivel de banca oficial, los plazos pueden ser mayores, teniendo en cuenta la función social que tiene el BROU y que tiene el 50% del mercado financiero, lo que le permite tener más fondos para otorgar préstamos.

Respecto al mercado de valores, en el año 2018 la operativa total fue aproximadamente de USD 52.000 millones, registrando un aumento de 12% respecto al 2017, como consecuencia del aumento de emisión de certificados de depósito de bancos privados. Si bien el mercado bursátil nacional presenta opciones de obligaciones negociables y fideicomisos financieros, este mercado tiene una fuerte participación de instrumentos públicos que representan alrededor del 99% de las transacciones totales. En relación con los organismos multilaterales, en Uruguay participan algunos agentes internacionales que financian proyectos de desarrollo en el país, sobre todo en las áreas de infraestructura, energía y proyectos sociales. Los actores más importantes son el Banco Interamericano de Desarrollo "BID", la Corporación Andina de Fomento "CAF" y el Banco Mundial "BM", que entre ellos tienen una cartera en el país que supera los tres mil millones de dólares.

Por último, se hace especial hincapié en la herramienta de Project Finance, como una alternativa de los inversores para acceder a financiamiento a largo plazo. En Uruguay esta herramienta ha tenido un fuerte impulso en la última década a partir del cambio de la matriz energética y los proyectos de participación público-privada. Al final de este trabajo se mencionan las características más importantes de los Project Finance, así como la comparación de los vehículos financieros posibles para acceder a financiamiento.

2. Objetivo y Metodología de trabajo

El objetivo de este trabajo consiste en identificar y analizar al día de hoy las principales fuentes de financiamiento de mediano y largo plazo disponibles en Uruguay para empresas y proyectos de inversión.

Este mercado es de suma importancia para todos los agentes involucrados, ya sean empresarios, inversionistas, bancos privados, bancos oficiales, mercado de valores, sponsors y el gobierno, así como también para la sociedad en su conjunto. Gracias al acceso al financiamiento, las empresas puedan llevar a cabo sus actividades, los prestamistas lograr una renta de su capital según el riesgo asociado y los inversionistas tener la posibilidad de llevar a cabo proyectos (en algunos casos a través de Project Finance) como la construcción de plantas generadoras de energía eléctrica, obras de transporte u otros proyectos de gran escala, todos ellos generando un movimiento de capitales a favor del bienestar social, económico y medioambiental de una región.

En cuanto a la metodología utilizada en este trabajo, de acuerdo el método de investigación, podemos calificarla de combinada, esto es una combinación entre trabajo documental y de campo. Se recopiló información sobre el objeto de estudio a partir de libros, informes, páginas web y otras publicaciones, así como también se procesó y analizó información sobre la temática a desarrollar, la cual fue obtenida mediante contacto con el ambiente donde este objeto se desarrolla. Es decir, para desarrollar el trabajo se ha consultado con bibliografía especializada en los temas a tratar, además del trabajo de campo, consultando con diferentes referentes de la banca privada y de la banca pública. De la misma forma, nos hemos contactado con técnicos especializados de UTE en Project Finance para obtener características y detalles de los mismos.

Según el tratamiento de la información, la metodología es transversal al analizar la información en un momento dado, que en este caso es la actualidad, y transcriptiva, es decir se citó y se referenció definiciones o aportes de otros autores. De acuerdo al objeto de estudio, la metodología es descriptiva, dado que se indicaron características, elementos y particularidades de los temas a describir.

3. Características de Financiamiento en Empresas y Proyectos

El presente capítulo tiene como fin describir en líneas generales por qué las empresas y proyectos de inversión tienen la necesidad de financiamiento, de qué manera pueden acceder al mismo y que costo tiene asociado. Por otra parte, se hace una distinción entre el financiamiento de corto plazo frente al de mediano y largo plazo, teniendo en cuenta las diferentes características y finalidad.

3.1. Necesidad de Financiamiento

Todas las organizaciones, ya sean públicas o privadas, requieren de recursos financieros para poder realizar sus actividades, desarrollar sus ampliaciones y hacer frente a todas las obligaciones que tiene asociada cualquier empresa de forma segura, eficiente, en tiempo y forma. Estas inversiones, que en muchísimos casos deben efectivizarse antes de obtener flujos económicos como resultado del proyecto, requieren financiamiento de alguna manera para que el proyecto se haga realidad.

Ross, Westerfield y Jaffe (2012) entienden que, los arreglos financieros determinan la manera en la que se seccionará el valor de las empresas. Las organizaciones pueden determinar su estructura de capital mediante la composición del valor de deuda y el valor del capital contable. La suma de estos dos valores corresponde al valor total de la empresa, que tendrá diferentes arreglos según las decisiones que tomen los accionistas.

3.2. Fuentes de Financiamiento

Cuando hablamos de fuentes de financiamiento, nos referimos a las vías a las cuales recurren las personas y empresas para acceder al recurso financiero necesario para poder desarrollar sus actividades. En particular para las empresas existen diferentes formas de clasificar las fuentes de financiamiento, siendo una de ellas el origen de los fondos, es decir si provienen de fuentes externas o a través de los accionistas. Cada una de estas dos formas de financiamiento también cuenta con diferentes modalidades, con características distintas y con sus ventajas y desventajas asociadas.

A continuación, se describen en detalle el financiamiento a través de fondos propios y financiamiento de terceros, así como un breve resumen sobre el costo que tienen asociados estos mecanismos de financiación.

3.2.1. Fondos Propios

Los fondos propios, o capital contable de los accionistas, representan la diferencia entre el valor de los activos y las deudas de la empresa (Ross et al, 2012). En otras palabras, refleja la inversión de los propietarios o sus aportes de capital, así como también las utilidades retenidas en la organización producto de los resultados de los

ejercicios anteriores. A esto podemos sumarle las donaciones, la actualización del capital contable y las pérdidas acumuladas.

La ventaja de hacer uso a estas fuentes de financiamiento es que es una fuente más flexible en el sentido de que no se cuenta con agentes externos de la organización (salvo los agentes de control y fiscalización) que puedan influenciar sobre la finalidad de los fondos, teniendo los propietarios la autonomía para tomar las decisiones sobre el destino del dinero. De esta manera, se reducen los agentes externos a los que hay que rendir cuentas sobre la adecuada utilización de los fondos, sobre la solvencia de la empresa o los proyectos y sobre todo las restricciones de carácter técnicas o administrativo que puedan surgir. A pesar de lo anterior, siempre hay que rendir cuentas por el adecuado uso del capital a los demás accionistas.

3.2.2. Financiamiento de Terceros

El financiamiento externo, o valor de la deuda, representa la diferencia entre el valor de los activos y el capital contable de los accionistas. Se trata de recursos externos, que generan deuda o pasivo a las personas y empresas. El mecanismo de financiamiento más antiguo de estas características corresponde a los préstamos otorgados por familiares u otras personas que no son parte del objeto de estudio. Hoy en día el financiamiento bancario es el más conocido, pero existe una larga serie de posibilidades. A continuación, se describen algunas de ellas:

- Préstamos particulares: Como mencionado anteriormente, corresponde a aquellas personas allegadas que deciden arriesgar su dinero para apoyar un emprendimiento, sin exigir contraprestaciones.
- Financiamiento bancario: Corresponde a préstamos otorgados por instituciones bancarias a determinado plazo, por lo cual se cobra un interés por los fondos y servicio prestado. Existen diversos productos que ofrecen estas entidades, como préstamos hipotecarios, préstamos personales o empresariales, líneas de descuento, tarjetas de crédito, apoyo al capital de trabajo, etc...
- Financiamiento de instituciones financieras no bancarias: Desde el punto de vista operativo, los préstamos funcionan de igual manera que los otorgados por los bancos. Sin embargo, estas instituciones cuentan con características diferentes, además de ofrecer otros tipos de productos, con diferentes exigencias, montos, plazos, tasas de interés y manejo del riesgo.
- Mercado de capitales: Es un tipo de mercado financiero en donde se realiza la compra venta de títulos de diferentes características. Las transacciones asociadas a este mercado, además de implicar traspaso de activos, son una fuente de financiación. Existen diferentes tipos de títulos, los que se detallarán en el capítulo 5.3 para el mercado uruguayo. De cualquier forma, hay que distinguir que el mercado de capitales ofrece bonos y obligaciones negociables como fuentes de financiamientos externo, pero también acciones y participaciones que por sus características se trata de fondos propios.
- Financiación pública/Subvenciones: Esta financiación es concedida por la Administración Pública, de características similares a las que prestan los

bancos. Las subvenciones también son de origen público y responde a ayudas económicas con fines específicos definidos por el Estado. Ambos casos no son de los más comunes, pero existen en varios sitios donde se busca incentivar determinadas políticas en beneficio de la sociedad.

- Concursos, premios, donaciones: Se trata de fondos obtenidos de diversos motivos, de los cuales no se espera ninguna devolución ni retribución de los mismos.
- Leasing (arrendamiento operativo o financiero): se trata de un contrato en el cual un arrendador traspasa el derecho de usar un bien a un arrendatario por un plazo determinado y en que al finalizar el plazo el arrendatario tiene la opción de comprar el bien a determinado precio (que puede ser nulo), devolverlo o renovar el contrato.
- Líneas de crédito: Las líneas de crédito no se tratan de un financiamiento por sí mismo, ya que en esencia son la posibilidad de acceder a un crédito pre aprobado a través de dinero en efectivo o una cuenta bancaria, para la cual el sujeto paga determinado interés.
- Venture Capital: Corresponde a inyecciones de dinero entregados por terceros, a cambio de un porcentaje del capital social. Normalmente estos mecanismos funcionan en empresas con gran potencial de crecimiento y escalabilidad, como startups o empresas con tecnología de punta. Cabe destacar que, en términos técnicos, esta fuente de financiamiento correspondería a los fondos propios.
- Pagaré: Es un título de crédito en que el emisor se compromete a pagar una determinada suma al beneficiario, antes de una fecha estipulada. Estos tipos de documentos son comunes en las relaciones proveedor cliente, pero en definitiva son una fuente de financiamiento.
- Conforming: Es una operación en que además del emisor y el proveedor, participa un tercer agente, la entidad de crédito. En este caso el proveedor al realizar un servicio envía una factura al cliente, quien emite el conforming y lo dirige a la entidad de crédito. El proveedor decide si espera al vencimiento para hacerse del efectivo, o de lo contrario solicita un adelanto a un determinado precio. El emisor abonará la suma a la entidad de crédito previo a estipulado el plazo correspondiente.
- Crowdlending: Se trata de préstamos entre particulares. Esta fuente de financiación es utilizada cuando no se obtienen fondos de otras entidades, normalmente por tratarse de clientes con riesgos crediticios muy altos. Quienes otorgan estos créditos tienen riesgos muy altos, que son transferidos a las tasas de interés.

Las razones por las cuales se toma la opción de solicitar un crédito externo son múltiples. Una de ellas está asociada directamente con la necesidad de las empresas, ya que no cuentan con fondos suficientes para afrontar sus obligaciones o llevar a cabo los emprendimientos que desean. Por otra parte, tenemos los casos donde el tiempo juega un rol importante. Ocurre muchas veces que se puede acceder a un crédito de un tercero en forma más rápida que a los fondos propios, ya sea porque hay que

esperar por las ganancias de la empresa a futuro o por las dificultades de convencer a los accionistas de que vuelquen mayor capital en la organización o por razones de liquidez. Sumado a esto y no menos importante, contamos con el concepto de apalancamiento financiero que se desarrolla en el capítulo siguiente. Contar con una estructura financiera que contemple el uso de recursos de terceros, tiene ventajas hasta cierto grado de endeudamiento. Estas ventajas vienen dadas por la deducibilidad fiscal de los intereses y por una razón de riesgo, dado que es más conveniente debido a que el retorno requerido por quienes suministran fondos a una empresa mediante un préstamo, pacta un retribución que no está asociada al resultado del negocio, sino que se refleja en una tasa de interés y son quienes primero la cobran. Por estas razones la deuda aparece como menos riesgosa que las acciones. De esta manera, al capital proporcionado por los propietarios se le exige un mayor retorno en función del mayor riesgo.

A estas ventajas se pueden sumar otras, dependiendo de las situaciones puntuales de las empresas. Un problema muy común está asociado a los problemas de liquidez que pueden enfrentar algunas organizaciones. Ya sea para financiar capital de trabajo o para abonar cuentas a pagar en el corto plazo, se puede requerir una inyección de fondos, inclusive empresas que presentan resultados financieros positivos. Para esto, en muchos casos las organizaciones cuentan con líneas de crédito pre aprobadas hasta un determinado monto, de modo de que puedan acceder rápidamente al financiamiento. Adicionalmente a este factor, podemos destacar los beneficios fiscales que trae aparejado el financiamiento externo. La mayor parte de las legislaciones admite la deducción fiscal de los intereses abonados a terceros siempre y cuando se cumplan determinados requisitos y la empresa sea rentable. En muchos casos por el simple hecho de solicitar algún préstamo, es posible contar con alguna deducción fiscal. Por ejemplo, en Uruguay es posible deducir tus costos financieros del impuesto a pagar por concepto de IRAE.

Cada uno de estos mecanismos de financiamiento externo, así como tantos otros que puedan existir, tienen sus ventajas y desventajas por los cuales las personas, empresas y proyectos seleccionan el que entienden más conveniente. No forma parte del alcance del presente trabajo detallar cada una de ellas para todas las opciones presentes, pero sí vale la pena destacar algunas de los factores más importantes que influyen en el financiamiento externo:

- Tasa de interés: Es uno de los parámetros más importantes, ya que representa el costo por unidad de tiempo asociado al financiamiento otorgado.
- Plazo: Como se desarrollará más adelante, el financiamiento puede ser a corto, mediano y largo plazo, dependiendo de las necesidades. El tiempo en que está operativo el servicio es un factor de decisión muy importante, ya que debe correlacionarse adecuadamente con los flujos de ingresos, para poder hacer frente al préstamo.
- Cuota: Si bien este parámetro no es independiente, ya que se determina en función de la tasa de interés y del plazo, es muy importante para el sujeto que

solicita el financiamiento, ya que indica que montos debe afrontar y cuando debe hacerlo.

- Porcentaje de capital propio: Muchas veces los prestamistas exigen al cliente que un monto considerable de la inversión sea aportado con fondos propios. Contar o no con este dinero, así como querer destinarlo a este propósito, puede ser importante para tomar la decisión de acceder o no al préstamo.
- Garantías: Los prestamistas pueden exigir la constitución de garantías, para asegurarse la devolución del préstamo. Este factor resulta importante.
- Capacidad de económica financiera del cliente: Tanto los históricos crediticios, los estados financieros y los flujos de fondo proyectados, son elementos claves para el prestamista a la hora de aceptar el otorgamiento de un préstamo, así como para el cliente a la hora de posicionarse de mejor manera ya sea para contar con mayor oferta o tener una mejor posición de negociación.
- Posibilidad de cancelar el principal: Para el cliente puede ser de interés contar con la posibilidad de cancelar el principal en forma anticipada a la finalización del préstamo. Producto de cambios en el mercado, transcurrido determinado tiempo puede surgir la posibilidad de acceder a préstamos de menor tasa de interés, que permitan cancelar los pasivos actuales y acceder a otros más económicos. Asimismo, otras decisiones estratégicas también pueden generar la necesidad de cancelar los pasivos actuales si se cuenta con fondos suficientes para ello.
- Otras obligaciones contractuales: Determinadas fuentes de financiamiento exigen una serie de obligaciones adicionales a los clientes, que no son menores. Los préstamos a largo plazo, así como los Project Finance cuentan con exigencias más que importantes que deben ser aceptadas por los clientes. En algunos casos las cláusulas pueden ser negociadas como cualquier contrato entre dos partes, pero eso dependerá de cada caso.

3.2.3. Costo Promedio de Capital

Como fue mencionado anteriormente, uno de los factores más importantes a la hora de seleccionar la conveniencia de los fondos de financiamiento, está asociado al costo que tiene cada una de las alternativas. Este costo se relaciona en forma proporcional al monto financiado, por lo que a partir de ahora hablaremos de tasa, que corresponde a la cantidad que se abona o se espera recibir por unidad de capital invertido y por unidad de tiempo.

Para el caso del financiamiento externo, los montos prestados tienen asociado una tasa de interés. Este costo de deuda, que llamaremos K_d es un valor predeterminado para el accionista ya que es establecido por el prestamista de acuerdo a el análisis crediticio del cliente y otras consideraciones que deba realizar. El financiamiento con fondos propios también tiene asociada una tasa que denominaremos K_e . Este concepto, está asociado al costo de oportunidad por no utilizar los fondos en otras alternativas de inversión de riesgo similar

K_e es un valor estimado que se compone de una tasa libre de riesgo (R_F), sumado a una prima por riesgo (P) que se relaciona en forma directa al proyecto o empresa de la cual se trate. La tasa libre de riesgo es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo para el inversionista, ofreciendo un rendimiento seguro por unidad monetaria. En la práctica, se puede estimar esta tasa a través del rendimiento de un bono de tesoro de un país que se caracterice por su solvencia, como podría ser los bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años que hoy en día ofrecen un rendimiento que ronda el 2,09% (Bloomberg). La prima por riesgo se puede desagregar en los componentes operativos y financieros y se calcula de la siguiente manera: $P = (R_M - R_F) \times B_l$, siendo R_M el retorno del mercado durante un período de tiempo y B_l el coeficiente que explica el grado de variación que tienen los retornos de un activo, ante cambios en los retornos del mercado, es decir la cantidad de riesgo. Adicionalmente a estos parámetros, se adiciona un factor de riesgo relacionado con el país donde se desarrolla la inversión. Este factor es conocido como Riesgo País (R_p), que, para el caso de Uruguay, al día de la fecha podemos aproximarlos a un valor de 1,72% (Ámbito).

La diferencia entre el retorno esperado del mercado y la tasa libre de riesgo a nivel global se puede aproximar en 4,5%. En definitiva:

$$K_e = R_F + P = R_F + B_l(R_M - R_F) + R_p$$

Más allá de remarcar las diferencias entre el financiamiento externo e interno y sus tasas correspondientes, muchas veces las empresas y proyectos apelan a una financiación mixta, como una alternativa al financiamiento exclusivos con fondos propios. Esto se debe a que muchas veces el capital propio no es suficiente, el prestamista exige a sus clientes que un determinado porcentaje del capital provenga de fondos propios, o por el hecho de destinar mayor capital utilizando las ventajas del apalancamiento financiero. Este último concepto, no es otra cosa que utilizar fondos ajenos que tengan un costo K_d menor al costo de oportunidad K_e estimado de acuerdo al modelo, para los fondos propios, lo que significa un mayor retorno de los fondos propios. Por lo tanto, se define el costo promedio de capital (CPC) o tasa de retorno requerida (TRR o K_t) como al promedio ponderado de las tasas K_d y K_e , prorrateadas según el porcentaje de financiación externa e interna. Entonces para un proyecto de inversión se calcula de la siguiente manera:

$$CPC = TRR = K_t = K_d \cdot \frac{D}{D + FP} + K_e \cdot \frac{FP}{D + FP}$$

Siendo D el monto de deuda a través de financiamiento externo y FP el de financiamiento propio.

En el caso de una empresa, se calcula de esta forma:

$$CPC = TRR = K_t = K_d \cdot \frac{Pas}{Pas + Pat} + K_e \cdot \frac{Pat}{Pas + Pat}$$

Siendo Pas el pasivo no espontáneo y Pat el patrimonio total.

3.3. Financiamiento a corto, mediano y largo plazo

3.3.1. Modelo General del Financiamiento

En las empresas, se puede clasificar contablemente a los activos en función de su plazo de vencimiento, por lo que se distinguen los activos corrientes, aquellos con vencimiento menor al año y los no corrientes. Desde el punto de vista financiero, se pueden clasificar los activos como activos fluctuantes y activos permanentes.

El modelo general de financiamiento indica que los activos fluctuantes deben financiarse con fuentes de corto plazo, mientras que los activos permanentes deben financiarse con fuentes de mediano, y largo plazo. Esto fundamentado en razones de riesgo. Cuando una empresa financia activos fluctuantes con deudas de largo plazo, es factible que haya un excedente de fondos que se deben invertir en otros activos o inversiones a corto plazo. Cuando se financia activos permanentes con deuda de corto plazo, se corre el riesgo de que el financiador al vencimiento no desee renovar el préstamo o aun así renovándose, quiera elevar la tasa de interés generando un mayor costo financiero por esa deuda. Es posible que empresarios quieran financiar activos permanentes con fondos a corto plazo, ya sea porque el costo de deuda a corto plazo es menor al costo de la deuda a largo plazo o porque es la financiación con la que cuentan disponibilidad, pero corren con los riesgos mencionados anteriormente.

