

# Newsalert

International Tax  
Structuring Network  
And Trust Services

\*connectedthinking



## URUGUAY

Artículo publicado en la revista  
de Antiguos Alumnos de IEEM,  
Universidad de Montevideo,  
N° 14, Abril 2003

## Un nuevo Mercado de Créditos para Uruguay

Por Daniel Porcaro, PwC Uruguay \*

### I. La crisis de Uruguay y su actual recuperación

#### 1. Uruguay y la Región

América Latina y el Caribe están afectados por un estancamiento económico que se inició en el año 1997. Los habitantes de América Latina no sólo vieron en los últimos años que se disponía de una menor riqueza para repartir (menor PBI per cápita), sino que en estos años los salarios se estancaron en niveles de 1997, bajó el nivel de ocupación y la desocupación alcanzó niveles máximos.

Los países del MERCOSUR, por su parte, han sido fuertemente afectados por las adversas condiciones financieras tanto internas como externas. Dentro de los factores externos se encuentran la reducción del volumen de comercio mundial, la caída de los precios de las exportaciones y la reducción de los flujos de capitales a la región. Estos elementos negativos afectaron economías con problemas fiscales, alto endeudamiento, falta de crédito y elevados niveles de desempleo.

Los desajustes en el valor de las monedas, problemas inflacionarios, restricciones y dificultades con el endeudamiento, inestabilidades financieras y crisis bancarias han sido problemas comunes de los países que integran el bloque.

Si bien la evolución del PBI per cápita en Uruguay mostró un mayor dinamismo cuando toda la región estaba mostrando un crecimiento (se verificaron tasas de crecimiento que en algunos años más que duplicaban al promedio de los países latinoamericanos), lo que sucedió a partir de la devaluación de Brasil en el año 1999 afectó de diversas maneras a la región y en particular a Uruguay, país que comenzó una fase recesiva que se vio fuertemente agravada en el año 2002.

La crisis financiera que se desató en Uruguay en el año 2002 restringió las posibilidades de crédito del sistema bancario (en agosto de 2002 el sistema bancario en su conjunto perdió casi US\$ 6.900 millones de los US\$ 14.900 millones que contaba a diciembre de 2001 antes que comenzara la corrida

bancaria) y afectó la cadena de pagos, lo que constituyó uno de los principales factores que contribuyó a explicar la severa caída de la actividad que se registró en ese año.

## 2. La fase de recuperación

Durante el 2003, América Latina ha mostrado evidencias de recuperación luego de haber experimentado una contracción del PIB de 0,8% en el año 2002.

A pesar de esto, las perspectivas del Banco Mundial son optimistas para el mediano y largo plazo. Se están negociando acuerdos multilaterales de comercio y existen iniciativas de apertura de los mercados de la Unión Europea y de Estados Unidos. El organismo destaca que la estabilidad macroeconómica y los compromisos asumidos de las políticas fiscales y monetarias se están transformando en la norma de la región y ya comienzan a dar sus frutos, traduciéndose en menores costos de financiamiento internacionales y mercados financieros locales más fortalecidos.

En el caso de Uruguay, la noticia del éxito del canje de deuda, junto con la recuperación de los depósitos que se ha venido registrando en los últimos meses, harían esperar que se mantenga la tendencia de retorno de los depósitos al sistema financiero y este es un hecho fundamental para que se restablezca el crédito en la economía.

Con la adopción de un régimen de libre flotación del tipo de cambio a mediados de 2002, que implicó una fuerte devaluación del peso uruguayo, comenzaron a registrarse correcciones en el tipo de cambio real que mejoraron la competitividad externa.

No obstante, si bien la evolución de la competitividad con Estados Unidos y Europa continúa presentándose favorable, la falta de crédito a la producción y más específicamente a la actividad exportadora, es una de las principales causas que impide que se puedan aprovechar completamente las ventajas de la devaluación de la moneda local para incrementar las exportaciones.

Ante la situación descrita, existen una serie de factores que PWC percibe como estimuladores de un nuevo mercado de créditos.

## II. Factores que estimulan un nuevo Mercado de Créditos

### 1. Las nuevas fuentes de financiamiento

La tendencia tradicional de las empresas en Uruguay ha sido tener un alto porcentaje de su financiamiento externo a través de créditos bancarios. El 72% de las empresas del sector industrial mencionan como una de sus tres principales fuentes de financiamiento los préstamos bancarios, sólo el 55% de ellas menciona entre sus principales recursos el financiamiento con utilidades y el 29% menciona los aportes de los socios o accionistas. En el momento de la reapertura de los bancos luego del feriado bancario del año 2002, el sistema financiero uruguayo contaba con 18% menos de depósitos en moneda nacional y 45% de menos en dólares. En la actualidad, el 60% de los depósitos en el sistema financiero se encuentra en cuentas a la vista lo que limita las posibilidades de otorgar créditos, sumado a la estrategia de los bancos de mantenerse con liquidez y de disminuir riesgos en un contexto recesivo.

