

Newsalert

International Tax
Structuring Network
And Trust Services

*connectedthinking



URUGUAY

Artículo publicado en la revista
de Antiguos Alumnos de IEEM,
Universidad de Montevideo,
N° 19, Abril 2005

Reflexiones sobre el Mercado de Créditos Uruguayo

Por Cr. Daniel Porcaro, MBA*

I. Introducción

La crisis financiera que se desató en Uruguay en el año 2002 restringió las posibilidades de otorgamiento 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) afectando, entre otros factores adicionales, el nivel de actividad de la economía uruguaya.

No obstante, con la adopción de un régimen de libre flotación del tipo de cambio comenzaron a registrarse correcciones en el tipo de cambio real que mejoraron la competitividad externa.

Es así que a partir del tercer trimestre del año 2003 la evolución favorable de la competitividad con Estados Unidos y Europa permitió comenzar a superar la crisis, mejorar las cuentas fiscales y dinamizar el mercado externo e interno.

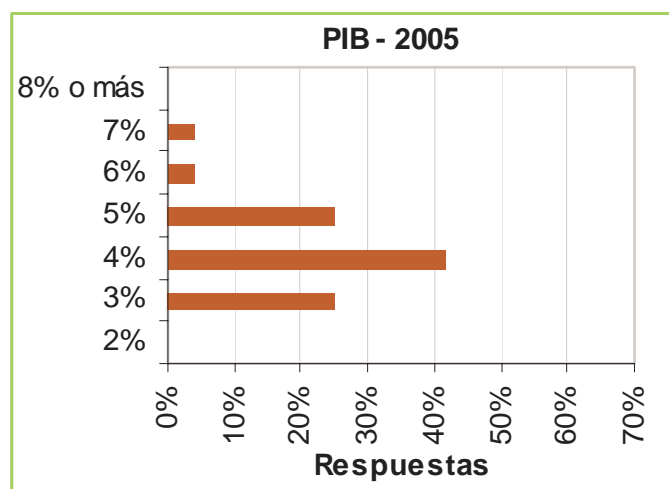
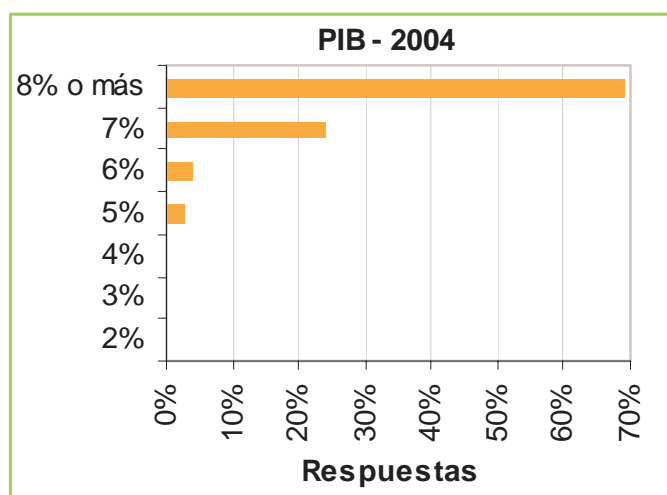
Como producto de la reactivación, las expectativas por una mayor inversión productiva de las empresas locales comenzaron a hacerse evidentes, por lo cual, resulta atractivo evaluar en que medida el actual mercado de créditos uruguayo puede responder a las expectativas de crecimiento sostenido de nuestra economía.

El análisis desapasionado de la temática implica reconocer que desajustes en el valor de las monedas, problemas inflacionarios, restricciones y dificultades con el endeudamiento externo, inestabilidades financieras y crisis bancarias han sido problemas comunes de la mayoría de los países Latinoamericanos por lo cual, algunos de las restricciones al crédito que analizaremos, son producto de convivir económicamente en un “vecindario” complicado.