La teoría del Modelo General del Financiamiento promueve una estructura de activos equilibrando el calce entre los activos y pasivos de corto plazo.

3.3.2. Corto Plazo

Si bien el financiamiento a corto plazo no es el objetivo principal de este trabajo, vale la pena realizar algunas caracterizaciones para comprender las diferencias con la financiación a mediano y largo plazo.

Podemos usar líneas de crédito de corto plazo para financiar capital de trabajo, es decir, los activos que son necesarios financiar para llevar a cabo ciertas actividades de la empresa o del ciclo productivo, pueden tratarse de necesidades adicionales de fondos, por ejemplo, debido a un incremento en las ventas de la empresa. Otras de las características del capital de trabajo es que involucra activos con corta vida y dinamismo.

La planeación financiera a corto plazo es un punto que toda organización o proyecto debería contemplar, ya sea para hacer frente a situaciones que necesiten liquidez inmediata, planificación de las ventas, una reducción de costos o necesidades puntuales en los inventarios de la compañía. Entre las políticas financieras a corto plazo, podemos encontrar políticas flexibles como mantener grandes saldos en efectivo, realizar grandes inversiones en inventarios, u otorgar créditos sin restricciones generando como consecuencia altos niveles de cuentas a cobrar. Por el otro lado, políticas financieras a corto plazo más restrictivas, son las que mantienen menos saldos en efectivo; realizan pequeñas inversiones en inventarios; y no permiten ventas a crédito ni cuentas por cobrar.

A su vez, la administración de activos circulantes implica un aumento o disminución de costos según sea el nivel de inversión. Los costos que aumentan con el nivel de inversión en activos circulantes son los costos de mantenimiento, mientras que los costos que bajan junto con el incremento del nivel de inversión en activos son los costos de faltantes. Los primeros, también conocidos como costos de “carry” son los costos financieros asociados a mantener activos líquidos en la organización, perdiendo el costo de oportunidad de colocar esos fondos en otros activos financieros y así poder generar una renta. Los costos de faltantes o costos de “shortage” son los que están asociados con los costos de no disponer de fuentes de fondos inmediatas o de no poder conseguirla inmediatamente para enfrentar situaciones de la operativa, o aprovechar oportunidades de inversión.

Las fuentes normales de liquidez que una empresa puede tener son las líneas de créditos a corto plazo; efectivo en caja; inversiones temporarias como bonos del tesoro, letras de regulación monetaria, etc; o los flujos operativos de caja. A modo introductorio, mencionaremos algunas alternativas de financiamiento a corto plazo:

- Líneas de crédito sin garantía

Este tipo de financiamiento es de los más comunes, son líneas de créditos que tienen las instituciones con los bancos y pueden ser líneas comprometidas o no comprometidas. Líneas de créditos no comprometidas, son acuerdos informales entre las partes, con un monto pactado previamente donde las empresas pueden conseguir fondos sin realizar los trámites normales.

Por otro lado, las líneas de créditos comprometidas son acuerdos jurídicos formales, donde las empresas tienen por lo general que pagar una comisión de apertura al banco. En empresas grandes, la tasa de interés está generalmente alineada a la tasa LIBOR (London InterBank Offered Rate) o al costo de los fondos para el banco. Para medianas y pequeñas empresas, se puede exigir que mantengan saldos compensatorios en el banco. Estos saldos, son una proporción del préstamo solicitado (en el orden del 2 al 5%) puesto en depósito en el banco, que normalmente pagan poco interés o no pagan, que como consecuencia tiene un aumento en la tasa efectiva pagada por la empresa al banco.

- Líneas de crédito con garantía

En este caso, las instituciones financieras pueden solicitar garantía para el financiamiento. En las líneas de crédito a corto plazo, las garantías pueden ser sobre las cuentas a cobrar o sobre el inventario.

En el primer caso, las cuentas a cobrar pueden cederse, es decir el prestamista no sólo tiene derecho prendario sobre las cuentas a cobrar, sino que la empresa sigue teniendo obligación sobre las cuentas incobrables.

Si las cuentas a cobrar se venden (factoraje), el comprador es quien tiene que cobrarlas, pero además es quién será responsable sobre las cuentas a cobrar.

Para las líneas de créditos con garantía en los inventarios, el prestamista tiene derechos sobre los inventarios del prestatario; o también puede ser que el prestatario tenga en depósito los inventarios en garantía, este acuerdo se llama depósitos en garantía.

- Otras fuentes de corto plazo son los pagarés o Letras de cambio.

En el caso de los pagarés, las empresas emiten esos papeles con un vencimiento a corto plazo, que por lo general la tasa de interés que pagan es más barata que la de un préstamo directo.

Las Letras de cambio, son un compromiso que tiene el banco con el cliente del emisor de la Letra luego de aceptarla, es decir, ahora es el banco quien tiene la obligación de pagarle a un proveedor, por ejemplo, y no la empresa, claro que también tiene un costo de comisión para la empresa que solicita el título.

3.3.3. Mediano y Largo Plazo

La estructura financiera de una empresa se refiere a la forma en que se financian los activos, es decir que proporción de los mismos es financiada por el patrimonio (fondos propios) y cual por pasivo (deudas financieras). A partir de este capítulo es que empezaremos a analizar las diferentes alternativas de endeudamiento a mediano y largo plazo, es decir a través de pasivo o deudas financieras. Una de las ventajas del financiamiento a través de deuda externa, es poder deducir fiscalmente el costo de la misma, es decir los intereses, cargos y comisiones asociadas, además de poder llevar a cabo en tiempo y forma las inversiones, las actividades y objetivos planteados por la empresa. Algunas de fuentes de financiamiento más comunes son los préstamos de instituciones financieras, el financiamiento a través del mercado de capitales (bonos u obligaciones negociables) y participaciones en fideicomisos financieros.

En este trabajo, ahondaremos en el financiamiento a través del Sistema Financiero Uruguayo, a través de la banca pública que es quien financia mayoritariamente a mediano y largo plazo a las pequeñas y medianas Empresas (PYMES), y banca privada; así como también el mercado de capitales por medio de obligaciones negociables (ON) y fideicomisos. Por último analizaremos el financiamiento de proyectos, específicamente a través de la herramienta de project finance, que es una modalidad de financiamiento con características especiales aplicable a proyectos a largo plazo y de gran magnitud.

4. Características del Uruguay que impactan en el financiamiento de empresas y proyectos

Para poder caracterizar el financiamiento de empresas y proyectos de nuestro país, es necesario conocer algunas características del Uruguay actual, que impactan en forma directa en las decisiones del financiamiento y por tanto vale la pena destacarlas.

Algunas de ellas refieren a características propias de nuestro país, otras a políticas económicas y otras a la coyuntura regional e internacional en que se encuentra el Uruguay. A continuación, se describen algunas de estas características y cómo se relacionan con el financiamiento.

4.1. Tamaño de Uruguay

El hecho de que Uruguay sea un país pequeño en población, territorio y sobre todo en términos económicos, impacta en el financiamiento de inversiones y empresas que desean llevar sus operaciones en el país. Esta situación, genera que menos “jugadores” estén interesados en este mercado, por más de que existan inversiones que tienen proyectados retornos interesantes. Esto genera que el volumen de sponsors, accionistas, fondos de inversión y prestamistas sea bajo, dificultando las inversiones y el financiamiento a largo plazo, o en el mejor escenario que la competencia sea muy poca. El simple hecho de radicarse en el país ya tiene asociado sus costos, lo que puede significar una barrera para muchos fondos de inversión. De cualquier forma, se destaca que el tamaño del país es una restricción económica general, que tiene su impacto en el financiamiento.

4.2. Moneda

La moneda local en el Uruguay es el peso uruguayo desde 1993, año en que se reemplazaron los nuevos pesos. Esto significa que la mayoría de las transacciones a nivel interno de nuestro país se realizan en esta moneda, inclusive los ingresos y egresos de las empresas y proyectos de inversión. Sin embargo, una buena parte de las transacciones se realiza con dólares americanos, sobre todo para la comercialización exterior, importaciones, compra venta de inmuebles, vehículos y maquinaria y otra cantidad de transacciones que implican sumas de dinero importante. Por lo tanto, el hecho que la economía uruguaya esté fuertemente dolarizada genera que el tipo de cambio tiene un papel importante en las empresas y proyectos, ya que cualquier variación puede tener consecuencias trascendentes en las utilidades. En muchos casos surge que los egresos son mayoritariamente en dólares y los ingresos en pesos (como por ejemplo las empresas importadoras) o al revés, con fuertes egresos en pesos e ingresos en dólares (exportadores).

A nivel del financiamiento externo, este tema toma un nivel sustancial, tanto del lado del prestamista como del cliente, y más aún cuando hablamos de préstamos a mediano y largo plazo. La incertidumbre que puede existir en torno al tipo de cambio genera que los prestamistas deban tomar sus recaudos para asegurarse que el dinero será devuelto y que obtengan las ganancias esperadas. Desde el punto de vista del cliente, tiene que existir un análisis detallado sobre qué moneda solicitar el financiamiento, para asegurarse que puede cumplir con sus obligaciones. En definitiva, tanto para el prestamista como para el inversor, es deseable que el financiamiento se coloque en la misma moneda que los flujos de fondos proyectados, a los efectos de reducir el riesgo de tipo de cambio.

4.3. Inflación

El efecto inflacionario al cual está sometido el Uruguay afecta al sistema financiero. Tanto la incertidumbre a futuro del Índice de Precios del Consumo (IPC), como los históricos recientes donde la inflación se ubicó a un alza del 7% al 10% anual, genera que para los prestamistas no sea atractivo ofrecer préstamos en pesos a largo plazo. A corto plazo la situación puede diferir un poco ya que el riesgo es menor, pero a mediano y largo plazo es difícil encontrar financiación en pesos. Por tanto y debido a las dificultades que podría tener los préstamos en dólares u otras monedas como fue explicado anteriormente, muchos productos se ofrecen en unidades indexadas, que es una unidad de valor que se ajusta diariamente de acuerdo a la inflación medida a través del IPC. En otras palabras, se ofrecen productos financieros en el cual se pacta fijar el componente inflacionario de la tasa de interés. De acuerdo al teorema de Fischer, toda tasa de interés tiene un componente inflacionario y otro real.

4.4. Historia Crediticia y Grado Inversor

Uruguay históricamente ha sido buen pagador de sus obligaciones crediticias. Este hecho, es un componente muy fuerte para atraer inversiones y permitir financiamiento a mediano y largo plazo. Cabe destacar que cuando mayor es el período de préstamo, más riesgos estará asumiendo el prestamista y evidentemente no es menor contar con un pasado favorable en relación al pago de las deudas asumidas. Este factor es un hecho destacable, en forma positiva, para el Uruguay.

Por otro lado, si tenemos en cuenta que una buena parte del financiamiento de mediano y largo plazo es realizado por organismos multilaterales, este indicador tiene una relevancia importante ya que facilita el ingreso de fondos desde el exterior. Mantener una buena nota de las calificadoras de riesgo más importantes del mundo, de alguna manera indica que el país es “buen pagador”, lo que incentiva a los inversores a colocar su dinero en emprendimientos dentro del Uruguay. En definitiva esto se traduce en que las empresas y proyectos uruguayos puedan contar con mayor oferta de financiamiento y a mejores tasas de interés, lo que se traduce en mayor desarrollo productivo.

Luego de la crisis del 2002, Uruguay perdió el grado inversor, el cual recuperó 10 años después. El Ministerio de Economía realiza un importante esfuerzo en mantener esta cualidad, la cual se mantiene al día de hoy en BBB⁻. Muchos inversores tienen políticas de inversión en portafolios con determinados niveles máximos de riesgo, por lo que el hecho de perder esta calificación podría significar que estos se retiraran del país.

Cuando nos referimos al costo de oportunidad de los fondos propios, al estimar la tasa de retorno requerida, hablamos acerca de considerar una prima por riesgo país. Esta prima, guarda directa relación con la historia crediticia y la calificación de riesgo. Podemos ver su evolución en el Anexo 1.

4.5. Coyuntura interna, regional e internacional

Al momento de tomar la decisión de realizar una inversión o solicitar un préstamo a mediano o largo plazo en el Uruguay, debe tenerse en cuenta la situación económica interna, regional e internacional. Tanto inversores como prestamistas desean que las inversiones sean exitosas a los efectos de alcanzar los beneficios esperados, pero también hacer frente a las obligaciones financieras. Por tanto, si la situación económica actual y la esperada a mediano plazo es negativa, no solo la inversión decaerá, sino también el financiamiento requerirá más garantías traducidas en mayores tasas de interés.

Particularmente en Uruguay, no podemos dejar de desconocer que nuestro país está muy influenciado por la situación regional que imponen Brasil y Argentina, así como de la coyuntura internacional en algunos aspectos. Por poner algunos ejemplos, las exportaciones que puede tener el Uruguay están muy vinculadas a la competitividad de los productos que ofrece, que en muchos casos son competencia directa de los países vecinos, así como también son de los clientes más importantes del país en materia de exportaciones. Por tanto, situaciones de devaluaciones en Brasil y Argentina, que son independientes al Uruguay, impactan directamente sobre nuestra economía. Misma situación ocurre en las áreas de Turismo, exportaciones de commodities y costos de muchos servicios internos que dependen fuertemente del precio del dólar o del barril de petróleo.

La situación internacional también nos afecta de gran manera, ya que hoy en día los principales socios comerciales del Uruguay se encuentran en China y la Unión Europea, totalizando el 44% de las exportaciones en 2018 según información de Presidencia de la República. Esto significa que un mayor crecimiento de estos países podría tener efectos positivos sobre Uruguay, pero una recesión sin duda que complicaría mucho las ventas hacia estos países.

En fin, existe una enorme variabilidad de situaciones externas al Uruguay que afectan la economía interna y por ende impactan en las necesidades y posibilidades de inversiones, que recaen sobre consecuencias en el financiamiento a mediano y largo plazo. La oferta de préstamos, las tasas de interés, las garantías solicitadas y los plazos y montos a los que podrán acceder las empresas, se ven influenciadas por estas situaciones coyunturales.

4.6. Sistema Financiero uruguayo

Las entidades que forman parte del sistema financiero uruguayo son clasificadas en instituciones bancarias, instituciones financieras no bancarias, empresas prestadoras de seguros, agentes de ahorro previsional (AFAP), el mercado de valores y otros agentes del mercado.

Este sistema está regulado en su conjunto por el Banco Central del Uruguay, que se rige bajo la forma de Ente Autónomo. Dentro del Banco Central existe un área denominada Superintendencia de Servicios Financieros, cuyas funciones principales

están asociadas al control, regulación y supervisión de todos los agentes, de la cual se destacan las siguientes:

- Supervisión de todas las distintas entidades que componen el sistema financiero.
- Diseño de un marco regulatorio del sistema financiero, apoyado en las mejores prácticas internacionales en la materia.
- Contribución a la lucha contra el Lavado de Activos y Financiero del Terrorismo.
- Promoción de la Transparencia Financiera, a través de la divulgación de información, estadísticas y estudios de las diferentes entidades supervisadas.
- Proceso de una serie de autorizaciones vinculadas al ingreso de nuevos agentes y las personas que los componen.
- Promueve la confianza del usuario en el sistema, a través de evacuación de consultas, implementación de programas de educación y atención a denuncias recibidas.

El funcionamiento del mercado financiero está regulado a través de la normativa del Banco Central, que establece las reglas de juego del mercado en su conjunto. Por poner un ejemplo, se puede mencionar la normativa referida a las tasas de interés y usura (Ley 18.212, artículo 11). Esta ley indica que los únicos tipos de interés que se pueden aplicar son los compensatorios y de mora, el primer caso como forma de beneficio del préstamo otorgado en el plazo acordado y el segundo a raíz de operaciones de crédito vencidas e impagas. Asimismo, en su artículo 11 establece los toques máximos de intereses para que no sean considerados usurarios, tanto en casos de intereses compensatorios como de mora.

Por otra parte, el BCU a través de la Superintendencia de Servicios Financieros emite todos los años un Reporte del Sistema Financiero del Uruguay, donde se puede encontrar una vasta información de todo el sistema y el estado de situación a nivel global y particular de todos los actores. De este informe, se puede destacar que al cierre de 2018 la intermediación financiera sufrió una caída de 0,3% en relación a un año atrás, lo que es un indicador importante de la situación del sector, pero también del país. Además, se indica que más del 99,6% del activo de todo el sistema financiero corresponde a las instituciones bancarias, el cual se reparte en proporciones muy similares entre la banca oficial y la banca privada (50,6% vs 49,4%). En términos de patrimonio sí hay una diferencia sustancial hacia la banca oficial, con USD 2.727 millones contra USD 1.561 millones. Por otra parte, podemos mencionar que el ahorro total de la población uruguaya, dentro del sistema financiero del país, se sitúa en los USD 44.100 millones, compuesto en un 54,4% por depósitos de clientes residentes del sector privado, un 37,2% de activos previsionales y 8,4% en valores de oferta pública del mercado uruguayo que son propiedad de residentes.

5. Financiamiento de empresas y proyectos en Uruguay

Una vez definidas las necesidades de financiamiento que tienen las empresas y proyectos, así como las características de nuestro país, resta conocer con qué opciones

se cuenta para hacerse de los fondos necesarios que permitan viabilizar las inversiones. Particularmente, en lo relativo al financiamiento externo, hoy en día se cuenta básicamente con tres opciones de financiación, donde encontramos los préstamos bancarios, los préstamos de los organismos multilaterales y la financiación a través del mercado de valores. A continuación, se describe cada uno de ellos, haciendo énfasis en la financiación a mediano y largo plazo.

5.1. Banca privada y oficial

Los bancos en el Uruguay, según la definición del Banco Central, son aquellos capaces de realizar intermediación financiera y operaciones afines, tales como cambios, transferencias, intermediación de valores, tarjetas de crédito y administración fiduciaria. Son los únicos junto a las cooperativas de intermediación financiera capaces de recibir depósitos a la vista, recibir depósitos a plazo de residentes y recibir depósitos a cuenta corriente y autorizar el giro mediante cheques.

Los bancos que operan en plaza pueden ser de carácter oficial o privados. La diferencia entre ambos es que el primero está compuesto por capitales estatales y responde al Poder Ejecutivo, mientras que el segundo se compone de capitales privados, conformados por fondos de personas residentes y no residentes. Los bancos oficiales no son otros que el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) y el Banco Hipotecario, este último enfocado a préstamos para compra de bienes inmuebles de personas físicas. Los bancos privados que hoy en día están que autorizados a operar por el BCU son BANDES, BBVA, Banco de la Nación Argentina, ITAU, Santander, Heritage, Citibank, HSBC y Scotiabank.

De la información que se encuentra en el Reporte Financiero generado por BCU, se pueden extraer importantes conclusiones de la banca de plaza, tanto a nivel particular como a nivel general. Por ejemplo, a nivel geográfico, observamos que se encuentran muy parejos en la cantidad de sucursales cada 10.000 habitantes, manteniendo un promedio de 0,8 y que es el mismo que corresponde a Montevideo, con un máximo de 1,5 en Colonia y un mínimo de 0,4 en Canelones. Esta red de sucursales, sumada a la seguridad que brinda el sistema a la población, el desarrollo de las tecnologías de la información y algunas políticas gubernamentales por ejemplo la ley de inclusión financiera, han generado un alto número de bancarización de la población, número que sigue en aumento. Sin embargo, en este sentido aún se visualiza una gran diferencia entre la capital y el interior del país, triplicando este índice para Montevideo en comparación con el resto del país.

A continuación, se destaca la información más importante, en base al cierre del año 2018. El análisis se desglosa según la situación del Pasivo, el Activo y los Resultados, encontrándose información complementaria en el Anexo 1.