Ante la disminución del crédito bancario accesible para las empresas a consecuencia de la reciente crisis debería verificarse que las empresas o sectores productivos de nuestro país que pretendan aprovechar el actual momento de recuperación decidan cambiar la estructura de financiamiento introduciendo una mayor participación de capital propio, o bien que se utilicen mecanismos nuevos de financiamiento.

Si bien sería deseable un mayor compromiso de capital propio en las empresas a efectos de que no permanezcan tan vulnerables a condiciones de financiamiento externas como las verificadas recientemente, el cambio de dicha pauta cultural es de más largo aliento y encierra otras complejidades que no es del caso analizar.

El sistema bancario que surja luego de la superada crisis, probablemente no sea suficiente para financiar toda la inversión productiva necesaria para impulsar la reactivación económica hasta tanto no se recupere el nivel de confianza en el sistema financiero existente en el pasado.

Dado que tradicionalmente, la inversión extranjera que recibió Uruguay, aún en años de prosperidad, fue de escasa magnitud, no parece haber fundadas esperanzas para que el ahorro del exterior pueda aportar significativamente a la reactivación productiva.

Como consecuencia de lo anterior, el objetivo primario debía estar puesto en invertir el ahorro interno (principalmente en poder de los fondos de ahorro previsional) en proyectos productivos, lo que hace evidente que sea necesario compatibilizar el nuevo sistema financiero con la utilización de nuevos

instrumentos de financiamiento, aspecto que demanda iniciativa y creatividad en la tarea de mediación entre el ahorro y la inversión. Para emprender dicha tarea PwC ha ofrecido al mercado empresarial local apoyo, profesionalismo y experiencia probada en la aplicación de productos de financiamiento desarrollados en los mercados financieros más exigentes a nivel mundial.

### 2. Los nuevos instrumentos de financiamiento

A partir de la aprobación de la Ley de Urgencia y de la Ley de Presupuesto se producen en Uruguay una serie de cambios e innovaciones en ciertos marcos legales que no fueron suficientemente explorados ni comprendidos cabalmente para su explotación en el ámbito de los negocios y en el mercado de créditos en particular.

Hasta el presente, los esfuerzos por crear instrumentos financieros con el objeto de incentivar la inversión en proyectos productivos han sido buenos; la aprobación de la Ley de Mercado de Valores, de la Ley de Fondos de Inversión, de la Ley de Securitización y Factoring y las mejoras introducidas en la Ley de Leasing son ejemplos de instrumentos disponibles en Uruguay en forma similar al resto del mundo.

Es así que en el contexto actual, el uso expansivo de instrumentos existentes tales como el leasing, el factoring y del mecanismo de la securitización de créditos a largo plazo debería ser un proceso natural en Uruguay.

Al panorama actual debe agregarse el hecho alentador de que a partir de la aprobación de la Ley No. 17.703 del 28/11/03 Uruguay cuenta, como otros países de América Latina, con el instrumento jurídico del fideicomiso. De extraordinaria flexibilidad, el fideicomiso constituye un mecanismo de movilización, dinamización e instrumentación del crédito que puede lograr canalizar las necesidades coyunturales del mercado y asegurar en forma razonable los parámetros de riesgo asumidos por el inversor.

Dado que las necesidades de financiamiento son diferentes para las grandes, medianas y pequeñas empresas (no sólo por los montos involucrados sino por el destino de los fondos obtenidos) los instrumentos y mecanismos aplicables deben variar y adecuarse al tamaño y las características de las empresas de cada sector en particular. Los instrumentos utilizados por la industria pueden ser diferentes a los de la construcción, la actividad agropecuaria, la biotecnología o la industria de software y a su vez pueden ser empleados en forma interrelacionada para satisfacer las expectativas y necesidades de todos los actores económicos involucrados. La existencia de estos nuevos instrumentos y la necesidad de que sean utilizados en

forma rápida requerirá a los agentes económicos información y asesoramiento objetivo que PwC se encuentra en inmejorables condiciones para brindar.

### 3. El nuevo papel del Estado

El papel que los agentes económicos esperan del gobierno sería el de facilitar la utilización de instrumentos modernos de financiamiento que han dado buenos resultados en otras economías, asegurando un nivel de controles efectivos que otorguen seguridad en su aplicación y, por tanto, respaldo a los inversores.