II. Las expectativas sobre la inversión y el acceso al crédito

Los empresarios de nuestro país entienden superada la crisis y esperan que se retome para este año y el próximo el sendero del crecimiento económico. Los resultados de una reciente encuesta¹ señalan que las expectativas empresariales sobre el crecimiento de nuestra economía son optimistas. Prácticamente siete de cada diez empresarios encuestados prevé un aumento del PIB del 8% o superior para el presente año.

Respecto a las expectativas sobre la evolución de la actividad para el año 2005, nueve de cada diez empresarios consultados prevé que el PIB aumente entre 3% y 5%.

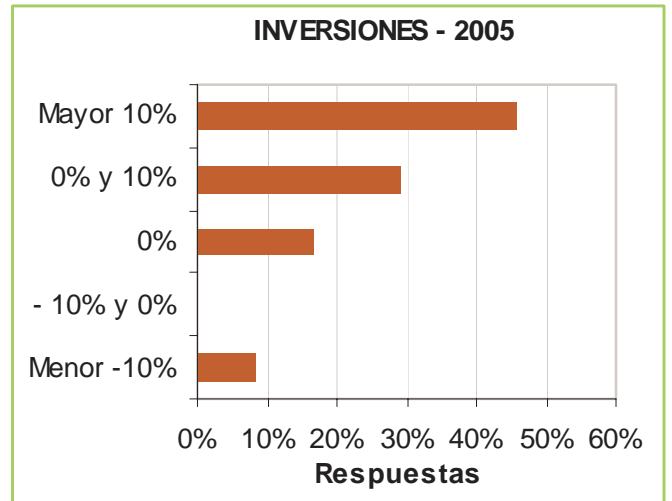


Los empresarios consultados prevén además para el año 2005 un crecimiento en sus ventas, aunque las tasas previstas son algo menores que las proyectadas para el presente año según surge del siguiente cuadro:

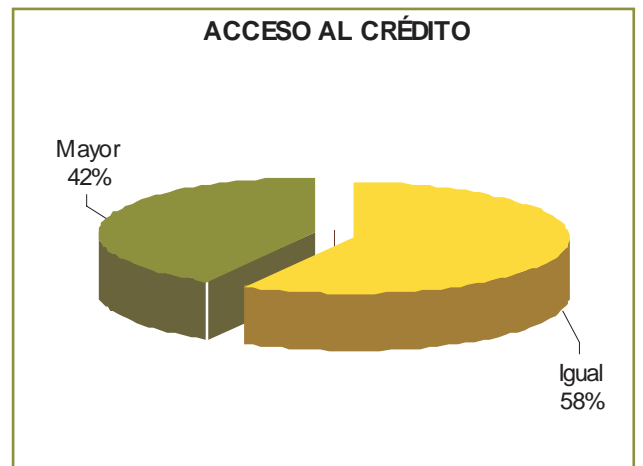
	Año 2004	Año 2005
Media	18,3%	12,3%
Valor más contestado	15%	10%
Mínimo	-2%	-25%
Máximo	70%	60%

El optimismo empresarial tiene una correlación alta con las expectativas de mayor inversión previstas. Es así que para el 2004, nueve de cada diez empresarios consultados prevé incrementos de sus inversiones en comparación con el año pasado y de estos prácticamente la mitad proyecta aumentos de inversión superiores al 10%. Las expectativas de inversión para el 2005 se presentan más optimistas, creciendo la participación de los empresarios que prevén aumentos de sus inversiones superiores al 10% según se demuestra en el siguiente cuadro:

¹ Encuesta de Perspectivas Empresariales, PricewaterhouseCoopers, Octubre de 2004.
PricewaterhouseCoopers



No obstante lo anterior, el hecho que parece contrastar con las positivas expectativas del empresariado nacional es el acceso al crédito capaz de financiar las mayores inversiones previstas. En diciembre de 2003 casi el 60% de los empresarios encuestados respondieron que el acceso al crédito de sus empresas se mantenía en el mismo nivel que durante la crisis, es decir escaso y de difícil acceso, mientras que el 42% restante informó mejoras en este aspecto.



III. El crédito bancario

La percepción empresarial sobre el acceso al crédito se basa principalmente sobre las expectativas de obtener crédito bancario y no sobre la posibilidad de obtener fondos de fuentes de financiamiento alternativas y más novedosas.