5.1.1. Pasivo de bancos de plaza

El pasivo de los bancos de plaza se origina principalmente en depósitos del sector no financiero. Los fondos totales recibidos y posteriormente colocados por la banca uruguaya durante el 2018 fueron de USD 1.546 millones. Este dinero fue colocado en

préstamos al sector privado por USD 818 millones y acreditado a bancos del exterior por otros USD 309 millones, mayormente en bancos de Estados Unidos. Los restantes USD 362 millones corresponden a saldos con el BCU, adquisición de valores de inversión y compra de otros activos netos. Como se puede apreciar, más del 50% de los fondos recibidos durante el último año han sido volcados a préstamos del sector privado

En términos del Pasivo, el total de todo el sistema financiero acumula unos USD 33.214 millones al cierre del 2018, de los que USD 25.528 son los depósitos del sector financiero residente, acumulado a partir de los años. Este crecimiento, en relación al 2017 ha sido de 2,4%, si consideramos los fondos en todas las monedas. La distribución del pasivo de todo el sistema, así como el desglose según cada institución financiera.

Un aspecto a tener en cuenta, en relación a los depósitos recibidos por las instituciones bancarias, corresponde a las tasas de interés que se ofrecen para atraer más depósitos. Durante el 2018 las mismas registraron un leve aumento, finalizando en un 0,6% en la moneda norteamericana, lo que ha acompañado el crecimiento de las tasas internacionales como por ejemplo la Libor, que es la referencia internacional para los depósitos a plazo fijo a 60 días en dólares. En moneda nacional, las tasas de interés para plazo fijo se situaron en un 5,3%.

Por otra parte, es importante destacar la fuerte confianza que tiene la población uruguaya en el banco oficial para realizar sus depósitos, que en este caso es el Banco República (BROU). Esta afirmación se respalda en que el 46% del pasivo total del sistema corresponde al BROU y la mayor parte del mismo se conforma de depósitos del sector privado. Dentro de la banca privada, el de mayor pasivo es el Santander con USD 4.732 millones, seguido muy de cerca por el Itaú con USD 3.997 millones, BBVA con USD 3.062 y Scotiabank con 2.856, conformando el 87% del pasivo total de la banca privada.

5.1.2. Activo de bancos de plaza

Al finalizar el 2018, el activo total del sistema financiero era de USD 37.502 millones, liderado por los créditos otorgados al sector no financiero privado con un 38% y los saldos disponibles en el BCU con el 17%. En un escalón más abajo encontramos la financiación del sector no financieros no residentes con un 10% del activo y los valores de inversión al vencimiento con un 10%. Más adelante se detalla la asignación de créditos por actividad y moneda.

La tasa de interés activa concedida al sector no financiero se ubicó en promedio en un 4,7% en dólares, colocándose 4,1 puntos porcentuales por encima de la tasa pasiva en la misma moneda. Es interesante destacar que los préstamos a los diferentes sectores de actividad no han manifestado gran variación a lo largo del 2018, pero sí hay alguna diferenciación de acuerdo al sector de actividad. La mayor diferencia al cierre del año anterior se observa entre el sector agropecuario y el industrial, con tasas de 5,21% y 4,17% en promedio, contando con el sector comercial y de servicios en un 5,04%.

En pesos, la diferencia entre las operaciones con empresas y familias es sustancial. A nivel empresarial, la tasa promedio en moneda nacional se ubicó en el entorno de 14,2% en valores nominales y 6% en término reales, diferencia que surge a partir del componente inflacionario. Sin embargo, en lo que refiere a familias, la tasa rondó el 30% cuando se cuenta con autorización de descuento salarial o pasividad y más del 90% cuando no se cuenta con esta situación. De todas formas, la mayor proporción de préstamos a familias se otorga en unidades indexadas, situando la tasa en el entorno del 11% para créditos al consumo y 6,5% para adquisición de viviendas.

Para el caso de préstamos en pesos destinados a empresas, también se observa una situación diferente para los sectores de actividad. Evidentemente el agro es el negocio más riesgoso para los bancos, teniendo en cuenta que a este sector se le ofrecen préstamos a una tasa en el entorno del 17%, aunque se ha percibido un leve descenso durante el 2018. Luego se cuenta con el comercio y servicios con 14,2% y por último la industria con un 13,8%.

5.1.3. Resultados de bancos de plaza

El resultado total del sistema bancario durante 2018 fue de USD 759 millones, lo que resume una situación saludable teniendo en cuenta que el retorno sobre activos "ROA" se situó en un 2,1% y el retorno sobre patrimonio "ROE" en un 18,9%. Además, se destaca una mejoraría considerable en relación al año anterior, donde el ROA cerró en un 1,2% y el ROE en un 12%.

Otro aspecto a tener en cuenta es que dos tercios de estos resultados son gracias a la banca pública y particularmente por el desempeño del BROU. En términos del ROA, la diferencia fue de 2,7% para el BROU en comparación con el 1,5% de los bancos privados. De cualquier forma, algunas instituciones privadas han tenido buenos resultados, inclusive por encima del BROU, como el Citibank con un ROA de 2,9% y el ITAU con un 2,7%. Como contrapartida tenemos al Banco Nación Argentina con pérdidas de 2 millones de pesos, al Bandes con rentabilidad prácticamente nula, el HSBC con un ROA de 0,1% y el Scotiabank con un ROA de 0,3%. En el Anexo 1 se encuentran más detalles.

5.1.4. Financiamiento de bancos de plaza a empresas y proyectos

El sistema bancario de plaza está enfocado principalmente a dos tipos de clientes, las familias y las empresas. En relación al segundo, que es el objeto de estudio de este trabajo, podemos clasificarlas en función del sector de actividad, dividiendo los clientes en el agro, industria manufacturera, construcción, comercio y servicio. Normalmente los préstamos se otorgan en moneda nacional o dólares, encontrándose un mercado completamente distinto para ambas monedas. En pesos, el 76,8% de los clientes son familias, donde se encuentra un peso muy fuerte de las tarjetas de créditos y préstamos al consumo. Asimismo, el 10,3% está destinado a los servicios y un 6,5% al comercio, siendo casi despreciable el financiamiento de los demás sectores de actividades. En relación a los préstamos en dólares, la situación cambia drásticamente donde las familias tienen apenas una participación de 3,5%. El mayor

mercado se encuentra en el agro con un 30,3%, pero no se quedan atrás el sector agropecuario (15,8%), los créditos a la industria (14,8%) y los servicios (13,8%).

Sobre los productos de financiamiento a empresas, se destaca que existen diversas propuestas según cada casa bancaria, el tipo de empresa y la utilización del pasivo al cual se accede.

Como ejemplo se podría mencionar el caso del BROU, que ofrece un préstamo denominado "Express", al cual las empresas puedan acceder a sola firma y por un monto máximo predeterminado, de acuerdo al tamaño del solicitante. Asimismo, también se ofrecen líneas de crédito a corto plazo asociados al apoyo de tesorería y capital de trabajo, que muchas empresas requieren para hacer frente a desfasajes de caja o pasivos espontáneos. Con respecto a las opciones de largo plazo, el BROU también financia proyectos de inversión y ofrece la modalidad de "Leasing" para maquinarias y equipos necesarios para las operaciones de las empresas. Además, cuenta con la financiación ante cobros diferidos, el cual permite hacer efectivo las obligaciones de clientes, ya sea mediante descuento de cheques diferidos o adelantos de contratos y certificaciones de obra. Por último, se presentan diferentes opciones de tarjetas corporativas, las cuales apuntan a créditos al consumo de directivos y gerentes de empresas

El Banco Itaú también ofrece una amplia gama de servicios en este rubro. Se pueden destacar los préstamos destinados a compra de automotores y bienes raíces, los cuales se diferencian según el tipo de empresa (agropecuaria, comerciantes, profesionales, industria). Por otro lado, se presenta la opción de préstamos mediante la garantía del sistema nacional de garantías, las tarjetas corporativas y financiamientos a corto y largo plazo para afrontar el capital de trabajo.

Para profundizar estos temas, se procedió a realizar un trabajo de campo, para conocer con mayor detalle la oferta de los bancos de plaza.

5.2. Relevamiento de información con Bancos de Plaza

El trabajo de campo consistió en mantener entrevistas con los bancos locales, para conocer las líneas de créditos que ofrecen a largo plazo a las empresas y proyectos, así como otros productos de financiamiento que ofrece la Banca Privada y las características de los préstamos ofrecidos. Estamos hablando de los requisitos de los clientes, las garantías a exigir que sean posibles, los montos y plazos concedidos, las tasas de interés y los riesgos asociados. El trabajo consistió en realizar 7 preguntas concretas (Anexo 3) con referentes de los bancos locales, además de permitir un espacio para que los especialistas puedan brindar otra información que entiendan relevante. Cabe destacar que muchas de las afirmaciones que se mencionan en el presente capítulo fueron tomadas directamente de los representantes de cada banco, por lo que la precisión y exactitud de las mismas son responsabilidad de los entrevistados.

5.2.1. Líneas de crédito para corto, mediano y largo plazo

En cuanto a las líneas de crédito, particularmente consultamos sobre el tipo de oferta que tienen para los clientes. Frente a ello, se puede destacar que la gran mayoría de transacciones son de corto plazo, sin perjuicio que, en algunas ocasiones, se pueden financiar líneas de mediano y largo plazo. En cuanto a líneas de corto plazo, una de las principales opciones es el descuento de documentos, que consiste en un adelanto del banco al cliente cuando este último ha realizado una venta, pero tiene que esperar para realizar la cobranza del documento, ya sea por un cheque o una factura. Otra de las principales opciones es la cesión de créditos futuros, aquí también los bancos adelantan créditos a cobrar como mecanismo de financiamiento.

Respecto al largo plazo, se utilizan estas para el financiamiento de instalaciones, maquinarias y la compra de otros activos, sobre todo cuando los clientes mantienen contratos de largo plazo. A estas, podemos sumarle el leasing financiero, que son operaciones de crédito de uso donde el banco es propietario de un activo, pero el usuario final es otro sujeto que luego de pagar una cierta cantidad de cuotas, tiene una opción de compra para hacerse propietario del título del activo. Algunos de los ejemplos comentados fueron los de vehículos utilitarios, como para maquinaria agrícola o camionetas de transporte para las empresas.

A su vez, se pueden encontrar diferentes líneas de crédito según sea el riesgo asociado. Por un lado, tenemos los riesgos directos, en donde la capacidad de repago se asocia directamente con el desempeño del cliente. En este caso, donde el impacto de no poder repagar la deuda es mayor, encontramos préstamos amortizables, préstamos a plazo fijo y leasings financieros. Para riesgos indirectos, donde la capacidad de repago está influenciada por un tercero y no por quien solicita el préstamo, se destacan los adelantos de documentos y cartas de crédito. Por último, para los riesgos contingentes que refieren a situaciones imprevistas, el mercado presenta tarjetas de crédito y acuerdos en cuenta.

Otra clasificación que fue realizada por la mayoría de las instituciones consiste en el tipo de cliente, donde se distingue si es persona o empresa y los montos que se manejan. Como se destacó en los capítulos anteriores, la banca persona utiliza líneas de crédito a corto plazo, ya sea préstamos amortizables, préstamos en tarjeta de crédito o sobregiro en cuenta, pero también préstamos a mediano plazo con destino hipotecario o automotores. Otro rubro del negocio son las Pymes, empresas con facturación anual de hasta USD 2 millones, donde los créditos por excelencia son los de corto plazo, muchas veces para hacer frente al capital de trabajo. Por último, tenemos la Banca Empresa, que también se desglosa en empresas medianas de hasta USD 20 millones de facturación anual sin IVA y empresas grandes con más de USD 20 millones de facturación anual sin IVA, lo que incluye al gobierno y las multinacionales. Para esta última unidad de negocios, no sólo se utilizan líneas de crédito a corto plazo para financiar capital de trabajo, descuento de cheques o avales para licitaciones, sino que también pueden utilizar financiamiento de largo plazo, pero con algunos recaudos. En todos los casos se cuentan con políticas institucionales que establecen un marco para

otorgar o no un préstamo y lineamientos claros que se ajustan a las políticas institucionales. Sin embargo, no hay productos estándares para este segmento del negocio, de lo contrario se cuenta con la flexibilidad necesaria para atender los requerimientos de los clientes. Es habitual ajustar cuotas, plazos, garantías, tiempos de gracia y refinanciación, según la situación particular de cada cliente y el análisis del negocio que realiza el banco.

A nivel de banca empresa, el Project Finance es una alternativa que ofrecen varias instituciones. En algunos casos son capaces de financiar Project Finance como tales, en otros ofrecen soluciones híbridas (es decir financiamiento de proyectos, pero con otras garantías corporativas) y en algún caso directamente no participan de estos emprendimientos. En una de las consultas en particular, nos comentaron que no contaban con un sector específico de Project Finance, pero que las veces que han participado en este tipo de proyectos o en financiamientos de largo plazo, siempre han solicitado garantías corporativas adicionales, o directamente a los sponsors del proyecto. Explicaban que es muy difícil de estimar los flujos de fondos a futuro (demanda) en proyectos que no tienen contratos a precios fijos firmados, y que las experiencias que han tenido recientemente en Uruguay no han sido del todo positivas. De 25 proyectos de inversión que han financiado como Project Finance, en tan solo dos de ellos el inversionista ha recibido utilidades iguales o mayores a las esperadas y en el resto de los casos han sido menores. De hecho, en 3 oportunidades los resultados han sido tan negativos que el inversionista no ha sido capaz de abonar la deuda con el banco. Estas experiencias han generado que, de ahora en más, este banco no solo no ofrecerá soluciones de Project Finance puras, sino que exigirá mayores garantías. El análisis que han realizado es que en muchos proyectos la demanda demora mucho tiempo en consolidarse, a veces más de 10 años, pero el banco no cuenta con este plazo para tener un retorno de su negocio. En definitiva, un Project Finance se hace viable cuando hay un contrato de por medio, que garantice los flujos y reduzca sensiblemente los riesgos, como profundizaremos en el capítulo de Project Finance.

En otra de las consultas realizadas, destacaban que la mayoría de los financiamientos realizados se hacen con empresas en actividad y que para el caso de las start up se solicitan ingresos o garantías a las personas físicas o jurídicas que respaldaban el proyecto. Esto es razonable, teniendo en cuenta si no se tiene cuenta con balances históricos y se tiene mucho riesgo en las posibles utilidades del proyecto, los bancos estén dispuestos en financiar estas empresas.

A modo de resumen, los proyectos tienen más restricciones a la hora de solicitar préstamos que una empresa en marcha, sobre todo si tienen varios años de funcionamiento y una sana historia crediticia. En una empresa en marcha, los flujos de fondos son más previsibles y brindan más confianza a los bancos para prestar el dinero. Un entrevistado mencionaba que un banco utiliza el concepto de Door to Door, es decir que sabe cuándo entra en el negocio, pero también cuando sale. Esto ocurre cuando el cliente cumple con las obligaciones del banco tal cual fue establecido en un principio o de lo contrario a través de la ejecución de las garantías, que son una salida para el banco cuando el cliente incumple con lo originalmente pautado.

5.2.2. Requisitos para solicitar un crédito

Los requisitos que debe cumplir una empresa a la hora de solicitar un crédito son de diferente índole según sean empresas con años de actividad o empresas nuevas en el mercado (start up), además de influir el tipo de rubro y mercado al cual se dedican. Para el primer caso (empresas en marcha), los bancos toman como base la normativa del BCU, en especial la Norma Particular 3.8, que forma parte las Normas Contables para empresas de Intermediación Financiera. El objetivo es obtener toda la información necesaria para evaluar la capacidad de pago de cliente, de acuerdo a los criterios que se definen en el capítulo 5.2 de la citada norma. Esto exige como mínimo los Estados Financieros y su comparativo con el año anterior, aunque en algunos casos el banco puede solicitar Estados Financieros de períodos anteriores si así lo requiere. A esto debemos sumarle una cierta documentación adicional que exige la misma normativa, como la declaración de impuestos, proyección de flujos de fondos, ventas al cierre de balance, costos operativos, entre otras.

De la información financiera contable presentada, se desprende una gran cantidad de análisis que los Bancos realizan, como la capacidad de pago, endeudamiento adecuado en función del negocio, composición del patrimonio y análisis del capital de trabajo. Luego de ello, se calculan una cantidad de ratios financieros de rentabilidad, solvencia y liquidez, por ejemplo, el EBIT (por su sigla en inglés: Earning before interest and taxes) que es un indicador antes de intereses e impuestos que sirve para comparar los resultados empresariales entre compañías, sanidad de las cuentas a cobrar, calidad del stock y cuáles son los montos de ventas. También si tienen técnicos que auditan o revelan instalaciones, si llevan stock de inventarios, etc. En este caso cada banco hace su análisis propio, que tienen características diferentes, pero que a fin de cuentas el objetivo es identificar si el cliente tendrá capacidad de repago del préstamo otorgado.

Otros de los requisitos generales que deben tener las Empresas, provienen del reglamento del Banco Central del Uruguay (Norma particular 3.8, capítulo 4.2) que es la norma para la clasificación de los riesgos crediticios. Dentro de los Bancos consultados, uno de ellos nos decía que al menos debían tener la categoría 2B o superior en el sistema de calificación del BCU en el último año. Esta clasificación es la siguiente, de acuerdo a la definición del BCU: “son deudores con capacidad de pago con problemas potenciales aquellos que como resultado de la evaluación de su calidad crediticia presentan deficiencias provenientes de situaciones que pueden afectar su capacidad de pago en los términos originalmente pactados...”.

Como otra de las condiciones exigidas a los clientes, se destaca el no tener antecedentes negativos en Lideco y Clearing de Informes, por más que se haya corregido la situación. Además, hay una serie de documentación de carácter administrativo que siempre es solicitada, como la declaración jurada fiscal, certificados de DGI y BPS vigentes, fotocopias de cédulas de identidad de los socios y codeudores si los hubiere, estado de situación patrimonial de los socios con al menos un bien inmueble libre de gravámenes, entre otros.

Por último, podemos identificar una categoría más subjetiva, es decir que queda a criterio de los analistas de riesgos y sin reglas establecidas. Las características comportamentales de los representantes de la empresa ya sean directivos, gerentes o dueños de la empresa, son fundamentales para los bancos a la hora de aceptar un crédito o no y para ello no hay criterios pre listados. Los clientes deben demostrar ser personas confiables, no tener malos antecedentes, mostrar una coherencia en sus acciones y contar con un plan de sucesión adecuado ya sea por causas naturales o cualquier fatalidad o imprevisto que pueda ocurrir. A esto debemos sumarle los antecedentes del grupo que maneja la empresa si lo hubiere, que resultados ha mantenido en otros negocios, como ha reaccionado ante dificultades y que respaldo tiene detrás. En este tipo de análisis es donde se encuentra las mayores diferencias entre los bancos y puede ocurrir que un mismo cliente logre que un banco acepte de determinado préstamo que otro, bajo las mismas condiciones, no lo haga.

5.2.3. Garantías de crédito

Las garantías que se necesitan para solicitar una línea de crédito son de suma importancia para las instituciones bancarias como medio para mitigar los riesgos. De acuerdo a lo recabado en los diferentes bancos, no existe una política o regla definida sobre cómo o qué valor deben tener las garantías y depende del crédito solicitado. Algunos de los ejemplos más utilizados son la fianza solidaria de los socios, fianza de los titulares de los inmuebles declarados en los estados patrimoniales como respaldo de la línea, con la aclaración que este último no implica garantía hipotecaria sino respaldo patrimonial (aunque en algunos casos si hay líneas de crédito que requieren garantía hipotecaria). A estas le podemos sumar la cesión de cobro de tarjetas de crédito, cesión de cobro de contratos con entes públicos o empresas privados, prendas de vehículos o maquinaria, cesión de cobros de facturas o warrants de productos. También surge la que brinda SIGA, que es un organismo creado por la Corporación Nacional para el Desarrollo para empresas con garantías insuficientes.

Pueden existir muchas otras posibilidades a las mencionadas anteriormente, pero básicamente lo que nos comentaba un representante de los bancos entrevistados, era el valor que se le da a dos aspectos fundamentales de las garantías. Uno era la liquidez y el valor real que tienen estos activos, ya sean tangibles o intangibles, pero desde la visión del banco financiador. Por ejemplo, una maquinaria para una industria podría tener un valor determinado, pero para un banco el valor sería muy inferior o quizás nulo, ya que en caso de ejecutar la misma debería buscar la manera de rápidamente liquidarla. Asimismo, destacaba que de nada sirve preñar un coche de lujo que fue construido sobre una montaña si no podemos vendérselo a nadie. En contrapartida, un apartamento en el barrio Pocitos que es un bien inmueble, perfectamente podría ser una buena garantía ya que el banco podría venderlo fácilmente a un precio de mercado. Como segundo aspecto fundamental, se destaca la independencia de la garantía con el desempeño de la empresa o proyecto. El riesgo es menor para el banco cuanto mayor independencia exista.

