



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

## **MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS**

### **UNIDAD DE PROYECTOS DE PARTICIPACIÓN PÚBLICO-PRIVADA**

#### **FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS DE PARTICIPACIÓN PÚBLICO PRIVADA**

##### **Documento para discusión actualizado al 4 de diciembre de 2014.**

INTRODUCCIÓN .....	2
FINANCIAMIENTO BANCARIO .....	3
FONDOS PREVISIONALES.....	9
FINANCIAMIENTO CON MULTILATERALES.....	18
PRIVATE EQUITY .....	20
ANEXO I .....	21
REFERENCIAS .....	22
PARTICIPANTES EN RELEVAMIENTO .....	22



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



## INTRODUCCIÓN

Una estructura de financiamiento para proyectos de Participación Público-Privada que hoy se presenta como factible en Uruguay combina crédito puente bancario durante la etapa de construcción con emisión de bono de infraestructura operativo durante la etapa de explotación. Dicha estructura se visualiza como beneficiosa desde el punto de vista de alineación de objetivos por parte de los actores más relevantes involucrados en el proceso PPP.

Desde la óptica de los **fondos previsionales**, la adquisición de un bono de infraestructura de largo plazo para financiar proyectos de infraestructura se presenta como una alternativa atractiva para diversificar su cartera de inversiones.

Desde la óptica de los **bancos comerciales**, resulta atractivo intervenir durante la etapa de construcción, con plazos, costos y exposición a riesgos que encuadran dentro de su operativa.

Desde la óptica del **contratista**, la solución propuesta permite cerrar la estructura financiera durante todo el horizonte del proyecto en el momento cero, reducir el costo financiero del proyecto y por ende proponer una oferta económica más competitiva.

**Sin embargo, ese tipo de estructuración parece no darse en forma tan automática en Uruguay, al menos durante el incipiente proceso del programa PPP.**



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

Es importante considerar que la opción planteada no excluye otras alternativas de financiamiento, las cuales pueden combinar diversidad de instrumentos e incluso otros actores. De hecho, los organismos multilaterales de crédito han tenido una destacada participación en el mercado de financiamiento de proyectos de infraestructura en LATAM. En particular International Finance Corporation (IFC)/ Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y CAF Banco de Desarrollo, han financiado proyectos en diversas áreas de infraestructura. Adicionalmente, llevan adelante tareas de asesoramiento técnico en financiamiento y estructuración de proyectos.

## **FINANCIAMIENTO BANCARIO**

Relevamientos realizados muestran que los principales bancos comerciales consideran, dentro de su política de créditos, el financiamiento a largo plazo de proyectos de infraestructura. Todas las instituciones consultadas manifiestan explícitamente su interés en la captación de este tipo de créditos y concuerdan en la necesidad de contar con equipos especializados para atender este nicho específico.

Los bancos consultados cuentan con liquidez suficiente y aunque con márgenes más acotados en algunos casos, manifiestan disponer de fondos para el financiamiento de proyectos de infraestructura a largo plazo en Uruguay. De hecho, este tipo de financiamiento ya se ha dado en el país, fundamentalmente en proyectos de energía, con plazos más largos a los que habitualmente estaba acostumbrada la banca. El cuadro a continuación muestra datos extraídos de los Estados Contables de los bancos comerciales en Uruguay, cerrados al año 2012.



**Uruguay - Balance Bancos comerciales - Cifras expresadas en millones de USD.**

	<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>	<b>Patrimonio</b>
<b>BROU</b>	12.784	11.583	1.201
<b>Santander</b>	4.825	4.397	428
<b>Itaú</b>	2.722	2.547	174
<b>BBVA</b>	2.642	2.459	183
<b>Nuevo Banco Comercial</b>	1.716	1.593	123
<b>BHU</b>	1.301	684	617
<b>Citybank</b>	1.241	1.165	76
<b>HSBC</b>	1.203	1.137	66
<b>Discount Bank</b>	1.079	998	81
<b>Bandes</b>	349	302	47
<b>Lloyds TBS</b>	337	308	29
<b>Banque Heritage</b>	242	223	19
<b>Banco de la Nación Argentina</b>	122	106	16
<b>Total</b>	30.562	27.500	3.062

Fuente: Banco Central del Uruguay.

En cuanto a los instrumentos utilizados, y a partir de los relevamientos realizados, surge que en general los créditos se han concedido bajo el respaldo de garantías corporativas, ya que solo un banco manifestó disponer de financiamiento en la modalidad pura de "Project Finance".