La amenaza que se señala en los países emergentes que utilizan estos nuevos mecanismos de financiamiento es la propensión a que los inversores institucionales (ya sean administradoras de fondos de pensión o empresas del Estado) inviertan fondos en títulos que son emitidos por el mismo gobierno o por sectores regulados por éste y de su propio interés estratégico. En estos casos, y si el Estado operara asegurando rentabilidades, organizando fondos y direccionando gran parte de sus recursos, dejaría estrecho margen para que los operadores privados puedan atraer ahorros internos a otros proyectos alternativos.

PwC tiene por objetivo difundir los mecanismos de financiamiento existentes en el ámbito de las empresas públicas a efectos de lograr una adecuada complementación del sector público – privado rescatando de ambos sus mejores cualidades.

### 4. El problema de la información

El desarrollo de fondos de inversión directos, los fideicomisos, la securitización de activos financieros y no financieros, el uso de warrants y certificados de depósito facilitarán el desarrollo del mercado de créditos. Para la utilización de estos mecanismos se necesita un mercado transparente para la formación y determinación de precios, información abundante, agentes confiables y profesionales así como proyectos seriamente confeccionados y gestionados profesionalmente.

El hecho de que no existan en el país, a diferencia de las economías más desarrolladas, instituciones de crédito especializadas en determinados sectores de actividad, hace más difícil que los inversores centren sus análisis entorno a los proyectos presentados por las empresas y muchas veces sólo se basen en las garantías proporcionadas por las mismas, aspecto que para ser superado requerirá de una mayor fluidez y transparencia en el manejo de información.

La clave para destrabar la actual situación sería una mayor utilización de herramientas de financiamiento fuera del balance. Las empresas que serán más fáciles de financiar por esta vía son aquellas cuyos flujos de caja sean seguros

y predecibles (de tal manera que exista información simétrica para el inversor) o aquellas que cuenten con créditos presentes o futuros que puedan ser utilizados como garantía de operaciones de financiamiento. Los inversores estarán así dispuestos a colocar fondos basándose en la calidad de una porción aislada del negocio del deudor y no de la empresa en su totalidad.

En Uruguay, cada vez más serán los activos, no necesariamente físicos, los que decidirán las posibilidades de financiamiento de las empresas. La principal preocupación de los prestadores de dinero será mejorar la calificación del riesgo crediticio, por lo que buscarán protegerse no del riesgo empresarial sino de aquellos que amenacen la sustentabilidad del flujo de caja hacia la empresa.

PwC estima que, no sólo será necesario obtener de las empresas información contable de calidad sino de diferente alcance; información de gestión que permita que terceros especializados en diferentes ámbitos de actividad evalúen, diagnostiquen y predigan las tendencias del negocio que es financiado por terceros lo que constituye un cambio y un desafío para el sector empresarial y profesional del país.

### 5. Trabajo conjunto y profesionalismo

En las actuales circunstancias lo importante es empezar a probar los nuevos instrumentos, darlos a conocer, hacer atractivas las opciones existentes y seguros los productos a implementar. Para ello, todas las partes involucradas, cámaras empresariales, inversores, asesores y gobierno deberían actuar en conjunto para dar solución a los problemas sectoriales del financiamiento de la actividad económica del país.

Para emprender la labor de construir un mercado de créditos, se requiere trabajo en conjunto y experiencias exitosas para todas las partes involucradas. Uno de los problemas estructurales de nuestro país es que la producción y el mercado de capitales no se contactan fácilmente. Unir bolsa de valores, operadores, gestores, procesadores de información, auditores, asesores y gobierno no es ni ha sido tarea fácil, por lo que estimular dicha labor es un desafío de importancia capital del cual PwC no permanece indiferente.

Cada vez más se requerirá profesionalismo para encarar la labor de instrumentar soluciones de financiamiento a medida de las necesidades de sectores o empresas. Lo más probable es que así como la gestión financiera estará a cargo de agentes financieros especializados (corredores, bancos, etc.), la gestión productiva estará a cargo de una sociedad ajena a los productores originales, eficiente, profesional y en la cual confíen los inversores.

## 6. Sencillez y seguridad

Debido a la reciente crisis bancaria, la desconfianza imperante en los inversores particulares hacia opciones de inversión tan clásicas y sencillas como son los depósitos bancarios, hace difícil el desarrollo de opciones algo más sofisticadas como puede ser la utilización de fideicomisos que canalicen sus ahorros a inversiones productivas.