Por estos motivos, un entrevistado destacaba que los bancos no prestan en función de las garantías ni monetiza las mismas, sino que prestan en función de los flujos de caja que genera la empresa, y es por eso que la cesión de flujos es la garantía más requerida. De cualquier forma, la hipoteca es una buena garantía y te da una razonable segunda salida, además de tener como ventaja que te permite no registrar provisiones contables, ya que en caso del cliente no abone la deuda, el banco puede hacerse de la prenda y evitar mandar a pérdida un porcentaje del crédito otorgado. De esta manera, las prendas son igualmente valoradas.

De todas formas, las garantías a solicitar van a depender del análisis crediticio de cada cliente, una línea de crédito puede ser otorgada sólo con fianza de los socios, o con más de una garantía, o podrá requerirse otro tipo de garantías según el caso. Inclusive, según uno de los bancos consultados, si el análisis arroja un resultado positivo en términos de aceptación, podría no solicitarse garantías.

5.2.4. Montos y plazos prestados

En lo que refiere a montos prestados, el Reporte Financiero del BCU brinda suficiente información sobre este aspecto en valores totales para cada institución, pero de la información que se pudo obtener del contacto realizado con los bancos, se aprecia que no hay una política respecto a los montos a prestar, ni topes máximos o mínimos preestablecidos según las empresas o proyectos. Todos los bancos se rigen por la normativa del BCU, en particular por el artículo 160 (Requerimiento de Capital por Riesgo de Crédito) de la recopilación de normas del BCU, que permite otorgar créditos por un máximo de 15% de su valor patrimonial por cada empresa o grupo económico financiado, exigiendo también un máximo según sea el rubro de actividad. De cualquier manera, salvo para las empresas muy grandes, el tope máximo autorizado por el banco surge del análisis crediticio de cada empresa o proyecto.

Un requisito fundamental para analizar si el monto solicitado es acorde o no a la empresa que solicita el préstamo, es analizar su capacidad de repago para luego ver si corresponde otorgar el crédito y en qué condiciones. Por ejemplo, si una empresa solicita crédito para cuatro años, pero puede pagar en quince de acuerdo al análisis realizado por el banco, no se le otorgará el préstamo, salvo que quiera re perfilar el crédito a los cuatro años, por ejemplo, reduciendo el dinero solicitado.

En referencia a los plazos otorgados por la banca privada, y como también se mencionó en párrafos anteriores, el financiamiento que predomina es el de corto plazo, sin perjuicio de que exista financiamiento a mediano o largo plazo. La mayoría de los préstamos otorgados a largo plazo, rondan entre los 6 y 8 años como máximo, aunque puede haber excepciones, especialmente cuando hay respaldo de organismos multilaterales o de desarrollo. En alguna situación particular, destacada por una de las consultas, se mencionaba que se ha otorgado un préstamo con un plazo de 12 años a clientes con categoría AAA, pero que han sido casos especiales y muy discutidos por la Dirección.

La principal razón por la cual los préstamos son a corto plazo se debe a los riesgos menores que enfrenta la institución bancaria, ya que le permite visualizar el contexto

de la empresa en un horizonte temporal cercano y razonablemente conocido. Para aprobar créditos a plazos mayores, los riesgos deben estar muy mitigados y más para una plaza tan pequeña con el Uruguay. En un caso destacaban que quizás en otros países se tengan políticas de tomar mayores riesgos, por ejemplo, aprobando créditos a plazos mayores o con menos garantías, pero que en nuestro país el negocio no era conveniente por fuera del marco actual. De cualquier manera, siempre hay excepciones y un claro ejemplo de ellos fueron las experiencias de los parques eólicos en Uruguay, donde se vende toda la energía a UTE a un precio fijo y se cuenta con determinada certeza que dentro de diez años UTE va a seguir existiendo y seguir abonando la energía tal como lo viene haciendo hasta ahora.

5.2.5. Tasa de interés

Otro de los temas en los que se quiso profundizar, como complemento al Reporte Financiero del BCU, es la tasa de interés ofrecida por los diferentes bancos. Más allá de conocer los valores del mercado, nos interesaba saber cómo se calculan, que diferencias se realizan con cada cliente y qué criterios se toman en cuenta para determinar las mismas.

Lo que se pudo obtener en este caso es que hay variabilidad, depende mucho de cada caso y se calcula generalmente agregándole al costo de fondeo un spread que surge del análisis del perfil crediticio de cada cliente en particular. Las tasas son indicativas y además del cliente, depende del tipo de instrumento solicitado. Para este punto, todos los consultados coincidieron que la tasa de interés depende mucho de la situación en particular que se esté analizando, además de las condiciones del BCU y de los límites de usura de cada período. Este punto también es subjetivo, el Banco busca la mayor rentabilidad posible en función de una cantidad de dinero prestada.

Por lo tanto, la tasa de interés se negocia con los clientes. Si hubiera solo un banco que otorgara préstamos, sería más beneficiosa la negociación para el prestamista, pero en caso contrario, donde varios bancos quisieran prestarle al mismo cliente, será más beneficiosa la negociación para la empresa. De cualquier forma, podemos citar algunos ejemplos que nos han compartido, que son válidos tanto para PYMES como banca corporativa. En el caso de una financiación mediante vale renovable a corto plazo, la tasa fija en moneda extranjera puede variar entre 4% a 7,5%. Si la tasa fija es en moneda nacional el porcentaje varía entre 12% a 20% a determinar con la mesa en cada oportunidad. Si la tasa fuera variable anual en moneda extranjera, sería $\text{Libor} + 2,5\%$ $\text{Libor} + 5\%$.

En el caso de Leasing Financiero, si la tasa es fija, será según condiciones del mercado y tipo de cliente. Si la tasa es variable anual, se puede componer por Libor en dólares 90 días más spread. En una de las consultas, nos decían que la tasa de corto plazo ronda en un 6% y a largo plazo es mayor y en dólares, mientras que, si el préstamo fuera en unidades indexadas, la tasa variará entre 5,5% y 6%.

Otra forma de calcular la tasa de interés es en función de la segmentación del cliente, por ejemplo, según la facturación. Por lo tanto, para medianas y grandes empresas son habitualmente las tasas más bajas, que oscilan entre el 5% y 7% efectiva anual (TEA).

Para el caso de pequeñas empresas, la TEA se encuentra entre el 7% y 9%, y para microempresas entre el 9% y 13%.

5.2.6. Riesgos

Por último, y no por eso menos importante, consultamos a los bancos cuales son según su perspectiva los riesgos que deben afrontar las empresas a la hora de llevar a cabo sus operaciones. Más allá de que esta pregunta debería ser dirigida a los inversionistas en lugar de los financiadores, para estos últimos también es importante conocer los riesgos operativos de los clientes. Si a los clientes les va bien en su negocio, el banco habrá hecho un buen negocio ya que seguramente recibirá el pago de la deuda en tiempo y forma.

Como apreciaciones generales, notamos que los riesgos también dependían del análisis particular de cada cliente. Pero a modo de describir algunos de estos, destacamos la situación económica mundial, regional o local, la exposición a una eventual devaluación o apreciación de la moneda local, así como también riesgos derivados de la industria, rubro en el cual realizan actividades o riesgos idiosincráticos propios del cliente. Otros riesgos más específicos, son las transacciones y saldos con empresas vinculadas, insuficiencia en su rentabilidad versus su nivel de endeudamiento financiero y el monto total de las deudas actuales que generan un flujo importante de dinero.

Uno de los consultados, nos explicaba que la perspectiva del banco de medir el riesgo era en base a varios elementos, factores externos a la empresa y factores internos de la organización. Entre los primeros, importa el sector de actividad en el que se desarrolla la empresa, sobre todo cuál es la actualidad y perspectiva de dicho sector. Más aún en los días de hoy, donde hay una fuerte competencia a nivel internacional. Sobre los segundos, se destacan los factores internos de la empresa solicitante, su trayectoria, su porcentaje de participación en el mercado y sus antecedentes en el sistema financiero si es que los tiene. También es importante evaluar la capacidad de repago que surge de los estados financieros, el nivel general de endeudamiento, y cómo se financia, es decir qué proporción es de fondos propios y cual es como fondos de terceros.

De cualquier forma, el análisis general de los bancos busca mitigar la probabilidad de que, tras colocar un préstamo, el cliente tenga capacidad de repago. Como mencionamos anteriormente, la forma de mitigar estas situaciones es a través de garantías, hipotecas o cesiones. El banco puede tener el deseo de salir de un negocio y puede pedir para acelerar el crédito, más aún si la empresa no cumplió con determinadas ratios que el banco solicitó con anterioridad (covenants). Habitualmente las instituciones financieras calculan diferentes indicadores para analizar los riesgos, como por ejemplo su ciclo de conversión de caja, su rotación de inventarios, ratios de liquidez y margen de rentabilidad.

5.3. Organismos multilaterales

Podemos definir a los organismos multilaterales de crédito como aquellas instituciones financieras cuyos integrantes son un grupo de países interesados en promover la cooperación económica internacional y regional. Estas entidades, tienen como propósito principal resolver problemáticas asociadas al desarrollo sustentable de los países, crecimiento de infraestructura, ampliación de las relaciones comerciales y brindar ayuda financiera asociada al bienestar de la sociedad en su conjunto.

En Uruguay algunos de estos organismos participan de forma activa en el financiamiento a mediano y largo plazo de proyectos de inversión de gran envergadura y características particulares. Cabe destacar que una parte importante de los proyectos con grandes necesidades de fondos, son llevados a cabo gracias a este tipo de financiamiento debido a que en plaza y en particular en la banca privada, no se cuenta con una oferta adecuada a mediano y largo plazo. Como contrapartida, se accede a este tipo de fondos cuando se trata de proyectos de características mencionadas anteriormente. En definitiva, este tipo de financiamiento se ajusta únicamente a las necesidades de empresas y proyectos de inversión a mediano y largo plazo.

Los organismos multilaterales que tienen mayor participación en el país son el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Comisión Andina de Fomento (CAF) y el Banco Mundial (BM), según información presente en la web del Ministerio de Economía y Finanzas. Sin embargo, existen otros con menor participación, como el Banco de China, el KfW de Alemania y a nivel regional también se cuenta con FONPLATA.

En el caso del BID, que es el principal agente de financiamiento internacional del país, actualmente la cartera de proyectos aprobados totaliza un monto de 2.378 millones de dólares. Estos proyectos se despliegan en todos los sectores de la economía, pero principalmente se encuentran en las áreas de comercio (625 millones), transporte (250 millones), modernización del estado (232 millones), agua y saneamiento (225 millones) y energía (200 millones). Estos montos se desglosan en un total de 39 proyectos de inversión, todos ellos con el respaldo de garantía soberana, lo que coloca a Uruguay en el cuarto país de Latinoamérica que cuenta con más proyectos aprobados en la cartera de este banco.

Por su parte, la cartera de CAF en Uruguay cerró en unos 1028 millones de dólares al finalizar el año 2017 (última información disponible), con un desembolso total de 187 millones durante el transcurso de este año. De los datos mencionados para el año 2017, cabe destacar que esta cartera se ve fuertemente influenciada por una línea de crédito contingente de 500 millones de dólares al estado uruguayo (no utilizada por el momento) y un préstamo de 300 millones a ANCAP, desembolsado durante el año 2016. El monto restante se reparte en 22 proyectos de inversión sobre todo en los sectores de energía, infraestructura y agua y saneamiento.

FONPLATA, es un organismo regional creado por los estados que conforman la Cuenca del Plata. Estos son Brasil, Argentina, Paraguay, Bolivia y Uruguay. En Uruguay cuenta con una cartera activa de USD 346 millones (al cierre de 2018), compuesta por un total de 7 proyectos. De estos se destaca el proyecto de mejoramiento de los accesos a la

rambla portuaria de Montevideo que fue recientemente aprobado y el apoyo a la adecuación de la infraestructura vial a las necesidades forestales.

En el Anexo 2 se encuentra información complementaria de los organismos multilaterales.

5.4. Mercado de Valores

El mercado de valores es uno de los promotores más importantes para el financiamiento de empresas y proyectos. La Ley 18.627, promulgada el 2 de diciembre de 2009, establece el ámbito de aplicación para este mercado, los agentes participantes del mismo, las bolsas de valores y los mercados de negociación de oferta pública, valores y emisores de valores de oferta pública. Además de la Ley mencionada, también se establece que este mercado quedará subordinado al Poder Ejecutivo y a las normas e instrucciones particulares que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros.

5.4.1. Mercado de Valores y Bolsa de valores

El Mercado de Valores es el conjunto de operaciones que son realizados entre emisores de oferta pública y privada con inversionistas, con el objetivo de negociar títulos valores para que los usuarios adquieran financiamiento y otros puedan colocar su dinero excedentario a cambio de una renta. Las condiciones variarán según el valor negociable, liquidez del valor, rendimiento y riesgos asociados al instrumento. Corresponde al BCU velar por la transparencia, la competitividad y el funcionamiento ordenado del mercado de valores, por la adecuada información a los inversionistas y por la reducción del riesgo sistemático.

Asimismo, podemos definir a los valores como los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes. Se incluyen en este concepto las acciones, obligaciones negociables, mercado de futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores y en general todo de crédito e inversión (Ley 18.627, artículo 13). Los valores, según sea el caso, otorgan derechos en la participación de las ganancias (como pueden ser dividendos en las acciones), posibilidad de derecho a voto en la Asamblea de Accionistas y a recibir pagos periódicos debido a los intereses devengados en obligaciones negociables o bonos del tesoro. Quienes intervienen en el Mercado de Valores, se pueden clasificar en tres categorías:

- Emisores de Valores: Son las personas o empresas que concurren al Mercado de Valores con la necesidad de conseguir o captar recursos financieros para poder realizar sus actividades.
- Inversores: En contrapartida a los emisores, los inversores son las personas físicas o jurídicas que cuentan con recursos financieros disponibles e invierten estos recursos en el Mercado de Valores.
- Intermediarios de Valores: Son aquellas personas físicas o jurídicas que realizan en forma profesional y habitual operaciones de corretaje, comisión u otras, con el objetivo de poner en contacto los emisores de valores (demandantes) y los

inversores (oferentes de valores). Estos pueden ser Corredores de Bolsa y Agentes de Valores.

Por otra parte, es necesario definir el concepto de La Bolsa de Valores, que de acuerdo al Banco Central del Uruguay son las entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros los medios necesarios para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores mediante mecanismos de subasta pública, y para que puedan efectuar las demás actividades conexas de acuerdo con la ley. Estas entidades requieren autorización para funcionar por razones de legalidad, oportunidad y conveniencia por parte de la Superintendencia de Servicios Financieros. Estos requisitos para la autorización se encuentran en la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV, artículo 53).

Las Bolsas de Valores autorizadas para operar en el sistema financiero uruguayo son la Bolsa de Valores de Montevideo S.A., Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y Rofex Uruguay Bolsa de Valores y Futuros S.A.

5.4.2. Valores Públicos y Privados

Dentro de los Valores Públicos encontramos los que el Estado emite en el mercado local, como son la colocación de Bonos del Tesoro, Bonos Previsionales o Letras de Regulación Monetaria. En el mercado internacional, se cuenta con la colocación de Eurobonos y Bonos Globales. Con este sistema, es el Estado quien toma prestados recursos financieros de la sociedad a través de las distintas emisiones, y por el mismo paga un interés a un precio pactado al momento de la transacción al igual que los plazos de pago de los intereses.

Por su parte, los Valores Privados son los instrumentos en el Mercado de Valores donde las empresas que desean participar puedan captar financiamiento para la realización de sus cometidos. Se diferencian tres opciones, que son la venta de acciones, la emisión de obligaciones negociables y los contratos de fideicomiso financiero.

En el caso de las acciones, éstas son participaciones en el capital de las empresas, donde su cotización en el mercado varía según la solvencia y rentabilidad de las empresas. Estas últimas, presentan sus balances auditados a la Bolsa de Valores de forma periódica. El inversor que compra las acciones tiene derecho a participar en las utilidades de la empresa y voto en las asambleas de accionistas.

Otro de los valores privados son las obligaciones negociables. Estos instrumentos son valores por los cuales, quien suscribe, se obliga a pagar una suma de dinero a una determinada fecha, en condiciones establecidas. La emisión de obligaciones es un mecanismo utilizado por una sociedad cuando ésta necesita de recursos financieros para realizar su actividad y decide hacerlo a través de fondos externos. La relación fundamental que justifica su creación es un contrato de préstamo, donde los prestamistas son las personas interesadas en hacer inversiones en dinero y el prestatario es el creador del documento, quién además instrumenta su obligación en el título creado. La peculiaridad de este negocio es que se trata de un préstamo

colectivo, el emisor (entidad que necesita el dinero) ofrece al público las obligaciones que ha de emitir hasta una cifra indicada. Los inversores han de prestar sumas fraccionadas del préstamo global y a cambio de su préstamo, han de recibir uno o más títulos representativos de la cantidad prestada. Los títulos se emiten en serie y por importes iguales, cada título representa una fracción del préstamo global acordado.

El fideicomiso financiero, es el negocio jurídico por el cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad u otros derechos reales o personales. Estos son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre según indique el fideicomiso, en beneficio de una persona (beneficiario) designada en el mismo, y al finalizar el plazo o las condiciones se restituya al fideicomitente o al beneficiario. El fideicomiso financiero es el negocio de fideicomiso cuyos beneficiarios son titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación. Solamente podrán ser fiduciarias las entidades de intermediación financiera o las sociedades administradoras de fondos de inversión.

Dos conceptos importantes a la hora de financiarse por parte de las empresas, es el que está relacionado con el mercado primario y el mercado secundario. Los valores se pueden transar en ambos mercados, donde el primero refiere a que los inversores adquieren directamente de los emisores los títulos valores o a través de los intermediarios de valores como los corredores de bolsa, pero con la salvedad que estos valores son ofrecidos por primera vez. En el mercado secundario, se compran y venden los títulos valores ya emitidos, es decir, que ya han sido negociados en alguna ocasión pasada y son títulos que se encuentran en circulación. Esta modalidad hace que sea atractiva para los inversores y emisores porque, siempre y cuando haya compradores, los inversionistas que quieran liquidez podrán vender sus títulos valores cuando lo deseen.

5.4.3. Movimiento del mercado de valores en Uruguay

Si bien el mercado de valores en Uruguay no cuenta con un movimiento tan intenso como el que ocurre en bolsas de valores como la de Nueva York, Londres, Tokio, o mismo a nivel regional como la de San Pablo, el movimiento en términos monetarios es importante, como se detallará más adelante. Cabe destacar que este mercado, a diferencia del sistema bancario, tiene como principal objetivo la financiación de los emisores a largo plazo, lo cual se puede fácilmente visualizar con los plazos de emisión de todos los instrumentos. No obstante, para el inversionista pueden ser inversiones a mediano y largo plazo, si es que decide conservarlo hasta el vencimiento del activo adquirido, o a corto plazo si se recurre al mercado secundario para comercializarlos.

En 2018 la operativa total del mercado de valores en Uruguay fue del orden de USD 52.000 millones. De este monto, aproximadamente USD 35.000 millones corresponden al mercado bursátil y el restante al extrabursátil. Gracias a las tecnologías de información, cada día más las bolsas electrónicas tienen un mayor peso sobre el sistema y eso se ve reflejado en la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa

Electrónica. Tan solo en 2018, del mercado bursátil, el 98% de las transacciones fueron realizadas en la Bolsa de Valores Electrónica S.A. Sobre el mercado primario y secundario, un poco más de USD 40.000 millones fueron ventas de instrumentos que se ofrecían por primera vez, quedando un poco más de USD 12.000 millones para el mercado secundario.

No obstante, cabe destacar que la mayor proporción de este mercado se lo llevan los instrumentos públicos, ya sea en el mercado primario como en el secundario. El sector privado, representa menos de un 1% total de activos transados, a través de la compraventa de obligaciones negociables o fideicomisos financieros. En 2018 se emitieron valores por unos USD 375 millones en financiamiento (más de tres años) a empresas, lo que está un poco por debajo de los ocurrido en 2017, donde se cerró en unos USD 440 millones. De cualquier forma, más allá de este descenso ocurrido el año anterior, en la última década ha existido un aumento en términos monetarios en el uso de estas herramientas financieras, ya que por ejemplo en el año 2010 o 2011 las transacciones estaban por debajo de los USD 100 millones anuales.