Respecto al monto a financiarse, en la mayoría de los casos, no sería superior al 70% del total de la inversión inicial requerida para el proyecto, ya que se espera una porción de capital propio aproximada de un 30%.



En cuanto las tasas de interés anuales en unidades indexadas (UI), si bien dependerá de las condiciones particulares pactadas, podría considerarse un rango probable situado entre 5.25% y 6.5%.

La modalidad PPP se visualiza por parte del sector bancario en Uruguay como un desafío, donde las principales instituciones tienen interés en participar, aunque se percibe en forma clara que a la fecha no están dadas las condiciones para que el financiamiento fluya a este tipo de proyectos en forma automática. Las limitantes son diversas, algunas específicas de Uruguay y otras alineadas con lo que ha ocurrido bajo el impulso de este tipo de programas en otras regiones de LATAM.

En primer lugar, corresponde señalar la limitante en términos de monto. Los proyectos PPP involucran proyectos de infraestructura de gran envergadura, con **montos elevados de inversión inicial** que en general superan los 80 millones de USD. La mayoría de los bancos consultados han manifestado este factor como una de las principales limitantes, a partir de donde surge la necesidad de actuar en modalidad de **sindicatos de bancos**. Esto se profundiza ante la eventualidad de otra licitación PPP antes de finalizada la construcción de la cárcel y/o ante eventuales licitaciones de otros corredores viales antes de finalizada la construcción de la Ruta 21,24. En el extremo, de acuerdo al avance en la cartera de este tipo de proyectos, podrían no completarse los requerimientos de financiación, incluso actuando en sindicato, con lo cual debería ser necesario recurrir a la banca internacional. En ese caso - cuando fuera necesario recurrir a la banca internacional - se configura un nuevo riesgo que radica en el descalce de monedas (pagos del Estado en Unidades Indexadas, préstamos de casas matrices en moneda extranjera). Este riesgo se podría mitigar contratando coberturas de monedas a



largo plazo, aunque dichos instrumentos no están disponibles en mercados poco profundos como el de Uruguay.

En segundo lugar, se detecta una limitante que impone la normativa BCU en lo que refiere a tope de riesgo por grupo económico - ver detalle en Anexo -. Existen **topes al riesgo que un Banco puede asumir en referencia al total de créditos concedidos a una empresa o grupo económico**, en función de su patrimonio neto. Varias empresas constructoras han manifestado que su crédito disponible no sería suficiente para afrontar proyectos con montos de inversión elevados. Desde el lado de las instituciones bancarias, en su mayoría han manifestado esta limitante legal como principal dificultad, que en algunos casos, ya ha implicado restricciones. Como referencia, en el caso del BROU, el límite por empresa asciende a aprox. 50 millones de USD, mientras que el límite por grupo económico se sitúa en aprox. 73 millones de USD. En opinión de algunas instituciones bancarias consultadas, esta traba se levantaría incorporando la normativa de Project Finance internacional a nivel nacional. Esto permitiría considerar la Sociedad de Propósito Especial (SPV) como empresa independiente del grupo económico al que pertenezcan los integrantes del Consorcio.

En tercer lugar, se identifica como limitante la normativa BCU que refiere a **cómputo de garantías**. La traba radica en que actualmente el BCU no considera como garantía computable el "Project Finance" ni tampoco los flujos a generarse por un contrato PPP. Esto hace que el Banco deba realizar una previsión muy alta del crédito otorgado, con lo cual la operación se encarece significativamente. La solución sería que el BCU compute como garantía al Project Finance o las garantías



establecidas en la norma PPP<sup>1</sup>. Una solución alternativa podría ser tratar los flujos de pagos futuros del estado como una operación independiente - como en el caso de los fideicomisos -, y se les aplicaría la previsión de una menor categoría de riesgo por tener la garantía de pago del Estado.

En cuarto lugar, debe mencionarse la limitante que surge cuando las instituciones bancarias no otorgan préstamos en la **modalidad pura de “Project Finance”**. La mayoría de las instituciones bancarias consultadas, han manifestado requerir garantías corporativas hasta el momento de finalización de la obra. En algunos casos, el monto de garantías requeridas asciende a 75%-80% del total del monto de inversión inicial. Las empresas constructoras han manifestado su preocupación al respecto en cuanto en su mayoría no son capaces de afrontar tal requerimiento.