A nadie escapa el hecho de que la tendencia tradicional de las empresas en Uruguay ha sido tener un alto porcentaje de su financiamiento externo a través de créditos bancarios.

Una encuesta de la Cámara de Industrias revela que el 72% de las empresas del sector mencionan como una de sus tres principales fuentes de financiamiento los préstamos bancarios mientras que sólo el 55% de ellas considera entre sus principales recursos el financiamiento con utilidades acumuladas y el 29% menciona los aportes de los socios o accionistas como fuente de recursos.

A pesar de la preferencia de los empresarios locales, lo concreto es que el crédito bancario es un financiamiento “on balance” y es por tanto el Estado de Situación Patrimonial y de Resultados de las empresas el que indica las posibilidades de acceso a tal tipo de financiamiento. Esta realidad indica que luego de la severa crisis vivida por las empresas de nuestro país las mejoras en el acceso al crédito bancario se deberían producir en las empresas cuya

recuperación se haga más rápidamente demostrable (principalmente empresas exportadoras y agropecuarias).

Para el resto de las empresas, la tradicional fuente de financiamiento utilizada en el mercado debería continuar siendo de difícil obtención.

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, impide que los acreedores 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.

Asimismo, las actuales condiciones de la economía uruguaya hacen evidente la necesidad de desarrollar negocios de intermediación financiera dirigidos específicamente a pequeñas y medianas empresas cuyas necesidades de financiamiento no están siendo adecuadamente cubiertas. El desarrollo de instituciones microfinancieras que tan buen resultado han dado en países como Perú y Ecuador serían un complemento ideal del nuevo sistema financiero uruguayo. La tecnología crediticia desarrollada últimamente han hecho del microcrédito un negocio rentable en países con similares problemas y virtudes que el nuestro.

IV. El recurrente tema fiscal

Es recurrente escuchar de los diferentes actores económicos referencias a que el régimen fiscal encarece de forma desmedida el acceso al crédito para el desarrollo de actividades empresarias.

La complejidad del sistema tributario uruguayo y las diferentes formas de financiamiento de la actividad empresaria tienen por resultado una gama de posibilidades que tienen todas diferentes costos impositivos asociados.

Suponiendo una tasa de interés uniforme del 9% anual en moneda extranjera para cualquier modalidad de financiamiento, la incidencia fiscal de los diferentes impuestos vigentes en nuestro país se muestra en el siguiente cuadro:

Tipo de financiamiento	Tasa	Imaba	Icosifi	IRIC	IP	IVA	Total
Préstamo bancario local (Corto Plazo)	9%	2%	0.36%				11.36%
Préstamo bancario local (Largo Plazo, más de 4 años)	9%	0,10%	0,01%				9,11%
Leasing bancario	9%						9,00%
Prefinanciación de exportaciones	9%	0.01%	0.01%				9.02%
Préstamo del exterior (Corto Plazo)	9%	2%	0.36%	2.175%			13.535%
Préstamo del exterior (Largo Plazo con destino activo fijo)	9%	0,10%	0,01%	2.175%			11,285%
Otros préstamos locales	9%			2.175%	1.5%	2,07% ²	12,675% o 14.745%
Financiamiento de proveedores locales	9%					2.07% ²	9% o 11,07%
Emisión pública de Obligaciones negociables	9%						9%
Emisión privada de deuda al portador	9%			2.175%	3,5%		14,675%

² El IVA constituye un costo adicional sólo en el caso de las empresas deudoras que no puedan descontarlo de sus operaciones activas.

En consecuencia:

- el préstamo bancario local en cualquiera de sus modalidades (corto y largo plazo, leasing o prefinanciación de exportaciones) constituye desde la óptica fiscal una opción más conveniente que el resto de las alternativas de financiamiento privadas (es decir las que no acuden al mercado de capitales abierto),
- el préstamo financiero local privado es caro desde el punto de vista tributario,
- el financiamiento de corto plazo proveniente del extranjero es impositivamente más caro que el otorgado por el sistema financiero local,
- la emisión pública de deuda en el mercado de capitales es, desde el punto de vista tributario, una opción tan conveniente como el crédito bancario.