Si bien los montos de financiamiento a largo plazo de empresas son insignificantes con relación al flujo de dinero de los títulos públicos, no lo son en comparación con el financiamiento que reciben del sector bancario cuando se tratan de plazos que superan los 3 años. En el Anexo 1, podemos visualizar para el 2018 que el total de financiamiento para empresas efectivamente integrado es de USD 1.091 millones, donde un 34% corresponde a obligaciones negociables y fideicomisos financieros, es decir, USD 375 millones.

Por último, vale la pena destacar información que surge de la página web del mercado bursátil del Uruguay, que reúne la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa Electrónica del Uruguay. Hoy en día se cuenta con 30 corredores de bolsa, 8 empresas que cotizan acciones en bolsa, 14 empresas que han emitido obligaciones negociables y 26 Fideicomisos Financieros. En todo el 2018 se realizaron un total de 309 operaciones de obligaciones negociables por un monto de USD 9.2 millones, 442 operaciones en acciones de empresas privadas por USD 5,4 millones y 94 operaciones en Fideicomisos Financieros por USD 2.2 millones. Del total de 12212 transacciones que tuvo el mercado bursátil, 845 corresponden a empresas y proyectos, mediante las modalidades de obligaciones negociables, acciones y fideicomisos financieros. Evidentemente y más allá de los montos manejados, la cantidad de actores que participan de este mercado es limitada.

6. Project Finance

Si bien el Project Finance (en adelante PF) no es una fuente de financiamiento por sí misma, es muy importante conocer esta herramienta, porque cada día más los inversores y empresas recurren a la misma como mecanismo de obtener los fondos

necesarios para sus proyectos, sobre todo aquellos de gran envergadura que justifiquen la estructuración del mismo. A nivel mundial, este concepto es relativamente nuevo ya que comenzó a utilizarse recién sobre las décadas del 70 y 80 del siglo pasado, mientras que en Uruguay el primer Project Finance se registró en la década pasada con la expansión de los proyectos eólicos. Cada día más los PF comienzan a tener más fuerza en nuestro país, siendo una herramienta que presenta bondades interesantes para los inversores, pero también para otros terceros involucrados.

6.1. Definición

El Project Finance es un mecanismo de financiación de inversiones que se sustenta en la capacidad del proyecto de generar flujos de caja y de los diversos contratos que aseguran la rentabilidad del proyecto. El término alude al proyecto, a diferencia del “Corporate Finance”, donde el prestamista no tiene el respaldo de la actividad del deudor, ni tampoco cuenta con su situación económica-financiera evaluada a través de los Estados Financieros o su historia crediticia. Para el caso de préstamos a través del sistema bancario, se trata de ver la espalda financiera del deudor, evaluar sus activos, solvencia, patrimonio y demás características de la empresa previo a otorgar el préstamo, analizando profundamente la situación de repago del deudor.

En un PF, quien solicita el financiamiento generalmente es una sociedad llamada “vacía” o “vehículo” (en adelante SV), que seguramente no tenga Estados Financieros en condiciones o una historia crediticia, tratándose de sociedades que son creadas exclusivamente con el fin de administrar y llevar adelante la actividad del proyecto. El caso más común es cuando un inversor o grupo inversionista desea ingresar en algún negocio por primera vez y no cuenta con una compañía que respalde el financiamiento. Otra alternativa, es justamente cuando alguna empresa o consorcio de empresas con varios años de funcionamiento toman la decisión de crear estas sociedades para un proyecto determinado e independizarlas completamente de las obligaciones de las personerías jurídicas originales. Esto permite resguardar a las empresas de los resultados del proyecto, así como también facilitar la comercialización del proyecto con mayor facilidad. Por poner algún ejemplo reciente, podemos mencionar a la sociedad anónima Grupo Vía Central S.A., creada por las empresas SACEEM S.A, Berkes Construcción y Montajes S.A, SACYR Concesiones S.L y NCE Concessions S.A.S.U, con el único fin de presentarse a la licitación por la construcción del Ferrocarril Central.

En cualquiera de estos casos, al ser una persona jurídica nueva, difícilmente tenga activos o una historia crediticia como para obtener un préstamo corporativo. La manera de obtener financiamiento en este caso es a través de un PF, lo que sería accesible cuando la Sociedad Vehículo es capaz de funcionar rentablemente y siendo estos resultados los que el financiador tendrá en cuenta para otorgar el financiamiento. Si el proyecto en forma confiable generará ingresos suficientes como para repagar el préstamo, el prestamista estará en condiciones de financiar el proyecto. Si volvemos al ejemplo del Ferrocarril Central, quien garantiza a los

financiadore el pago de lo adeudado, es el contrato que mantiene la sociedad con el estado uruguayo por la construcción del ferrocarril.

Existen diversas definiciones de PF, en el Anexo 4 se incluyen definiciones complementarias.

6.2. Características

Como fue explicitado en la definición del concepto Project Finance, la principal característica de esta herramienta es que el repago de la deuda hacia el financiador se realiza con los flujos de fondos que generará el proyecto. Asimismo, el deudor será una Sociedad Vehículo que tiene como objetivo exclusivo el estudio, desarrollo, operación y mantenimiento de un proyecto. Los fondos adquiridos a través del préstamo también deberán tener como destino exclusivo estos fines y no otros.

La garantía principal del acreedor son los activos adquiridos, contratos, permisos, derechos e intereses que componen el proyecto, así como las acciones, cuotas sociales o derechos de participación de la SV. Los acreedores no tienen una garantía (Project Finance sin recurso), o tienen una garantía limitada (Project Finance con recurso limitado) contra los sponsors, que son los propietarios directos e indirectos de los derechos de participación de la SV.

La constitución de un PF Implica una ingeniería financiera, que debe relacionar los distintos contratos de construcción, operación, mantenimiento, financieros y seguros asignados, de forma de asignar el riesgo entre las distintas partes asegurando un equilibrio entre las ganancias y los riesgos incurridos. El proyecto debe generar flujos de fondos constantes para cubrir los costos de construcción y operación, pero también el repago del préstamo. Esto último se puede dar a través de un contrato a largo plazo con alguna entidad privada o pública que se compromete a comprar el producto del proyecto a un precio estipulado o con una concesión dada por alguna entidad estatal que asegura al desarrollador del proyecto cobrar un canon por un largo plazo. Ejemplo de ello pueden ser peajes de una carretera, tarifas portuarias o aeroportuarias, o peajes de flujo de agua, combustibles o electricidad. Normalmente, el plazo para repagar la deuda es extenso, por lo menos diez años, llegando en muchos casos a los 20 años o más.

Por otra parte, existen algunos conceptos que son característicos de una estructura de PF. Por mencionar alguno de los más importantes, se puede destacar las Cláusulas de Bancabilidad, que son aquellas condiciones estándar que exigen los financiadores para otorgar los créditos a la inversión. Entonces un proyecto es "Bancarizable" cuando reúne las condiciones para tener acceso al préstamo. Por otro lado, se tienen los análisis de viabilidad, riesgos y due Diligence del emprendimiento. El primero de ellos consiste en todos los estudios que realiza el inversionista en forma previa a la aprobación del proyecto y que luego deberán ser remitidos al financiador. Estos son de carácter técnico y financiero, lo que incluye estudios de mercado, normativos, ingeniería y un flujo de fondos detallado y conservador. El análisis de riesgos consiste en el proceso de identificación, caracterización de la probabilidad de ocurrencia y valoración de impacto, de las situaciones que el inversionista entiende que pueden

ocurrir y generar algún perjuicio para el proyecto. Conocida las mismas, se valoran los riesgos y se definen los planes de mitigación correspondientes, a los efectos de que salvaguardar los intereses del proyecto, que son compartidos tanto por el inversor como el prestamista. Este análisis es fundamental para el financiador, ya que comienza a tomar conocimiento real sobre las posibilidades de que no pueda recuperar el dinero prestado. Por último, se puede destacar el proceso de Due Diligence, que corresponde a todo el análisis técnico, ambiental, legal y financiero, pero que en este caso es llevado a cabo por el financiador o por asesores expertos contratados por el mismo. En este proceso se chequea toda la información suministrada por el inversionista, se visitan los sitios del emplazamiento, se verifican los contratos vigentes y se solicitan todos los ajustes al proyecto que el prestamista entienda necesario realizar para aprobar el préstamo. En el Anexo 4 se profundiza sobre todos estos conceptos característicos del PF.

6.3. Diferencias entre Project Finance y Préstamo Corporativo

El préstamo corporativo se puede otorgar a un deudor que participa en diversas actividades al mismo tiempo, con diferentes negocios, objetivos, productos y servicios. En este sentido, el préstamo solicitado puede tener un destino específico o no. El repago de la deuda se hace a través de las utilidades que genera el deudor de todas sus actividades, sin importar de donde provengan o donde haya utilizado el dinero solicitado en el préstamo. Los acreedores tienen como garantía el patrimonio total del deudor y no está limitado a los activos de un proyecto determinado o de una unidad de negocio específica.

Generalmente no existe la figura del sponsor, salvo que una filial del deudor otorgue una fianza u otro tipo de garantía. Los sponsors no participan del riesgo de un proyecto determinado, sino que son responsables por el repago del préstamo en caso de que otorguen alguna de las garantías mencionadas. Por su parte, los acreedores no analizan ni aprueban los contratos de la actividad o negocio del deudor, ya que el cobro del préstamo no depende de la una actividad o proyecto, sino del bienestar financiero y económico del deudor. Esto significa también, que, al no depender de los flujos de fondos de un proyecto, los plazos para la cancelación del principal asociados a la deuda, pueden ser más breves.

6.4. Ventajas y Desventajas del Project Finance

Evidentemente la figura del Project Finance tiene determinadas ventajas frente a los préstamos corporativos, lo que motiva el esfuerzo en crear este tipo de estructuras. Desde el punto de vista del inversionista, este tipo de proyectos permite un alto grado de apalancamiento, por lo que cuánta más deuda haya, más apalancada estará la entidad. Si dicho apalancamiento se usa debidamente, los accionistas y sponsors podrán obtener un mayor retorno por cada dólar invertido en la sociedad. Otra ventaja del PF es el bajo costo de financiamiento para el plazo que se maneja, lo que permite que los bienes o servicios que ofrece la Sociedad Vehículo sean más competitivos o puedan sacarle mayores dividendos. Esta característica de bajo costo de financiamiento se obtiene gracias a toda la mitigación y gestión de riesgos que se

mencionaron anteriormente, la cual se apoya sustancialmente en contratos firmes que dan razonables certezas sobre los flujos futuros. Está claro que, si los riesgos que debe enfrentar el proyecto son menores o más controlables, existe mayor posibilidad de que obtengan los flujos pronosticados y hacer frente a sus pasivos.

Otro motivo en favor del PF es la capacidad de endeudamiento del sponsor. El hecho de crear un Sociedad Vehículo normalmente independiza al sponsor de sus líneas de crédito corporativas, permitiéndole una mejor gestión de su negocio. Sumado a esto, podemos destacar la limitación del riesgo del sponsor, ya que esta estructura separa los negocios del inversionista. Esto significa que, si al proyecto bajo la figura de PF le va mal, los acreedores no podrán recurrir al patrimonio del sponsor, o de forma contraria si el sponsor tiene dificultades financieras esto no podrá afectar al PF.

Adicionalmente a estos beneficios, tenemos que dos o más sponsors pueden unirse en un Joint Venture o consorcio, e invertir su capital en una sociedad vehículo. De esta forma empresas con diferentes rubros pueden asociarse con un fin común, como es el ejemplo del Grupo Vía Central S.A que se mencionó anteriormente. Además, en este tipo de proyectos los activos a financiar normalmente tienen un costo muy alto, difícil de recuperar a corto plazo y más difícil aún si se tiene que hacer frente a la devolución de un préstamo. Por lo tanto, el hecho que los PF permitan financiamiento a largo plazo es una ventaja fundamental y de las más valoradas, que no solo permite abonar la cuota de préstamo en un mayor plazo, sino que también a un precio de financiamiento preestablecido.

Así como el PF tiene ventajas para los inversionistas, también lo tiene para terceros. En primer lugar, tenemos a los que perciben los beneficios del proyecto, que gracias a las bondades del financiamiento, en muchos casos pueden acceder a un menor costo de los productos y servicios. De cualquier forma, esta ventaja es relativa y deberá analizarse para cada caso, ya que, si bien hay una reducción de costos por este lado, el PF también tiene asociadas otras erogaciones que podrían competir en monto con el costo de financiamiento. Adicionalmente, los PF son atractivos para el financiamiento internacional, lo que hace que el gobierno lo vea con buenos ojos para alcanzar un nivel de obras y desarrollo superior al que podría realizarse con fondos internos. Por último, otro de las ventajas para terceros es el Due Diligence y el constante monitoreo brindado por especialistas internacionales que ayuda a que la realización de proyectos sea exitosa.

Sin embargo, el Project Finance también requiere una carga de trabajo adicional, que vale la pena resaltar. En primer lugar, se requiere realizar una estructura particular, Sociedad Vehículo, para desarrollar el proyecto. Esto requiere de mucho trabajo de especialistas, creación de estatutos, definición de representantes y otra serie de requisitos adicionales. Asimismo, como ya se ha mencionado, la verificación de los flujos de fondos proyectados, la revisión de los contratos, la decisión de las características técnicas y demás riesgos del proyecto implican un tiempo de revisión muy importante, que en definitiva terminan derivando en costos del proyecto. Solo el proceso de Due Diligence requiere de gastos importantes. A esto debemos sumarse

todos los equipos de especialistas, muchos de ellos contratados especialmente para tareas de control y de auditoría, que participan durante los procesos de aprobación del financiamiento y en forma posterior al mismo. Hablamos de equipos multidisciplinarios de abogados, contadores, ingenieros y economistas. Por último y en particular para el inversionista, se destaca en algunos casos las dificultades para alcanzar las cláusulas de bancabilidad, que se presentan a continuación.

6.5. Project Finance para Parques Eólicos en Uruguay

Gracias a la entrevista mantenida con la Coordinadora Financiera de Proyectos Eólicos de UTE, Cra. Lourdes Vaz, nos hemos interiorizado en la reciente experiencia que ha tenido UTE en el desarrollo de Parques Eólicos mediante Project Finance. Cabe destacar que el ente ha llevado a cabo varios emprendimientos eólicos bajo diferentes modalidades de estructuras financieras, pero todas con un factor en común, la necesidad de contar con fondos para la inversión de los activos. Lo interesante de estos proyectos, son los diferentes mecanismos o vehículos que se han gestionado para la construcción de estos parques, teniendo en cuenta que al día de hoy nos encontramos con los siguientes casos: Los parques Eólicos Caracoles y Juan Pablo Terra son 100% propiedad de UTE (préstamos corporativos), Artilleros es una Sociedad Anónima cerrada, Pampa y Colonia Arias son Fideicomisos Financieros, Valentines es una Sociedad Anónima Abierta y Palomas se ha financiado mediante un Leasing Operativo. En definitiva, UTE ha llevado a cabo diferentes soluciones para inversiones de características similares.

Es importante mencionar que la selección de diferentes alternativas se debió principalmente a la necesidad de liberar espacio fiscal en las inversiones del ente, no solo para no utilizar fondos propios, sino también para no comprometer en deuda al Estado. Esta es la razón principal por la cual se dio uso a las SV en Pampa, Arias, Artilleros y Valentines, que son entidades en que UTE tiene una porción menor (salvo Artilleros que cuenta con el 50%) de las acciones o participaciones. Sin embargo, estas estructuras no impedirán que UTE sea el principal sponsor del proyecto, liderando completamente el desarrollo técnico, construcción y posterior operación y mantenimiento de los emprendimientos. De todas maneras, la elección entre las distintas opciones de vehículos dependerá no sólo de la situación particular de cada proyecto, sino también, de las características propias de las estructuras y vehículos, tales como la propiedad, gestión, costos y destino final del activo.

A los efectos del presente trabajo, no se ahondará en las características estructurales de las distintas soluciones planteadas, sino que en base a la información disponible proporcionada por la Cra. Vaz y la experiencia del ente en estos proyectos, identificaremos algunas ventajas y desventajas de cada estructura.

En relación a los parques Eólicos Caracoles y Juan Pablo Terra que son propiedad total de UTE, la característica principal es que no se financiaron mediante modalidad PF, sino que mediante un préstamo para UTE. En este caso la ventaja principal es que UTE tiene autonomía total para tomar las decisiones del proyecto, sin tener necesidad de solicitar autorización a otros accionistas o financiadores. Además, estos casos que se

financiaron a través de préstamos corporativos han conseguido muy buenas condiciones de financiación, tanto en plazos como en tasas de interés. Esto se debe a que detrás de estos emprendimientos se encuentra el Estado, que brinda garantías gubernamentales que permiten acceder a estas condiciones. Sin embargo, en este caso tuvo que emplear sus fondos propios y endeudarse para llevar adelante estos parques Eólicos, lo que es un factor no deseado de acuerdo a los lineamientos recibidos por el Ministerio de Economía.

Sobre el Parque Eólico Palomas, que se financió bajo la modalidad de un Leasing Financiero, UTE se ha comprometido a pagar una cuota fija para hacer uso de las instalaciones por los próximos 20 años. Si bien para el organismo estatal esta modalidad de financiamiento implica abonar únicamente una cuota fija anual, el desarrollador del proyecto tuvo que conformar un PF para financiarse, creando para ello una Sociedad Anónima (Nicefield S.A) para esta inversión. En este caso se ha visto de primera mano las potencialidades del PF, ya que la casa matriz de sponsor y único accionista de Nicefield S.A ingresó en concurso de acreedores durante la construcción del proyecto y esta situación no afectó en absoluto la ejecución del proyecto, de hecho, luego se vendió la Sociedad Anónima a otro inversionista sin mayores problemas. Desde el punto de vista de UTE, el Leasing Financiero tiene la ventaja de que el propietario del parque terminará siendo UTE, lo que le da una importante autonomía para la toma de decisiones. A su vez, los riesgos están acotados, dado que se conoce exactamente cuánto es la cuota fija a abonar y con cierta certeza cuál es la generación de energía, que es la unidad de medida que genera los ingresos del proyecto. De cualquier forma, se vio claramente que esta solución es muy cara, en comparación a las demás. El motivo es que detrás del proyecto no solo hay un financiador, sino también un inversionista intermediario (en este caso Nicefield S.A), con el deseo de tener un rédito económico a una tasa de descuento sensiblemente superior a las de un banco, por ejemplo.

Sobre las Sociedades Anónimas y Fideicomisos Financieros que se utilizaron en los ejemplos mencionados, podemos destacar que comparten estructuras similares y por ende elementos comunes. Como ventaja tenemos la potencialidad de obtener financiamiento bancario mediante PF, con costos, condiciones y ventajas similares para ambos tipos de SV. Además, tanto las Sociedades Anónimas como los Fideicomisos Financieros, cuentan con la posibilidad de colocar financiamiento en el mercado de valores, como efectivamente se hizo en los casos de Pampa, Arias y Valentines. Esto ha permitido contar con financiamiento relativamente económico ya que los inversionistas sabían que detrás se encontraba el apoyo estatal, así como también brindar la posibilidad a que pequeños ahorristas y AFAP puedan ser parte de los proyectos. En este caso, como diferencia principal tenemos las normativas relacionadas a la distribución de dividendos, donde las SA tienen restricciones muy fuertes en este sentido, permitiendo únicamente repagar a sus accionistas en base a los resultados del ejercicio. Esto imposibilita distribuir los flujos que compensan las amortizaciones de activos fijos y por tanto la sociedad se ve obligada a gestionar un rescate de capital que tiene asociado una gestión engorrosa. Si bien el Fideicomiso

también debe reconocer estas pérdidas en sus estados contables, puede distribuir entre los tenedores de participación estos flujos de fondos.