En quinto lugar, debe mencionarse la falta de recursos humanos con expertise necesario para la estructuración de este tipo de proyectos. En general, las instituciones bancarias en Uruguay no cuentan con **equipos especializados en financiamiento de proyectos de infraestructura**, de largo plazo, con montos elevados y modalidad de project finance. En línea con lo constatado a nivel regional, es esperable que los bancos locales filiales de bancos internacionales sean los primeros en desarrollar el segmento de financiamiento de PPP.

Como sexto punto, cabe resaltar la **incertidumbre en el involucramiento del mercado bursátil**, una vez finalizada la etapa de construcción. Si el banco no tiene la certeza de que el contratista emitirá en el mercado bursátil una vez finalizada la etapa de construcción, debe considerar el **riesgo de refinanciación**. Esto

---

<sup>1</sup> Comunicación 2012/004 – Actualización N° 190 de la Norma 3.12.



constituye una traba relevante en cuanto los proyectos de infraestructura tienen contratos con plazos más largos que aquellos a los que los bancos en Uruguay están dispuestos a prestar (similar a lo que ocurre en LATAM). Relevamientos realizados muestran que en Uruguay, los plazos deseables son menores a 10 años, si bien existen experiencias de créditos a más largo plazo - que incluso han llegado a 14 años -, en el caso de algunos proyectos eólicos. La incertidumbre en el mercado bursátil también implica considerar tasas de interés variables durante todo el horizonte del proyecto. Los bancos en general otorgan créditos a tasa variable (libor+x), ya que otorgar créditos a tasa fija los obligaría a fondearse a su vez a tasa fija, lo cual les resulta más costoso. En un contrato PPP, obtener un crédito a largo plazo a tasa variable implica que el contratista se expone a un riesgo impredecible en el largo plazo. Este riesgo podría mitigarse mediante la contratación de coberturas de tasa, instrumentos poco disponibles - por los montos y plazos requeridos por los proyectos - en mercados financieros emergentes o poco desarrollados como el de Uruguay. Tasa variable sin cobertura implica mayores ratios de cobertura de deuda, disminución de apalancamiento, encarecimiento del proyecto.

Finalmente, debe señalarse la importancia de contar con **cláusulas de terminación anticipada** adecuadas. En opinión de los bancos, dichas cláusulas deberían determinar claramente los eventos que derivarían en la terminación anticipada del proyecto, y las indemnizaciones a pagar, sea al Contratista privado como a la Administración, según corresponda. Esto implica detallar: cuál sería el mecanismo para la ejecución del pago, los plazos máximos para la realización del mismo, cuál sería el monto a considerar, etc. Uno de los bancos consultados manifestó que sería deseable que el valor del pago por terminación anticipada esté referido al valor de los activos, incluyendo los costos financieros (cancelación de



derivados, interés a pagar). Asimismo, consideran que se debería establecer un valor mínimo en el momento de realizar la subasta establecida en la normativa, a efectos de disminuir la incertidumbre.

En la agenda de la política pública, resulta crucial proponer acciones que solucionen o contribuyan a solucionar los obstáculos mencionados, ya que se entiende relevante la inclusión del sector bancario en el financiamiento de proyectos, aún cuando esté disponible la financiación a través del mercado bursátil. Además de proveer el financiamiento puente para aquellos proyectos que por su riesgo de construcción no puedan acceder a las altas calificaciones crediticias requeridas, también los bancos resultan una buena opción para proyectos de calidad crediticia menor, que no puedan acceder a las altas calificaciones crediticias requeridas para acceder al mercado bursátil. Incluso cuando el financiamiento se realice 100% a través del mercado bursátil, los bancos podrían tener un rol en la estructuración de la colocación, entre otros.

## **FONDOS PREVISIONALES**

En Uruguay, como ocurre a nivel regional e internacional, existe apetito por parte de los fondos previsionales de diversificar su portafolio de inversión. En particular, la financiación de proyectos de infraestructura, resulta por sus características - moneda local indexada, plazos largos y montos elevados - de especial interés para este tipo de actores. Las carteras de inversión de estos inversionistas tienen una duración de muy largo plazo, puesto que los pasivos de estas empresas son de muy largo plazo (pensiones y seguros) y buscan evitar riesgos de “descalce”. En consecuencia, los inversionistas institucionales son los tenedores naturales de papeles de largo plazo que normalmente mantienen a término.



La mayoría de los fondos previsionales tienen un bajo apetito por los riesgos. En Uruguay, las AFAP, como parte de su marco de políticas, deben invertir en títulos con calificación de grado de inversión a nivel local (BBB o superior). Sin embargo, las AFAP han adoptado un punto de vista más conservador y han manifestado que no estarían dispuestos a invertir en títulos con calificación inferior a A- a nivel local.