Un factor importante a ser tenido en cuenta para el empleo de nuevas técnicas de financiamiento que apunten no sólo a captar las disponibilidades de inversores institucionales, es lograr superar la barrera psicológica de los inversores hacia estos nuevos mecanismos, por lo cual, PwC procurará impulsar un programa de divulgación de los instrumentos de financiamiento disponibles para su ágil utilización y desarrollo.

En el corto plazo el desafío consiste en emplear instrumentos de inversión sencillos de implementar, fáciles

de entender por la comunidad y seguros en el manejo del riesgo y la información necesaria para medirlo.

## 7. Aspectos fiscales

El beneficioso sistema fiscal de Uruguay así como la certeza sobre el tratamiento de los nuevos instrumentos y sus consecuencias para todas las partes involucradas en su utilización, es un aspecto atractivo de los mismos.

La adecuada aplicación de medidas de estímulo para la utilización de los nuevos instrumentos permitirá la rápida inserción de los mismos en la vida económica del país. PwC ha contribuido a hacer conocer al Parlamento el alcance de las necesidades del sector empresarial respecto de las medidas de estímulo que permitirían lograr una rápida utilización de los nuevos instrumentos.

### III. Conclusión

A consecuencia de la crisis económica, la cual recientemente muestra signos de superación, el sistema de financiamiento doméstico debe ser redefinido y reinventado. El foco de atención debería estar puesto en la utilización de los nuevos y más modernos instrumentos financieros, en la creación de una red de información de negocios y de alianzas institucionales que permita ganar competitividad y eficiencia eliminando costos, compartiendo recursos y adoptando estrategias globales y en mejorar la interrelación entre los distintos actores comunitarios.

La creación de centros de inversión a cargo de los propios bancos y el marketing que puedan hacer para atraer inversores y dar información objetiva a terceros sobre las oportunidades existentes y los mecanismos de instrumentación contribuirían de forma decisiva.

La Ley No. 17.703 que crea el instrumento del Fideicomiso apunta precisamente a solucionar los nuevos desafíos del país, poniendo a disposición de los actores económicos un mecanismo de enorme versatilidad que PwC espera que contribuya decididamente a la dinamización del mercado de créditos en beneficio directo de la inversión productiva.

Con la aprobación de la citada ley está dado el marco necesario para que el sector de la construcción, ganadero, agropecuario y tecnológico, entre otros, puedan recuperar su dinamismo.

Asimismo, la inversión extranjera destinada al desarrollo turístico y a la realización de obras de infraestructura (carreteras, puerto, energía) pueden encontrar un vehículo seguro y conveniente desde el punto de vista fiscal para radicar su interés en el país.

El instrumento es de esperar que ayude al refinanciamiento de sectores de servicios afectados por la crisis como son el transporte y la salud.

Por último, el régimen fiscal uruguayo, la seguridad jurídica tradicional de nuestro país así como la proximidad física y la similitud de la figura con la actualmente vigente en países vecinos, permitirán posicionar a los fideicomisos constituidos en Uruguay como un vehículo apto para ser aplicado en el planeamiento de inversiones internacionales.

\* **Contador Público** egresado de la Universidad de la República - Uruguay. En 2000 obtuvo el **MBA** en la Universidad de Montevideo. Desde 1998 es Senior Manager del Departamento de Asesoramiento Impositivo y Legal de PricewaterhouseCoopers y responsable local de los servicios de Financial Advisory Services. Autor de publicaciones y trabajos de investigación en temas fiscales relacionados especialmente con instrumentos financieros.

PricewaterhouseCoopers Servicios Fiduciarios

*Fideicomisos – Una alternativa flexible y conveniente para hacer negocios*

En PwC Uruguay estamos capacitados para analizar su problemática para hacer negocios en forma flexible, ágil y segura mediante la utilización de Fideicomisos. Para ello proponemos la evaluación de estructuras alternativas, la identificación de ventajas y desventajas de las mismas, el diseño de los aspectos legales, financieros y fiscales y la implementación de la solución que mejor satisfaga sus necesidades y proteja su riesgo empresarial. Nuestra experiencia internacional en la utilización del instrumento para las más variadas actividades y necesidades individuales y empresariales nos permiten confiar en la obtención de resultados satisfactorios.

[www.pwc.com/uy](http://www.pwc.com/uy)

Por mayor información no dude en comunicarse con:

Cr. Daniel Garcia (598 2) 916 0463 Int.: 1478

[garcia.daniel@uy.pwc.com](mailto:garcia.daniel@uy.pwc.com)

Cr. Daniel Porcaro (598 2) 916 0463 Int.: 1478

[daniel.porcaro@uy.pwc.com](mailto:daniel.porcaro@uy.pwc.com)