Otras consideraciones a tener en cuenta en relación a estos dos tipos de SV son los costos de cada una de las estructuras. Las SA tienen costos de conformación más elevados de acuerdo a lo indicado por la Cra. Vaz, debido a las erogaciones relacionadas con asesoramiento externo, publicaciones, reforma de estatutos, registro ante organismos, etc. Sin embargo, en lo que refiere a costos de gestión, los vehículos no presentan grandes diferencias. Estamos hablando de gastos de dirección, administrativos, de contralor, auditorías, seguimiento, etc. Por último, en los aspectos tributarios tampoco hay grandes diferencias, encontrado igualdad de condiciones respecto a los beneficios fiscales brindados por la Ley 16.906 de Promoción de Inversiones. En estos casos se pueden exonerar los tributos de importación de bienes no competitivos con la industria nacional, otorgamiento de un crédito por el IVA para bienes y servicios nacionales, exoneración de IRAE por un monto de la inversión y exoneración de impuesto al Patrimonio para los bienes de obra civil.

Por otra parte, los aspectos relativos a la organización sí presentan diferencias entre estos dos vehículos. Mientras que las SA requieren designación de autoridades, órganos de control y características especiales de los integrantes del directorio, los Fideicomisos no tienen estas exigencias. De hecho, muchas de las tareas las realiza el propio Fiduciario, que para los parques Pampa y Arias fue RAFISA S.A. Asimismo, también hay diferencias relacionadas a la propiedad de las instalaciones. En la SA los propietarios de los activos serán los tenedores de acciones en todo momento, mientras que en un Fideicomiso una vez finalizado el contrato, los participantes pierden su propiedad en favor del Fideicomitente, que en este caso sería UTE. En otras palabras, para la toma de decisiones los fideicomisos son más eficientes que las SA.

En definitiva, se puede concluir que el uso de vehículos con propósito especial ha sido muy favorable para los intereses del organismo en los últimos tiempos, permitiendo llevar a cabo obras e inversiones que han ayudado a la transformación de la matriz energética del país. Los vehículos de propósitos especiales tienen una alta versatilidad que hace que sean alternativas interesantes para la puesta en marcha de este tipo de proyectos, pero además, son estructuras fácilmente bancarizables, es decir que los financiadores están dispuestos financiar esos vehículos o que se pueden obtener costos y plazos convenientes.

Desde el punto de vista de UTE y luego de transitar este largo camino, el vehículo financiero que mejor se ha adaptado a los proyectos realizados ha sido el Fideicomiso Financiero. Este tipo de vehículo ha representado una estructura financiera altamente apalancada tanto en Pampa como en Arias, con alrededor de 70% de deuda financiera a largo plazo y 30% de capital propio, optimizando el costo promedio del capital y generando una mayor rentabilidad para el proyecto. La creación de un fideicomiso financiero no presenta grandes dificultades administrativas, no requiere autorizaciones especiales ni tampoco genera altos costos para su realización. Además, los fiduciarios aportan recursos y conocimiento, logrando que los proyectos sean eficientes y que su

costo sea razonable, no requiriendo para UTE el aporte de estos recursos propios, materiales ni personal de la empresa. Por último, se destaca como gran ventaja del Fideicomiso Financiero frente a otras alternativas la disminución de la incertidumbre y riesgos en cuanto a la propiedad y destino de los activos, ya que, finalizado el plazo del proyecto, se desentienden completamente de las instalaciones.

7. Conclusiones Finales

Del análisis y relevamiento del mercado, se puede concluir que existen tres grandes fuentes de financiamiento para empresas y proyectos a mediano y largo plazo en Uruguay. Estas son el sistema bancario, el mercado bursátil y los organismos multilaterales.

El sistema bancario es la fuente más utilizada en términos de cantidad de préstamos otorgados para estos fines, contando con una oferta variada que se ajusta a las necesidades de los clientes. La mayoría de los bancos de plaza, tanto privados como el oficial, ofrecen créditos que pueden llegar hasta los 6 u 8 años y por montos que varían en función de la capacidad de crédito de cada cliente. Factores relacionados a las características del mercado uruguayo como la alta tasa de inflación, tamaño reducido del mercado y la situación regional, son evaluados por los bancos a la hora de otorgar préstamos a mediano y largo plazo. La evaluación de estos factores y el análisis crediticio de cada cliente, son los que ayudan a determinar las garantías, el uso de la unidad indexada, restricciones en plazos mayores a 8 años y las tasas de interés utilizadas, que rondan entre un 4% y 7.5% en dólares. La banca pública es la que tiene mayor participación en el sistema bancario y cuenta con mayores opciones que la banca privada para el financiamiento a mediano y largo plazo, tanto en monto como en plazos.

Por su parte, el mercado bursátil es fuente de financiamiento a mediano plazo para las empresas, aunque en nuestro país en menor proporción que el sistema bancario. Del análisis realizado, observamos que la mayor parte de los movimientos realizados son de valores públicos (letras y bonos), mientras que la operativa de los valores privados (obligaciones negociables y fideicomisos financieros) son marginales en relación a la operativa total del mercado de valores. Si bien estos instrumentos son una opción de financiamiento por parte de las empresas, son de las que menos se utilizan en Uruguay dado el alto costo de acceder al mismo en función de los requisitos exigidos. De acuerdo con los registros de la Bolsa de Valores de Montevideo, son muy pocas las empresas que emiten obligaciones negociables, así como tampoco se han conformado muchos fideicomisos financieros.

Respecto a los organismos multilaterales, existen algunos que participan en forma activa en Uruguay financiando proyectos de largo plazo. El BID y CAF son los organismos de mayor actividad en el país, manteniendo carteras que entre ambos superan los 3 mil millones de dólares. Sin embargo, este financiamiento normalmente

está destinado a grandes emprendimientos a largo plazo, tanto en las áreas de energía, infraestructura, saneamiento y comercio y no así a empresas y proyectos de menor porte.

Por último, cabe destacar que en los últimos años Uruguay ha tenido un importante impulso en el desarrollo de proyectos de gran envergadura como son los Project Finance, como estructura para alcanzar el financiamiento de proyectos. Si bien esta herramienta no es una fuente de financiación por sí misma, a través de diferentes vehículos tales como sociedades anónimas o fideicomisos financieros, diversos proyectos en Uruguay han logrado acceder a los fondos necesarios para llevar a cabo sus inversiones. De hecho, es una modalidad que está en pleno auge y le permitirá a Uruguay seguir accediendo a financiamiento para grandes proyectos que de otra manera sería difícil acceder. De la información que hemos obtenido, el vehículo financiero que mejor se adapta a estos proyectos, es el fideicomiso financiero.

8. Bibliografía

Sitios web consultados:

Banco Central del Uruguay

<https://www.bcu.gub.uy/Paginas/Default.aspx>

Banco de Desarrollo de América Latina. CAF

<https://www.caf.com/>

Banco Interamericano de Desarrollo. BID

<https://www.iadb.org/es>

Bolsa Electronica de Valores

<https://web.bevsa.com.uy/Default.aspx>

Bolsa de Valores de Montevideo

<https://www.bvm.com.uy/>

Investing. com Español – Finanzas, Noticias y Bolsa de Valores United States Bonds

<https://www.investing.com/markets/united-states>

Ley 17.703. Ley de Fideicomiso

<https://www.impo.com.uy/bases/leyes/17703-2003>

Ley 16.906. Interés Nacional, Promoción y Protección. Dictanse normas referidas a las declaraciones de las Inversiones realizadas por inversores Nacionales y Extranjeros en el territorio nacional.

<https://www.impo.com.uy/bases/leyes/16906-1998>

Ley 18.212. Ley de tasas de interés y usura. Regulación de las operaciones de crédito.

<https://www.impo.com.uy/bases/leyes/18212-2007>

Ley 18.627. Mercado de Valores. Normas para su regulación.

<https://www.impo.com.uy/bases/leyes/18627-2009>

Norma particular 3.8. Norma para la Clasificación de los Riesgos Crediticios. Banco Central del Uruguay

https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Bancos/Normas%20Contables%20y%20Plan%20de%20Cuentas/ernp_normas.pdf

Recopilación de Normas del Mercado de Valores. RNMV

https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Paginas/Reordenamiento_Merval.aspx

Reporte del Sistema Financiero del Uruguay. Banco Central del Uruguay

<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Reporte-Estabilidad-Financiera.aspx#InplviewHash8f3ef59f-4856-4532-9103-1644057c28e6=>

Riesgo País

<https://www.ambito.com/contenidos/riesgo-pais-uruguay.html>

Riesgo País

<https://www.bloomberg.com/>

Bibliografía consultada:

Ramos Olano, Sebastián. Financiamiento de Proyectos (Project Finance). La Ley Uruguay, 2017.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey F. Finanzas Corporativas. México: McGraw-Hill, 2009.

9. Anexo 1: Información Complementaria del Sistema Financiero

Las siguientes gráficas y tablas contienen información complementaria del sistema bancario y mercado bursátil, proporcionado por el Reporte del Sistema Financiero que emite la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU. Toda la información presentada corresponde al ejercicio 2018, con cierre 31 de diciembre.

9.1. Información General Bancos de Plaza

Tabla 1: Activo, Pasivo y Patrimonio del Ejercicio en millones de USD

Tipo de Institución	Nº. de Instituciones	Activo	Pasivo	Patrimonio
Bancos Públicos	2	19.013	16.287	2.727
Bancos Privados	9	18.489	16.928	1.561
ST Sistema Bancario	11	37.502	33.214	4.288
Cooperativas	1	23	18	5
Casas Financieras	1	49	35	14
Inst. Financieras Externas	1	36	26	10
Adm. Grupos de Ah. Previo	1	25	22	3
ST Otros Int. Financ.	4	134	101	33
Total	15	37.636	33.315	4.321

Tabla 2: Resultados del Sistema Bancario al Cierre del Ejercicio en millones de USD

	Dic-18	Dic-17	Dic-18	Dic-17
	\$ millones		Int. Ganados 2017=100%	
Intereses Ganados	66.105	57.543	115%	100%
Intereses Perdidos	-12.201	-10.817	-21%	-19%
Valores (Neto)	5.197	4.149	9%	7%
Operaciones a Liquidar (Neto)	612	-473	1%	-1%
Previsiones	-6.388	-5.899	-11%	-10%
Margen Financiero Neto	53.325	44.503	93%	77%
Margen por Servicios	11.509	10.936	20%	19%
Resultado Bruto	64.834	55.439	113%	96%
Gastos de Funcionamiento	-43.990	-41.654	-76%	-72%
Resultados Ops. Cambio	4.829	4.726	8%	8%
Otros resultados operativos	-136	266	0%	0%
Resultado de explotación	25.538	18.777	44%	33%
Res. extraord. y ej. Ant.	-534	191	-1%	0%
Diferencia de Cambio	4.802	-598	8%	-1%
Resultado Ajuste Inflación	-	-	0%	0%
Resultado antes de IRAE	29.806	18.370	52%	32%
IRAE	-5.200	-5.775	-9%	-10%
Resultado del ejercicio	24.607	12.595	43%	22%

Gráfico 1: Créditos en Moneda Nacional por Sector de Actividad

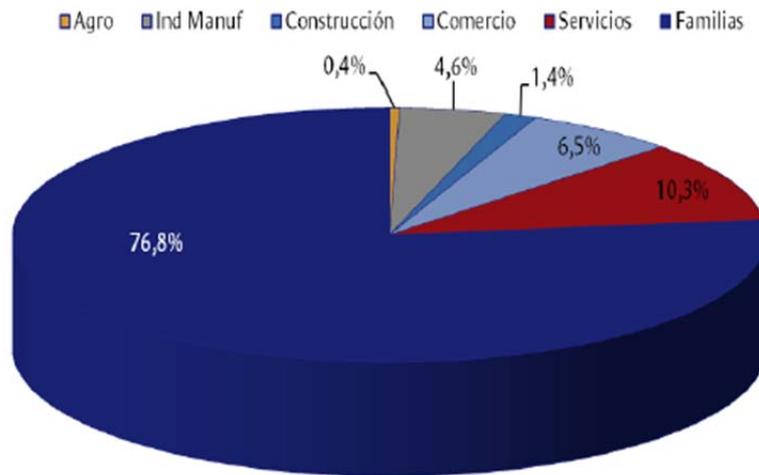


Gráfico 2: Créditos en Moneda Extranjera por Sector de Actividad

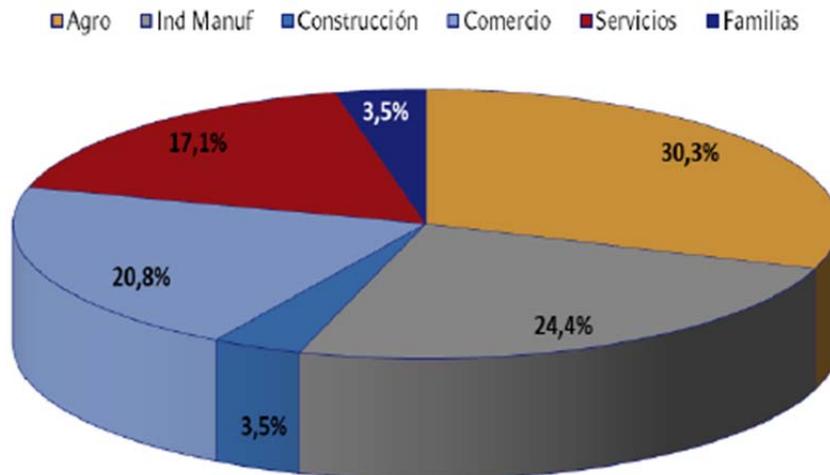


Gráfico 3: Tasa de Interés en Dólares en Moneda Extranjera

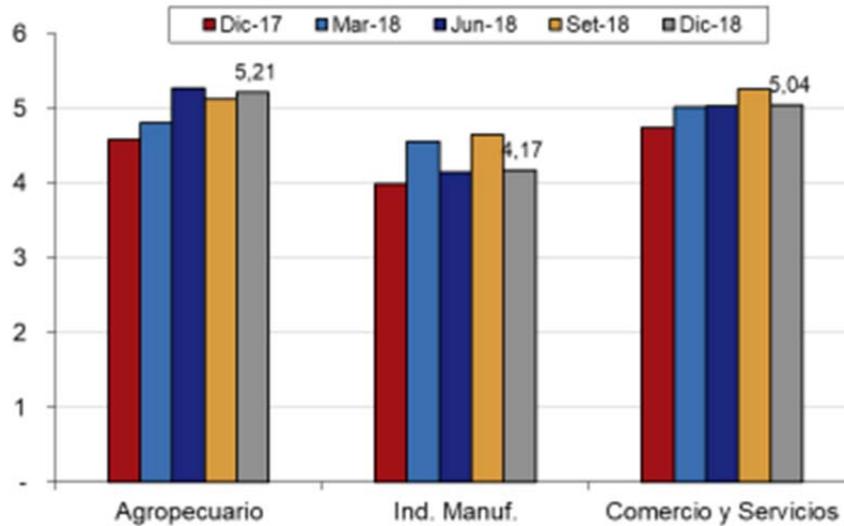
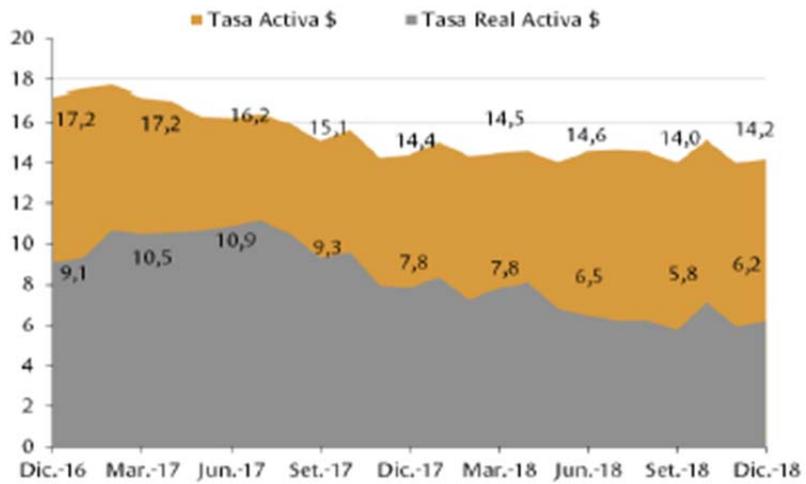


Gráfico 4: Tasa de Interés Real y Nominal en Pesos



(*)La tasa de interés real se calculó utilizando la inflación efectiva del período.

Gráfico 5: Evolución Riesgo País (pbs)



9.2. Información Desglosada por Bancos

Tabla 3: Activo, Pasivo y Patrimonio de Bancos en millones de USD

Institución	Activo	Pasivo	Patrimonio
B.R.O.U.	17.106	15.269	1.837
B.H.U.	1.908	1.018	890
Bancos Públicos	19.013	16.287	2.727
Banco Santander	5.169	4.732	437
Banco Itaú	4.447	3.997	450
B.B.V.A.	3.298	3.062	236
Scotiabank	3.069	2.856	212
HSBC	1.164	1.083	81
Citibank	502	439	63
Heritage	323	292	31
Bandes Uruguay	407	365	42
Banco Nación Argentina	110	101	9
Bancos Privados	18.489	16.928	1.561
TOTAL	37.502	33.214	4.288

Tabla 4: Estructura del Activo de Bancos de Plaza

Institución	Disponible	Valores	Créd. Vig. SF y BCU	Créd. Vig. SNF	Créd. Venc.	Otros Activos
B.R.O.U.	23%	22%	24%	25%	1%	4%
B.H.U.	1%	4%	12%	80%	1%	3%
Bancos Públicos	21%	20%	23%	31%	1%	4%
Banco Santander	23%	5%	13%	56%	0%	3%
Banco Itaú	25%	8%	19%	45%	0%	2%
B.B.V.A.	24%	5%	12%	55%	1%	4%
Scotiabank	20%	18%	13%	45%	1%	4%
HSBC	21%	7%	7%	56%	1%	8%
Citibank	45%	6%	22%	25%	0%	3%
Heritage	28%	20%	14%	32%	1%	5%
Bandes Uruguay	56%	0%	7%	28%	1%	8%
Bco. Nación Argentina	36%	25%	26%	10%	0%	3%
Bancos Privados	25%	8%	14%	49%	1%	4%
TOTAL	23%	14%	19%	40%	1%	4%

Tabla 5: Resultados y Rentabilidad de Bancos de Plaza

Institución	Resultado	R.O.A	R.O.E.
B.R.O.U.	14.258	2,7%	26,9%
B.H.U.	1.720	2,8%	6,1%
Bancos Públicos	15.978	2,7%	19,7%
Banco Santander	2.675	1,6%	18,8%
Itaú	3.811	2,7%	27,3%
BBVA	1.170	1,2%	16,5%
Scotiabank	314	0,3%	5,0%
Citibank	528	2,9%	24,3%
HSBC	48	0,1%	1,8%
Banco Nación Argentina	-2	-0,1%	-0,7%
Heritage	80	0,7%	8,6%
Bandes Uruguay	5	0,0%	0,4%
Bancos Privados	8.629	1,5%	17,7%
T O T A L	24.607	2,1%	18,9%

9.3. Mercado Bursátil

Tabla 6: Operativa del Mercado Bursátil en millones de USD

	BVM	BEVSA	Extrabursátil	Total
Sector Público	391	12.113	16.933	29.437
Mercado Primario	0	678	16.933	17.611
Mercado Secundario	392	11.434	0	11.827
Sector Privado	292	22.797	13	23.091
Mercado Primario	214	22.759	13	22.987
Mercado Secundario	72	33	0	106
Val. Soberanos Extr.	5	5	0	10
Total	683	34.910	16.946	52.539

Tabla 7: Financiación de empresas a 3 años en millones de USD efectivamente integrado

Año	Obligaciones y fideicomisos	Financiación Bancaria	Total	% Merval
2010	75	368	443	17%
2011	89	462	551	16%
2012	189	434	623	30%
2013	298	721	1019	29%
2014	306	653	959	32%
2015	389	744	1133	34%
2016	118	926	1.044	11%
2017	440	773	1.213	36%
2018	375	716	1.091	34%