La experiencia regional muestra que se han desarrollado diversos productos de mejora crediticia, tales como las garantías financieras, parciales y totales, que permiten a los proyectos alcanzar altas calificaciones crediticias incluso durante su fase de construcción. Con este tipo de productos proporcionados por terceros tales como aseguradoras financieras y agencias multilaterales, un proyecto es capaz de emitir deuda bursátil obteniendo las más altas calificaciones crediticias (AAA), que los hacen atractivos para todos los inversionistas institucionales. Existen algunas ventajas en el financiamiento bursátil respecto al financiamiento bancario:

- Los plazos calzan naturalmente con el plazo de una inversión PPP.
- La tasa fija es factible y además altamente probable.
- Es factible la compra de papeles emitidos en Unidades Indexadas, moneda predominante en los pagos por disponibilidad de los proyectos PPP.

Se suma a lo anterior, el crecimiento sostenido que han tenido los fondos previsionales en Uruguay, medido en términos de afiliados y fondos disponibles de ahorro previsional. El cuadro a continuación muestra la evolución del nivel de afiliados, registrada durante los últimos años, según fondo previsional.



### Uruguay - AFAPs - Nivel de afiliados

	REPÚBLICA AFAP	AFAP SURA	UNION CAPITAL	INTEGRACION AFAP	TOTAL
2008	224.476	114.413	100.068	70.921	<b>509.878</b>
2009	243.531	122.127	108.995	75.808	<b>550.461</b>
2010	266.586	135.942	121.266	84.282	<b>608.076</b>
2011	294.532	153.460	137.786	94.630	<b>680.408</b>
2012	312.521	163.472	147.428	101.652	<b>725.073</b>
2013	329.677	170.692	155.042	108.075	<b>763.486</b>

Fuente: Banco Central del Uruguay.

Por su parte, a julio de 2014, el total de fondos de ahorro previsional se situaba en aproximadamente 11.000 millones de USD, de acuerdo a lo que muestra el cuadro a continuación.

### Uruguay - AFAPs - Cartera de inversiones - Cifras expresadas en millones de USD.

	AFAP SURA	INTEG AFAP	REPÚBLICA AFAP	UNIÓN CAPITAL	TOTAL
LITERAL A	1.593	794	4.632	1.428	8.446
LITERAL B	132	72	679	135	1.019
LITERAL C	56	24	86	74	240
LITERAL D	210	110	751	167	1.239
LITERAL E	-	-	1	-	1
LITERAL F	43	21	135	39	238
TOTAL	2.035	1.020	6.284	1.843	11.183

Fuente: Banco Central del Uruguay.

Las posibilidades de inversión de las AFAPs en el sector productivo vienen dadas por el artículo 123 el cual establece que las inversiones no pueden realizarse



mediante créditos directos a los proyectos sino a través de un vehículo financiero como pueden ser:

- Acciones de SA
- Obligaciones Negociables de SA (incluyendo deuda subordinada)
- Valores o Cuotapartes de Fondos de Inversión Cerrados
- Títulos de deuda o Certificados de Participación de Fideicomisos Financieros

Por su parte, el literal B) del artículo 123 establece que las AFAPs podrán invertir en valores de empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotas partes de fondos de inversión uruguayos con un tope legal máximo del 50% de su Fondo de Ahorro Previsional. Observando la cartera actual de inversiones de las AFAPs, surge que actualmente las AFAPs tienen invertido aprox. USD 1.000 millones en el literal B), cuando el tope legal habilita a hacerlo por aprox. USD 5.500 millones (50% del Fondo de ahorro previsional), de donde resulta la posibilidad de ampliar las inversiones en dicho literal B) por una cifra aproximada de USD 4.500 millones.

La canalización de esos fondos hacia los proyectos de infraestructura de tipo PPP, requiere sin embargo, el levantamiento o mitigación de algunas limitaciones que a continuación se señalan.