Según lo expuesto, se reafirma el hecho de que los exportadores tienen en el sistema bancario local una fuente de financiamiento fiscalmente conveniente que debería estar accesible en la medida que sus balances reflejen las mejoras de la competitividad antes mencionadas. Por su parte, aquellas empresas agropecuarias, comerciales, industriales o de servicios que pretendan adquirir bienes de activo fijo (con exclusión de vehículos utilitarios) encuentran en el leasing bancario un instrumento de financiamiento de mediano plazo también conveniente fiscalmente.

En definitiva, el problema del financiamiento bancario caro desde el punto de vista fiscal se concentra en la opción de corto plazo que tenga por objetivo cubrir faltantes de capital de trabajo de las empresas locales.

Sin capital de trabajo, las empresas locales a su vez tienen dificultades para financiar a sus clientes, lo que impide que el crédito de proveedores locales (alternativa conveniente desde el punto de vista fiscal) sea de aplicación fluida.

V. El crédito del exterior

La inversión extranjera que recibió Uruguay ha sido tradicionalmente de escasa magnitud, no obstante, de acelerarse el crecimiento económico (especialmente en algunos sectores productivos como puede ser el agropecuario) hacen posible que inversores extranjeros, especialmente los domiciliados en la región, estén dispuestos a financiar parte de la reactivación productiva local.

En este caso, no sólo los costos impositivos aplicables al financiamiento proveniente del exterior son los que encarecen la presente alternativa de financiamiento. El análisis de riesgo que hace el inversor para fijar la tasa de retorno requerida para su inversión tiene en cuenta en primer término el riesgo soberano y por tanto exigirá de la misma al menos la tasa de interés que pagan los bonos emitidos por el gobierno. Asumiendo dicha tasa en el entorno del 7% anual en dólares, deberá agregarse el “plus” de riesgo y liquidez exigible según el tipo de actividad a financiar, por lo cual la tasa de interés para una operación “cross border” difícilmente sea menor al 9% más costos fiscales (que como vimos pueden estar entre dos y cuatro puntos adicionales).

El crédito financiero del exterior no puede competir en dichas condiciones con el crédito bancario local. Además de los menores costos tributarios asociados, la coyuntura actual del mercado determina que el fondeo de las instituciones financieras locales (que tienen asumido el riesgo país dado que se financian y colocan en el mercado local) les sea relativamente más barato que a las empresas extranjeras y por tanto cuentan con la ventaja competitiva de poder requerir de su inversión tasas inferiores a las que paga el gobierno por los bonos emitidos.

La manera para que el financiamiento extranjero fluya hacia nuestro país a costos algo más convenientes sería empleando modalidades alternativas de financiamiento estructuradas a través del mercado de capitales local.

VI. El mercado de capitales y los nuevos instrumentos

Las empresas, proyectos o sectores productivos que pretendan aprovechar el actual momento de recuperación y que por algún motivo no accedan al tradicional crédito bancario deberán cambiar la estructura de financiamiento introduciendo una mayor participación de capital propio o utilizar mecanismos alternativos para la obtención de crédito.

Si bien sería deseable un mayor compromiso de capital propio en las empresas locales (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.

Como consecuencia de lo anterior, el objetivo debería estar puesto en conseguir que el ahorro interno (principalmente en poder de los fondos de ahorro provisional y cajas paraestatales) logre ser canalizado hacia proyectos productivos aspecto que demanda iniciativa y creatividad en la tarea de mediación entre el ahorro y la inversión.

Lo anterior implica aprender a utilizar nuevos instrumentos y adquirir nuevas habilidades que incentiven el dinamismo del mercado de capitales. Una lección relevante de la experiencia internacional es que el sistema bancario y el mercado de capitales no son sustitutos sino complementarios. En los países en desarrollo el financiamiento bancario predomina sobre el mercado de capitales lo que torna especialmente importante la eficiencia y competitividad del primero.