Gráfico 6: Mercado Primario y Mercado Secundario

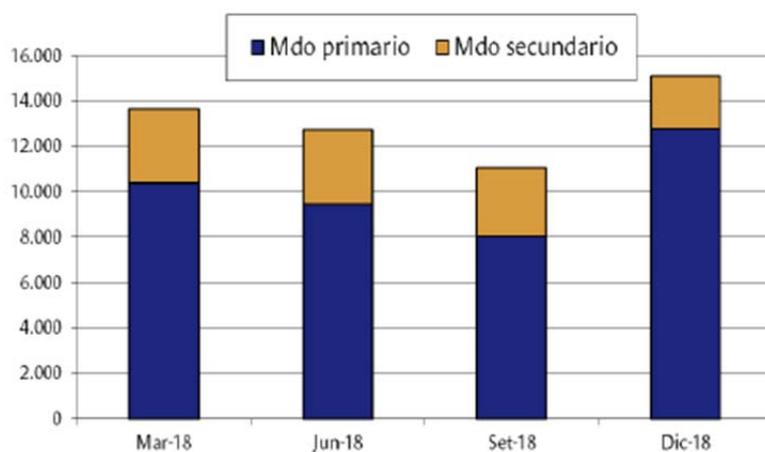


Gráfico 7: Estructura de Mercado de Valores Primario

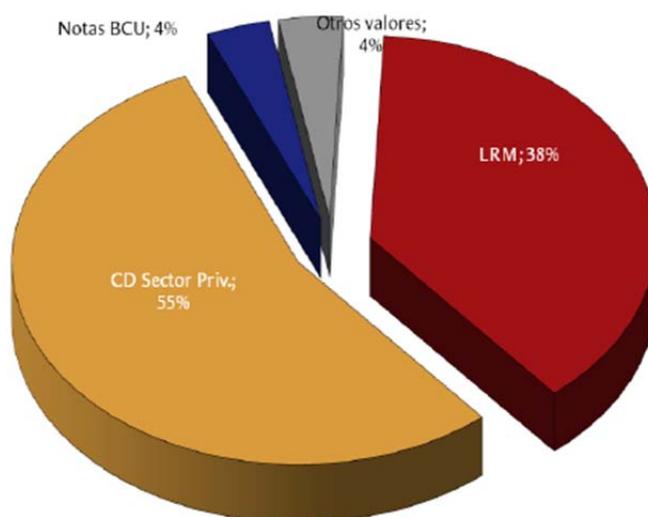
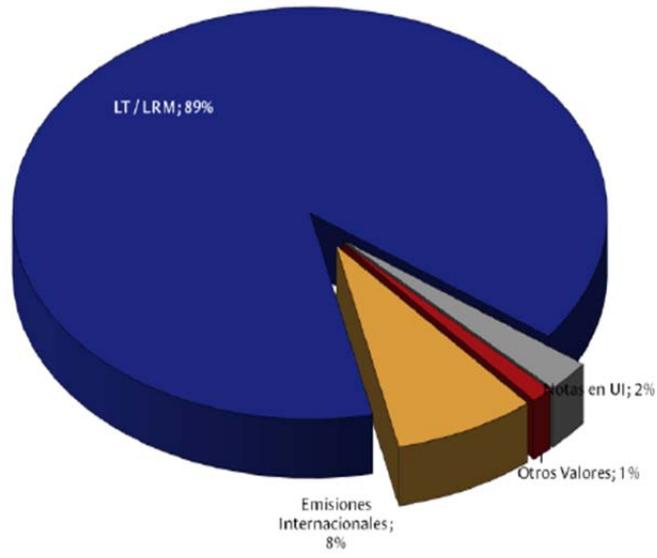


Gráfico 8: Estructura de Mercado de Valores Secundario



10. Anexo 2: Información Complementaria Organismos Multilaterales

Gráfico 9: Portafolio de BID en Uruguay al cierre de 2017 (Fuente: <https://www.iadb.org/es>)



Tabla 8: Portfolio de CAF en Uruguay a marzo de 2017 (Fuente: <https://www.caf.com/>)

Resumen anual de operaciones

Marzo 2017* (en miles de USD)

Aprobaciones

	Directo	Catalítico	Total
Aprobaciones para ejecución de programas/proyectos	30.000	0	30.000
Aprobaciones con fondos de cooperación	20	0	20
TOTAL APROBACIONES	30.020	0	30.020

Desembolsos

	Directo	Catalítico	Total
Desembolsos para ejecución de programas/proyectos	104.386	0	104.386
Desembolsos con fondos de cooperación	184	0	184
TOTAL DESEMBOLSOS	104.570	0	104.570

Cartera

	Directa	Catalítica	Total
Cartera para ejecución de programas/proyectos	998.285	54.205	1.052.489
Cartera para financiamiento de comercio/capital de trabajo	3.878	0	3.878
Cartera con recursos de FDH / FIDE	0	242	242
TOTAL CARTERA	1.002.163	54.447	1.056.610

11. Anexo 3: Consultas a Bancos de Plaza

11.1. Preguntas realizadas

- ¿Cuáles son las líneas de crédito que maneja el Banco para empresas y proyectos en Uruguay: corto plazo, largo plazo o ambas?
- ¿Qué otros productos de financiamiento ofrece el Banco para empresas y proyectos en Uruguay? ¿Leasing financiero?
- ¿Cuáles son los requisitos que una empresa debe cumplir para calificar a la hora de solicitar un crédito? Tanto para una empresa nueva como para una con años en el mercado.
- ¿Cuáles son las garantías que la empresa o proyecto debe tener para solicitar el crédito?
- ¿Cuáles son los montos y plazos que en promedio presta el Banco para las empresas y proyectos?
- ¿Cuáles son las tasas de interés y cómo las calculan?
- ¿Cuáles entiende el Banco, pueden ser los riesgos más importantes para una empresa que solicita un crédito?

12. Anexo 4: Información Complementaria de Project Finance

12.1. Definición Comité de Basilea

El Comité de Basilea en Supervisión Bancaria brinda la siguiente definición: “Project Finance puede adoptar la forma de financiamiento de un nuevo proyecto de capital, o el refinanciamiento de un proyecto existente, con o sin mejoras. En dichas transacciones, el prestamista es generalmente pagado únicamente o casi exclusivamente con el dinero generado por los contratos de la producción del proyecto, como la energía vendida por una planta de generación eléctrica. El deudor es generalmente una entidad especial vehículo que no está autorizada a llevar adelante ninguna otra función distinta de desarrollar, ser propietaria y operar el proyecto. La consecuencia es que el repago de la deuda depende principalmente del flujo de fondos del proyecto y del valor de los bienes del proyecto como garantía.”

Finalmente, es necesario también definir el concepto de Sociedad Vehículo (SV), o Vehículo Financiero. Esta, que en inglés se conoce como Structured Project Vehicle, es la estructura jurídica creada con el fin de llevar a cabo el proyecto de inversión, siendo la propietaria de los activos y la responsable de tener que afrontar los pasivos. Además, los accionistas o sponsors de esta Sociedad serían los beneficiarios de las utilidades que arroja el proyecto.

12.2. Esquema típico de un Project Finance

Este capítulo describe las estructuras típicas de un Project Finance, las cuales se desglosan en tres niveles según el campo de acción. En los anexos 1 y 2 se encuentran los detalles de estos esquemas para mejor comprensión.

12.2.1. Primer Nivel – Financiación del Proyecto

En este nivel de la estructura, se establece como la SV obtiene los fondos para llevar a cabo el proyecto. Se trata de la primera etapa que viabiliza el PF, donde se elabora la estrategia de la “ingeniería financiera” para cubrir los fondos necesarios. Estos pueden provenir de fuentes internas, es decir dinero proveniente de los accionistas, pero también de fuentes externas.

Los sponsors, que son los propietarios de los derechos de participación de SV, pueden ser uno o más de uno. En el segundo caso normalmente celebran contratos entre ellos donde definen los aspectos técnicos del proyecto, las mayorías para tomar ciertas decisiones, las limitaciones a la facultad de vender los derechos de participación a terceros y otra serie de definiciones de carácter técnico, comercial y contractual. Dentro de estas definiciones se encuentra el porcentaje de participación de cada uno de los accionistas, que de alguna manera (aunque pueden existir excepciones) determina el aporte de capital de cada uno de ellos, como fuente de financiamiento interno.

Además de los aportes de capital, es posible que los sponsors otorguen un préstamo a la SV que ellos han conformado, que no es otra cosa que un financiamiento externo con las mismas obligaciones que las demás fuentes de préstamo. Por el otro lado, están los prestamistas que no son propietarios de derechos de participación de la SV. Estos celebran un contrato con la sociedad vehículo de préstamo o apertura de crédito, donde los primeros ponen a disposición de la SV una parte sustancial de fondos para la construcción del proyecto. Es mediante esta relación donde se activa el concepto de Project Finance.

Los financiadores exigirán ciertas garantías a la sociedad vehículo, que en general son las siguientes:

- Una prenda sobre los derechos de participación de la SV (acciones, cuotas sociales, etc.).
- Una prenda sobre todos los componentes que conforman el proyecto.
- Una prenda o cesión de garantía de todos los créditos que la sociedad vehículo tenga contra la entidad que concedió el proyecto o que se obligó a comprar lo producido del proyecto.
- Una cesión en garantía y condicionada del contrato o concesión que otorga el derecho a la sociedad vehículo a construir el proyecto y a recibir una contraprestación, a favor de los financiadores.
- Acuerdos directos.
- Prenda de cuentas y fondos.
- Cesión general de créditos que el deudor tenga contra contratistas, compañías de seguros, avales, etc.

En último lugar, debe destacarse en este primer nivel que existe una línea que une a los prestamistas con los sponsors, la que normalmente es condición para que los primeros hagan desembolsos de fondos en la sociedad vehículo. Es decir que además de los contratos entre prestamistas y sociedad vehículo, también existirán contratos entre el prestamista y los sponsors, con el fin de estos último estén comprometidos con el éxito del proyecto y que también asuman los riesgos del proyecto. Estas exigencias normalmente son las siguientes:

- Que los sponsors aporten sumas de dinero para cubrir los sobre costos, ya sea de forma de aporte de capital o como préstamos subordinados.
- Limitación del derecho de los sponsors de vender su participación en la sociedad vehículo por un plazo mínimo que generalmente es el de la construcción del proyecto.
- Subordinación de cualquier derecho que los sponsors puedan tener contra el deudor, al derecho prioritario que tengan los financiadores.
- Obligación de los sponsors de tomar las medidas necesarias para que la sociedad vehículo haga la correcta construcción del proyecto.

Es importante destacar que en la práctica el financiamiento de los proyectos se da luego del segundo nivel, donde la sociedad vehículo obtiene el “Contrato del Proyecto”. Como veremos, este puede ser un contrato de participación público –

privada, concesión de servicio público, concesión de obra pública, contrato de obra pública o de una compraventa de energía eléctrica.

12.2.2. Segundo Nivel – Derecho a Construir el Proyecto

En este nivel es que se encuentran los contratos, permisos y concesiones que dan origen al proyecto. Este es el comienzo de toda la estructura, porque sin un proyecto no hay Project Finance. Estos contratos, permisos o concesiones son lo que aseguran el ingreso de flujos y los que garantizan la viabilidad del proyecto.

En este nivel es que la sociedad vehículo tiene derecho a construir un proyecto definido y donde se asegura un precio determinado a largo plazo por la obra construida, los servicios prestados o los bienes producidos a través del proyecto.

Los contratos mediante los cuales la sociedad vehículo puede obtener lo mencionado anteriormente son los siguientes:

- Contrato celebrado con una entidad estatal. Un ejemplo real, es un contrato de compraventa de energía eléctrica que la sociedad hace con la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE). Aquí la sociedad vehículo se compromete a construir una planta de generación eléctrica de alguna fuente y a vender la energía producida a UTE. Como contraprestación, la sociedad vehículo recibirá el precio acordado por la entrega de energía en el plazo determinado. Si por algún motivo la planta generadora está en condiciones de generar energía, pero UTE no desea tomarla porque tiene exceso de energía, este último deberá abonarla de todas maneras. Este tipo de cláusulas, son justamente las que fortalecen el PF, ya que dan mayor certeza sobre la creación de flujos y disminuyen los riesgos.
- Contrato celebrado con una entidad privada, por ejemplo el contrato de construcción de una planta regasificadora de gas natural líquido (LNG) y suministro de LNG con Gas Sayago S.A. La sociedad vehículo se compromete a construir la planta y suministrar LNG a Gas Sayago S.A por el precio y plazo acordado.
- Concesión otorgada por una entidad estatal, para construir y mantener de una obra determinada. Los ejemplos más comunes son las concesiones otorgadas por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) donde la sociedad vehículo está obligada a construir y mantener una ruta, terminal de pasajeros, terminal de carga, etc. Como contraprestación recibirá los peajes que se instalen en dicha carretera, las tasas de embarque estipuladas o el pago de un precio fijo por un plazo estipulado.
- Contrato de participación público-privada, por ejemplo, la construcción y administración (excepto la seguridad que está a cargo del Ministerio del Interior) de un centro penitenciario, o la construcción del Ferrocarril Central como mencionamos anteriormente. Como contraprestación la sociedad vehículo recibirá un precio fijo o variable, que podría ser la cantidad de plazas disponible en el establecimiento carcelario, o la disponibilidad del ferrocarril.

A los financiadores no les es indiferente estos contratos o concesiones, y por lo contrario, estos documentos son analizados a fondo y generalmente se solicitan cambios y acuerdos directos para ajustarlos a los requisitos de financiamiento que otorgarán. Estas modificaciones se denominan “requisitos de Bancabilidad” y consisten en condiciones mínimas que los contratos del nivel 2 deben tener para que el proyecto sea financiado por los prestamistas.

El interés de los financiadores en modificar los contratos o concesiones, se debe a que a diferencia del préstamo corporativo donde el respaldo lo brinda el deudor con determinada historia crediticia, en Project Finance son los flujos futuros de fondos que van a respaldar el proyecto. Por tanto, los financiadores se deben asegurar que tanto el precio acordado como la cantidad a demandar por la contraparte en el contrato, no se vean afectado sin su consentimiento. Si de un análisis financiero por parte del financiador, surge que hay riesgos importantes que pueden afectar negativamente los fondos, ya sea en acuerdo con la sociedad vehículo o de forma unilateral, este análisis quedará sin efecto y seguramente el prestamista no se manifieste de acuerdo en otorgar los fondos solicitados.

Este no es el único análisis que realizan los financiadores sobre los contratos o concesiones, ya que hay otros riesgos asociados que son analizados en forma previa. De estos, se puede destacar si los contratos otorgan un derecho a la Sociedad Vehículo asegurando un flujo de fondos, cuáles son las condiciones o derechos que tiene la sociedad vehículo para asegurarse la construcción del emprendimiento y otras cláusulas que puedan tener impactos significativos.

Por último, no podemos olvidar todos los permisos y otras consideraciones legales y administrativas que son necesarias para el desarrollo adecuado del proyecto. Muchas veces estos emprendimientos tienen afectaciones sociales y ambientales, requieren de habilitaciones de organismos estatales y se necesita verificar el cumplimiento de determinados hitos desde el momento de la creación del proyecto. Para verificar el cumplimiento de todos estos elementos, las entidades financiadoras desarrollan el proceso conocido como Due Diligence, que refiere a todo el análisis previo que realizan antes de firmar el financiamiento. Más adelante desarrollaremos este concepto.

12.2.3. Tercer Nivel – Construcción y Operación del Proyecto

En este nivel se encuentran los contratos en los cuales la sociedad vehículo llevará a cabo la construcción, operación y mantenimiento del proyecto. A estos se puede sumar algún otro contrato que sea relevante, como el arrendamiento de los terrenos donde se instalará el emprendimiento, el suministro de determinados equipos o los servicios técnicos de consultorías y auditorías de ingeniería y financieras.

En primer lugar, la sociedad vehículo celebrará un contrato de construcción, a los que se suma el suministro de equipos e instalación de los mismos en caso de ser necesario, así como también la puesta en servicio y los ensayos que verifican el correcto funcionamiento de todo el sistema. Luego de finalizada esta etapa, los proyectos

normalmente entran en la fase de operación y mantenimiento, que son todas las actividades que se realizan con el fin de alcanzar los flujos del proyectos durante toda su vida útil e inclusive más aún. En este sentido, la sociedad vehículo celebrará un contrato de operación y mantenimiento con estos fines, que podrá ser complementado con un contrato de administración de servicios para verificar y auditar al contratista anterior.

Al igual que los contratos o concesiones otorgados a la sociedad vehículo, los contratos de construcción, suministro, operación y mantenimiento no le son indiferentes a los financiadores. La fase de construcción es la más crítica y la que mayores riesgos presenta para los financiadores. Es la etapa donde se consume la mayor parte del dinero y no hay ingresos como para repagar la deuda. Si por algún motivo se paran las obras y no es posible finalizarlas (inclusive cambiando al contratista o sociedad vehículo), es probable que los financiadores no recuperen su dinero. De lo anterior, se desprende que los financiadores también participan de la negociación de esos contratos, y seguramente soliciten modificaciones para continuar con el proceso de financiamiento (cláusulas de bancabilidad).

Aquí comienzan a intervenir otros sujetos en el Project Finance, que son los asesores legales y fiscales de los financiadores que analizan los contratos y también un grupo de ingenieros con conocimiento técnico que analizan las características de construcción, suministros y estrategias de operación y mantenimiento. El objetivo es analizar los riesgos de la construcción y operación del proyecto y determinar quién se hará cargo de ese riesgo. En algún caso este riesgo quedará en manos de la sociedad vehículo y en otros bajo responsabilidad del contratista.

Por último y no menor, los financiadores tienen que asegurarse que se cumplan todos los requisitos técnicos, permisos y demás condiciones que se establece en el contrato o concesión del proyecto (nivel 2) y que son trasladados al contratista (nivel 3). Esto es lo que se denomina como back to back o espalda con espalda y establece que si en la concesión hay que cumplir con determinado requisito en determinado plazo, bajo sanción, los financiadores procurarán que esa responsabilidad sea asumida por contratista bajo la forma pactada que la concesión. De esta manera, este riesgo que estaba en la cabeza de la sociedad vehículo queda en manos del contratista y en caso de no cumplirse, la Sociedad Vehículo se verá beneficiada de una penalidad a computarse al contratista.

Por último, se debe destacar todas las exigencias que establecerán los financiadores en relación al desarrollo de la construcción y posterior operación y mantenimiento:

- Derecho a ser informados del avance del proyecto.
- Derecho a inspeccionar las obras.
- Derecho a subsanar cualquier incumplimiento de la sociedad vehículo, de modo de no parar las obras.
- Prohibición de la sociedad vehículo o del contratista a detener los trabajos o terminar el contrato de construcción sin el previo consentimiento de los financiadores.

Cesión del contrato por parte de la sociedad vehículo a favor de los prestamistas (o de un tercero que éstos designen) de modo de asegurar que el proyecto se termine de construir.