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 a los que operan en el resto del mundo.

A lo anterior debe agregarse el hecho sumamente positivo 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 del mercado y asegurar en forma razonable los parámetros de riesgo asumidos por el inversor.

La necesidad de dinamizar la inversión y el crédito hacia los sectores productivos del país a partir del contexto de restricción del crédito producido por la crisis bancaria del año 2002, impulsó la aprobación de la Ley de Fideicomisos como mecanismo de financiamiento complementario al tradicional crédito bancario.

Al momento de crearse la figura, se tuvo presente que, por el hecho de emplear un fideicomiso, no se agregaran costos impositivos específicos que discriminaran su utilización frente a otras formas jurídicas de concretar el mismo negocio. El objetivo fue que el fideicomiso tuviera una participación neutra desde el punto de vista fiscal frente a la

elección de otras figuras comúnmente utilizadas para realizar negocios en el país. Dicho objetivo debió compatibilizarse con el hecho de que debía incentivarse la utilización de la figura, puesto que en ella estaba centrada la esperanza de reactivación del mercado de créditos. De esa forma, se decidió no aplicar beneficios fiscales específicos o exclusivos para el fideicomiso puesto que de esa manera se incentivaría su uso por cuestiones solamente fiscales en detrimento de las demás formas jurídicas existentes.

Otro aspecto de sensibilidad consistió en lograr la equidad de los aspectos tributarios de esta figura con la actual incidencia de los impuestos nacionales sobre las formas tradicionales de financiamiento que expusiéramos anteriormente.

En función de las preocupaciones señaladas, la aplicación de exoneraciones fiscales a los fideicomisos ha seguido, en lo que hace a la facilitación del acceso al crédito productivo, la siguiente lógica:

En primer término fomentar la utilización del mercado de capitales a los efectos de financiar proyectos de inversión. Para ello, el artículo 39 de la Ley (incorporado por el propio Poder Ejecutivo al proyecto original) establece exoneraciones automáticas aplicables a los fideicomisos financieros que emitan certificados de participación en el dominio fiduciario, títulos de deuda o títulos mixtos mediante oferta pública.

En segundo lugar, facilitar la utilización de los fideicomisos de garantía respaldados por inmuebles mediante la exoneración del Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales (artículo 42 de la Ley de Fideicomisos) y lograr de esta forma una ampliación de las formas existentes de garantizar operaciones.

En tercer lugar, brindar incentivos a los inversores institucionales para que inviertan en fideicomisos financieros y con ello lograr la dinamización del mercado de créditos y de capitales.

Por último, facultar al Poder Ejecutivo a otorgar beneficios fiscales discrecionalmente siempre que sea en favor de sectores productivos y no de proyectos específicos (literal b del artículo 43 de la Ley de Fideicomisos).

La actitud positiva y el buen criterio para el otorgamiento de beneficios fiscales por parte del Poder Ejecutivo es de suma importancia para lograr avanzar en el camino de utilización de este nuevo instrumento de canalización del ahorro interno. El papel que los agentes económicos esperan del gobierno es 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.

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. Por su parte, si se alentara un mayor espíritu de riesgo en los agentes privados mediante el uso de incentivos fiscales se lograría un mercado de capitales y de crédito de mayor dinamismo tal como ha sucedido en otros países de la región.

VII. Conclusiones

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 y por las limitaciones de garantías e información existentes) 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.

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 así como el leasing operativo de inmuebles rurales 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 y proyectos seriamente confeccionados y gestionados.

Para una gran parte de los sectores productivos, y aún para el gobierno nacional y los municipales, la clave para destrabar la actual situación de acceso al crédito sería una mayor utilización de herramientas de financiamiento fuera del balance. Las empresas que serán más fáciles de financiar por esta vía serán 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.

***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 Pricewaterhouse Coopers 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

Por mayor información no dude en comunicarse con:

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

garcia.daniel@uy.pwc.com

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

daniel.porcaro@uy.pwc.com