12.2.4. Esquemas típicos de un Project Finance

Gráfico 10: Esquema de Financiamiento de Proyectos (Fuente: Project Finance, Sebastián Ramos)

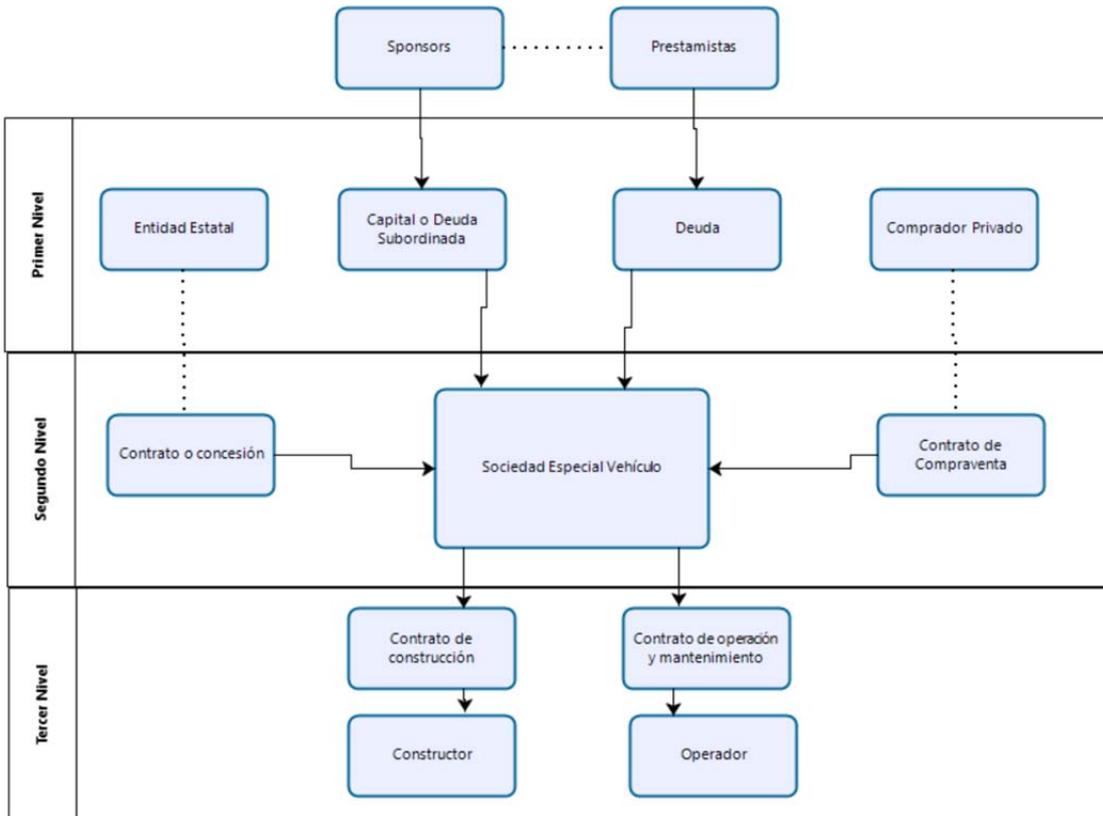


Gráfico 11: Esquema de un Parque Eólico (Fuente: Project Finance, Sebastián Ramos)

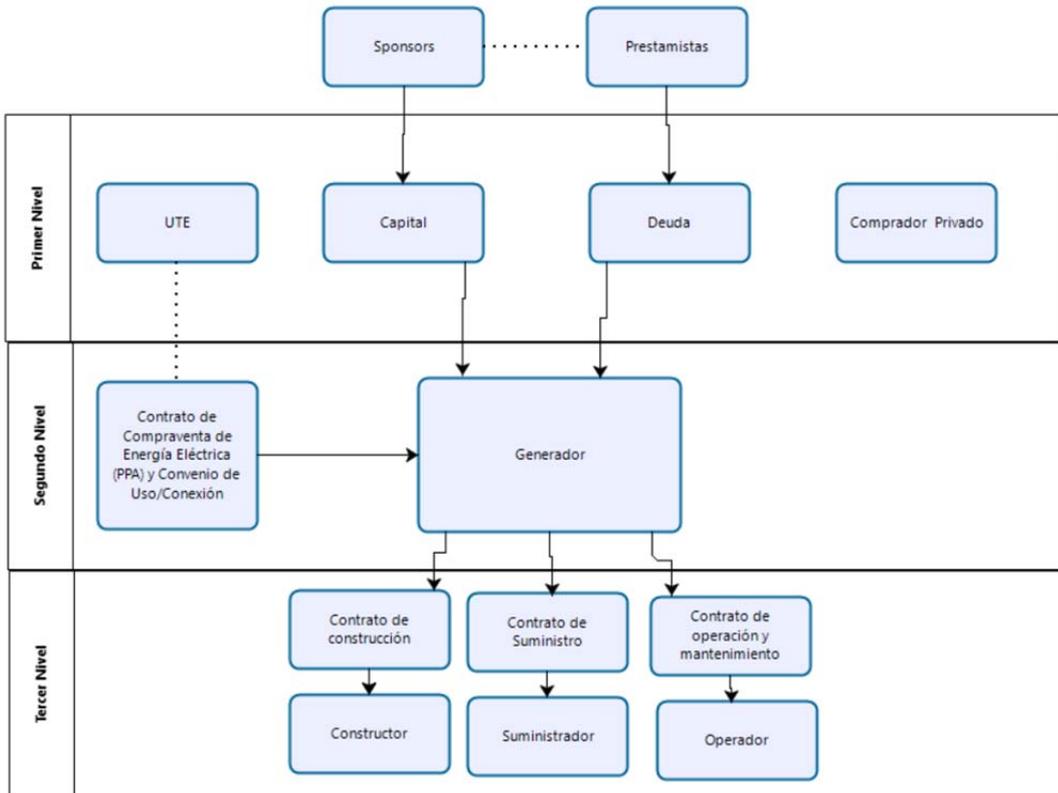
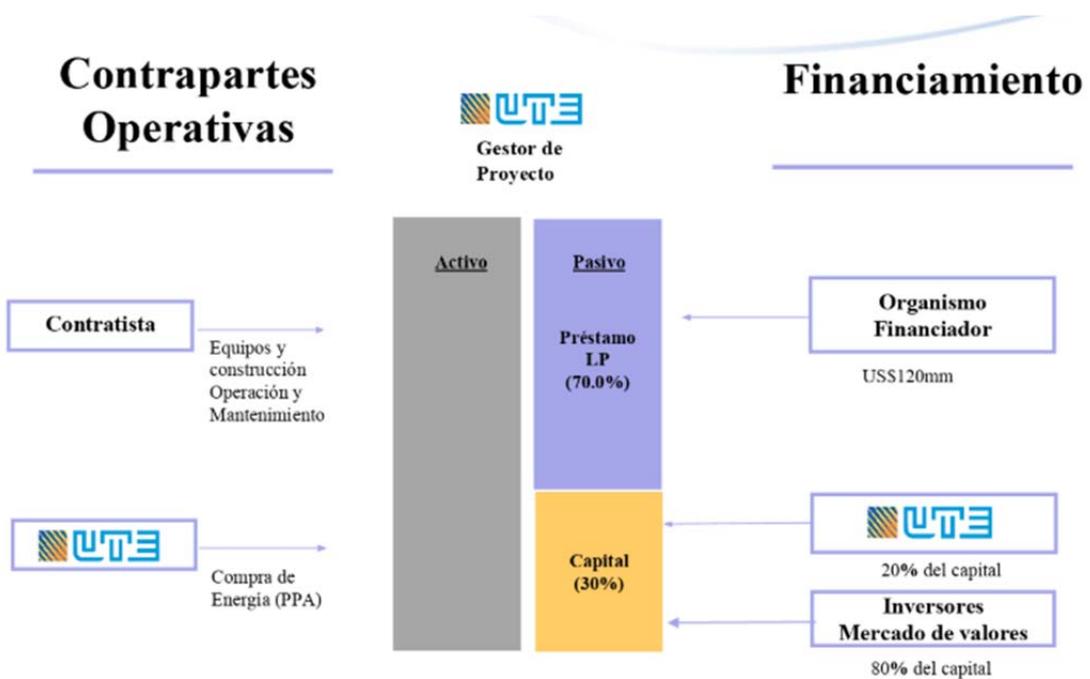


Gráfico 12: Estructura Financiera Vehículos Propósito Especial UTE (Fuente: Cra. Lourdes Vaz)



12.3. Cláusulas de Bancabilidad

Se considera que un proyecto es “bancarizable” cuando los prestamistas están dispuestos a financiar el emprendimiento. Para esto, los financiadores analizarán el contrato o concesión otorgada a la sociedad vehículo por la entidad, evaluando si las condiciones establecidas en el contrato protegen los intereses del particular, de los financiadores y si tienen en cuenta el cuidado de la sociedad y el medio ambiente. Se trata de cláusulas comunes en los contratos de financiamiento entre el prestamista y la Sociedad Vehículo, con la intención de que el primero reduzca sus riesgos. A modo de resumen, mencionaremos algunas de las cláusulas de bancabilidad que pueden celebrarse en los distintos contratos de PPA por su sigla en inglés (contratos de compraventa de energía eléctrica) y los contratos de PPP (Participación público – privada), como ejemplo de los PF más comunes en nuestro país.

- Mantenimiento de la ecuación económica-financiera: si las condiciones sobre las cuales acordaron el contrato de concesión cambian, éste se debería ajustar para que los términos y condiciones se mantengan durante todo el plazo del contrato o concesión. Se puede llevar a cabo modificando el contrato por todas las partes para que no cambien las condiciones, o que las partes se obliguen a negociar las modificaciones.
- Inexistencia de términos indebidamente onerosos para la SV: Los financiadores podrán aceptar multas o términos onerosos, siempre y cuando estos puedan ser trasladarlos a sus contratistas y subcontratistas. Estos últimos deberán tener una adecuada capacidad financiera y solvencia para hacer frente a esos términos onerosos.
- Riesgo en cambios de leyes: Puede suceder que la contraparte del deudor no sea la entidad que apruebe o modifique las leyes, que puedan significar un costo de construcción mayor. Sin embargo, sí pueden exigir que el deudor no sea el responsable ante tal situación, delegando este riesgo en el que conceda el contrato o de lo contrario exigirán algún tipo de garantía o seguro por este riesgo.
- Causas de Fuerza Mayor: Las causas extrañas no imputables a la SV suspenden el plazo del contrato, es decir que el contratista concesionario no debe soportar las consecuencias de un caso de fuerza mayor o hecho excusable no imputable, que impida recibir el precio del producto o servicio producido. Por esta razón, los financiadores solicitarán que se extienda el plazo del contrato por el mismo período que dure la causa extraña no imputable, y que mantenga el equilibrio económico financiero.
- Cesión de la concesión o contrato a un tercero: En caso de incumplimiento de particular y ante la ejecución de las garantías, los financiadores podrán transferir la concesión a un tercero.
- Ejecución de garantías no puede afectar la concesión: Si el titular del préstamo no paga la deuda y los bancos desean rematar sus acciones a un tercero para que continúe con el proyecto, esto no puede ser causal de terminación del contrato.

- Notificación a los financiadores de eventos relevantes: Los financiadores contratan expertos para llevar a cabo el control de la construcción, desarrollo y operación del proyecto. Dentro de las cláusulas del financiamiento, se exige la comunicación del cumplimiento de hitos importantes, incumplimientos y problemas ocurridos.
- Consentimiento previo para determinados actos: Los financiadores podrán solicitar como requisito para otorgar el préstamo, que para tomar determinadas medidas se deba solicitar consentimiento previo a los financiadores.
- Finalización anticipada de la concesión: El contrato podrá finalizar únicamente si el pago que recibe el particular es suficiente para repagar la deuda pendiente, sin importar si las causas se deben a incumplimientos de alguna de las partes o por causas de fuerza mayor. Los acuerdos que se realicen para terminar la concesión, (si está estipulado en contrato) no pueden ser expropiatorios.
- Derecho de subsanar incumplimientos en el contrato o concesión: Los financiadores se reservan el derecho de subsanar los incumplimientos del particular en el contrato de concesión, en caso de que estos están afectando los flujos del proyecto.

Otras exigencias: Se exige la inclusión del arbitraje internacional como mecanismo de solución de controversias, que los casos de fuerza mayor o caso fortuito no sean obligaciones de pago y que se estipule en el contrato la moneda a utilizar y los ajustes de precios.

12.4. Viabilidad del Proyecto, Riesgos y Due Diligence

12.4.1. Viabilidad

Como cualquier proyecto, en forma previa a aprobar su ejecución, los sponsors analizan la viabilidad del emprendimiento para garantizar que se obtengan los resultados esperados. De la misma manera, los financiadores analizarán el proyecto y la información provisionada por los sponsors, con el fin de saber si se está garantizado el repago de la deuda y que riesgos existen para que ello no ocurra. Para esto, contratarán a sus propios asesores. El análisis de viabilidad comprende un análisis de viabilidad técnico y un análisis de viabilidad económico-financiero.

12.4.2. Viabilidad Técnica

En el caso de viabilidad técnica, los sponsors y asesores de los financiadores tienen que asegurarse que el diseño y tecnología a utilizar haya sido empleada en otros proyectos con resultados satisfactorios. Además, deben comprobar que esta tecnología pueda ser utilizada en el sitio geográfico donde se va a localizar el proyecto y que esta sea compatible con las reglamentaciones locales. Es muy difícil que se apruebe un PF si se trata de un plan piloto o si se utiliza alguna tecnología que no esté probada. En definitiva, el objetivo es confirmar que se pueda desarrollar el proyecto en el tiempo

estipulado, que va a operar de acuerdo a lo planificado y que los costos presupuestados junto con los imprevistos posibles, van a asegurar la finalización de la obra.

12.4.3. Viabilidad Económica-Financiera

En términos financieros, un proyecto es viable económicamente cuando su valor presente neto o sus flujos de fondos actualizados al día de hoy son iguales o mayores a cero, para una determinada tasa de descuento. Para este caso, habrá que analizar cuál será el precio de los bienes que producirá el proyecto y la cantidad que producirá en toda su vida útil. Puede haber tres formas de fijar el precio, la primera es que sea determinado por el mercado sin un comprador asegurado, teniendo que analizar la demanda, los bienes sustitutos en el mercado y su método de ajuste. La segunda alternativa es que el bien no tenga productos sustitutos y que su precio sea fijado de antemano, como por ejemplo un peaje, donde habrá que estudiar la cantidad de autos que pasarán por el lugar en todo el período de la concesión y como será ajustado su precio. La tercera forma es que el producto ya cuente con un precio fijado y un comprador durante un determinado plazo que generalmente coincide con la vida del proyecto o el préstamo. Un ejemplo de esto último son los contratos PPA (contratos de compraventa de energía eléctrica), donde lo que hay que calcular es el volumen producido que pueda generar el proyecto y cómo se ajustará su precio.

En la actualidad y a nivel mundial, existen contratos estándares de concesión que se resumen en los siguientes:

- Contrato “Take-or-Pay”: Aquí, el offtaker (quien compra los bienes y servicios producidos) está comprometido a comprar todos los productos producidos independientemente de que los vaya a usar o no, también el precio está fijado de antemano. Un ejemplo de estos contratos han sido los PPA que UTE ha lanzado, donde debe pagar por la energía producida por el generador, la utilice o no.
- Contrato “Take-and-Pay”: A diferencia del anterior, el offtaker sólo pagará la cantidad de producto que efectivamente vaya a utilizar. Esto genera incertidumbre en los financiadores, al no saber si habrá mercado para vender los productos producidos y generar los flujos de fondos necesarios para repagar la deuda.
- Contrato de compraventa a largo plazo: En este acuerdo, el offtaker se compromete a comprar el producto o servicio generado por un plazo determinado, pero con la particularidad de que el precio es fijado por el mercado. La ventaja que tiene con respecto al contrato “Take-and-Pay” es que se vende todo el producto producido, pero la desventaja es que el precio variará según la demanda del mercado. Se podría mitigar este riesgo contratando alguna cobertura o seguro.
- Contrato de cobertura: Se refiere a tener una cobertura con futuros, es decir fijar un precio para mitigar riesgos de caída de los precios en el mercado. Aquí el deudor asegura un precio mínimo contra los cambios

adversos del mismo que puedan haber. Una o ambas partes renuncian a los beneficios que pueda brindar el mercado.

- Contrato por Diferencias: “CFD” por su sigla en inglés, es un producto de apalancamiento. El generador vende el producto al mercado y no al offtaker, pero si el precio pagado por el mercado es menor al acordado, el offtaker pagará la diferencia. Si por lo contrario, el precio del mercado es mayor, el generador pagará al offtaker la diferencia entre el precio del mercado y el acordado.
- Contrato de rendimiento (Throughput Agreement): Estos acuerdos son celebrados por ejemplo entre el propietario de una instalación de transporte y sus usuarios. Estos últimos, garantizaran un precio mínimo que permitan al propietario cubrir costos de construcción y mantenimiento.
- Contratos de procesamiento (Input-Processing Contract): Un ejemplo es cuando una planta de incineración de residuos sólidos recibe un precio determinado por la autoridad por cada tonelada de residuos incinerados.

Cabe destacar que no existe un contrato mejor que otro y que para cada caso habrá mejores soluciones que otras. Normalmente el tipo de contrato es seleccionado por el que concesiona y no por la SV o el financiador, quienes tendrán que ajustarse a ellos.

12.5. Riesgos

Como se ha manifestado a lo largo de este capítulo, el Project Finance se apoya fuertemente en un análisis de riesgos adecuado y su posterior mitigación. Aquí está la clave del negocio y donde mayor esfuerzo pone el sponsor y financiador previo a la aprobación del proyecto. A continuación destacamos algunos de los riesgos más importantes, que se intentan mitigar durante la confección de los diversos contratos:

- Expropiación, confiscación o nacionalización del proyecto o de sus activos.
- Lucro cesante o interrupción de la operación
- Huelgas, conmociones civiles, guerras u otros conflictos bélicos
- Incumplimiento de contratos
- Incumplimiento de garantías financieras
- Revocación de licencias de exportación
- Prohibición de repatriar divisas

Para mitigar estos riesgos, los financiadores normalmente contratan pólizas de seguros. Destacamos dos instancias en la vida del proyecto, el primero es el período de construcción y el segundo es el período de operación. Durante la construcción se encuentra el mayor riesgo ya que se gasta la mayoría del dinero, pero la operación también puede tener los suyos ya que es el período de tiempo es más largo y donde las condiciones iniciales pueden variar.

Durante la construcción, los principales riesgos que se pueden cubrir con la contratación de pólizas de seguros son: Todo Riesgo Construcción (Construction All Risks)/ Riesgo Todo Montaje (Erection All Risks), Atraso en el Comienzo (Delay in start

up – DSU)/ Lucro cesante adelantado (Advanced Loss of Profit – ALOP), Fuerza Mayor (huracanes, tornados, inundaciones, terremotos, etc), Falla en el Desempeño o Diseño (materiales o mano de obra defectuosa), Riesgos Políticos (conversión de moneda local a otra moneda, restricciones a las transferencias de capitales, guerras civiles, etc).

En la operación es el este momento donde el constructor transfiere el riesgo y la propiedad al deudor y comienza la etapa de garantía. Los principales riesgos que se pueden cubrir son el de Todo Riesgo que involucra daños a los componentes del proyecto y responsabilidad frente a terceros, así como el riesgo de interrupción del proyecto. Otra alternativa que tiene la SV es firmar contrato de Operación y Mantenimiento con empresas especializadas, incluyendo cláusulas de disponibilidad u otras garantías que aseguren los flujos del proyecto.

12.6. Due Diligence

El Due Diligence es la etapa formal donde los financiadores analizarán si el proyecto es viable desde el punto de vista legal, técnico y medioambiental y determinan si financiarán el proyecto o no. Este análisis es llevado a cabo tanto por sus equipos internos como por asesores externos en Derecho, Ingeniería, Finanzas, Medio Ambiente, Seguros y otras especialidades técnicas. El análisis económico-financiero lo realizan los financiadores con sus asesores contables y financieros, con el fin de saber si el proyecto es viable económicamente y generará los ingresos suficientes para soportar los costos de construcción, de operación y determinar si podrá repagar el servicio de la deuda.

12.6.1. Due Diligence Legal y Técnico

Es un estudio realizado por un conjunto de profesionales sobre la sociedad vehículo y su situación. El equipo conformado por abogados, escribanos, contadores, economistas, expertos en seguros o en la tecnología a llevar a cabo, que analizaran aspectos técnicos, tributarios, legales, contables, financieros, medioambientales entre otros. Algunas de las áreas que se verifican son si la sociedad está debidamente constituida, si existen gravámenes sobre la sociedad, si cuenta con todos los permisos para desarrollar, construir y operar el proyecto, si tiene los contratos de construcción, suministro, operación y mantenimiento, si están todos los permisos ambientales y seguros de construcción y si el proyecto es viable desde el punto de vista técnico y económico.

El Due diligence es una herramienta muy importante para el financiador, ya que ayudará a determinar si están las condiciones dadas para realizar el proyecto y operarse en los tiempos y presupuestos proyectados, así como esclarecer que riesgos pueden existir y como estos deben ser mitigado. Además permite conocer con mayor claridad si el proyecto generará los ingresos necesarios para pagar la deuda y en el escenario en que entre en default, que el proyecto pueda ser transferido a un tercero para que continúe con su operación.

Luego de realizado el análisis, los financiadores pueden llegar a la conclusión de financiar o no el proyecto, solicitar más capital a los sponsors, solicitar tasas de interés o comisiones más altas, acordar un plazo diferente para repago de la deuda o exigir mayores garantías, entre otras conclusiones.

Respecto al Due Diligence Técnico, los prestamistas tendrán que analizar si el proyecto que los sponsors van a llevar adelante es viable técnicamente, es decir que si la tecnología a utilizar está probada en otros proyectos con resultados satisfactorios. En este caso se contratan asesores técnicos que se encargaran de estudiar dicha tecnología y comprobar que pueda ser utilizada en la zona geográfica donde se va a desarrollar el proyecto.