La dificultad principal manifestada por los fondos previsionales para su participación en el financiamiento de los Proyectos PPP, fue la **restricción legal para asumir compromisos futuros**. En ese sentido, se agregó al penúltimo inciso



del artículo 123 de la Ley N° 16.713, del 3 de setiembre de 1995, en la redacción dada por el artículo segundo de la Ley 18.673, del 23 de julio de 2010, el siguiente párrafo:

“Las Administradoras podrán asumir compromisos de inversión, suscripción y/o integración en fechas futuras, a efectos de invertir los recursos del Fondo de Ahorro previsional, en las inversiones mencionadas en el literal B), con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay. Dichos compromisos no podrán ser asumidos por plazos superiores a los 5 años para efectuar dichas inversiones, ni por montos que superen el 20% (veinte por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional. La suma de los compromisos de inversión asumidos más las inversiones ya existentes no podrán superar el límite establecido en el referido literal B). Cuando corresponda efectivizar el financiamiento comprometido, los instrumentos a adquirir deberán cumplir los requisitos legales y reglamentarios establecidos para la inversión en valores del Literal B)”.

La modificación legal que se introduce, habilita a los fondos de pensión a la emisión de una **carta de intención en el momento cero del proyecto y la integración de fondos en tramos.**

La obtención de una **carta intención por parte de las AFAPs**, abriría la posibilidad a los adjudicatarios PPP de asegurarse la emisión de un Bono infraestructura que sería adquirido por este tipo de inversiones institucionales a una fecha futura de operación y con una tasa de interés fija en el largo plazo, lo que contribuye a mitigar parte del riesgo financiero asociado a la volatilidad de tasas de interés. Además les permite cerrar la estructura financiera del proyecto desde el momento cero y por tanto reducir el costo financiero del proyecto. Esto es



muy relevante en cuanto de no materializarse podría implicar un encarecimiento del pago por disponibilidad derivado de tasas de interés variables y más altas al momento de presentar la oferta (tasas ofrecidas por los Bancos con riesgo de refinanciación).

La **integración en tramos** es importante en cuanto con la normativa anterior, si el emisor (contratista PPP) quería asegurar de los fondos de las AFAP, debería obtenerlos en su totalidad en el momento cero, aunque no los fuera a aplicar inmediatamente, generándose dos problemas:

- Incremento en el **costo financiero del proyecto**. Los emisores deberían asumir un costo financiero por el 100% de la deuda en el momento cero cuando en realidad no necesitarían disponer del 100% de los fondos al momento de la emisión (los proyectos PPP requieren desembolsos variables durante un plazo mayor a 24 meses, que podría llegar hasta 5 años, dependiendo del proyecto). La modificación de la normativa permitiría al inversor institucional realizar **un desembolso de los fondos a medida de los requerimientos del proyecto y por consiguiente un devengo de la tasa de interés en función sobre un stock creciente en el tiempo** y no sobre todo el capital en el momento cero.

- Incremento del **riesgo del proyecto**. Con la normativa anterior, el contratista estaba **obligado a gestionar los fondos desde la emisión** asumiendo problemas de descalce de monedas, variaciones de precio en otros instrumentos, compromisos fiscales, etc.

La integración en tramos se vuelve aún más relevante cuando los fondos previsionales provean financiamiento para la etapa de construcción.



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

A pesar que la modificación legal que permite la integración en tramos, significa un avance importante, puede considerarse un obstáculo que la misma dependa de fechas pre-establecidas. Sería más beneficioso que la integración en tramos dependa de hitos medibles, contrastables o determinados por un actor externo, por ejemplo un auditor externo. Los inconvenientes que se observan al basarse en fechas, y no en hitos, es que puede darse que en la fecha acordada, los financistas consideren que no están dadas las condiciones para liberar los fondos, o quizás en ese momento el proyecto no requiere de los fondos acordados.

Resuelta la principal dificultad, igualmente existen algunas limitaciones para el desarrollo de financiamiento bursátil, que no son propias de Uruguay sino compartidas por el resto de los países de LATAM.

En primer término, mencionar que el financiamiento bursátil es normalmente más complejo, costoso (en cuanto a gastos fijos de estructuración), pues requiere por ejemplo de obtención de calificaciones de riesgo. Requiere de un proceso más riguroso de revisión que implican costos fijos que hay que incurrir independientemente del tamaño del proyecto. En este sentido, las medidas tendientes a la estandarización de la documentación y los procesos que impliquen menores gastos fijos, permitirían que esta fórmula de financiamiento resultase eficiente también para proyectos de menor tamaño. Con el objetivo de lograr esta estandarización, Chile y Colombia elaboraron un **Prospecto de Bono de Infraestructura**, lo que facilitó la incorporación de los fondos previsionales en el financiamiento de concesiones. En el caso de Chile, ya existe una larga experiencia en la participación de los fondos previsionales en el sector de la infraestructura,



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

mientras que en el caso de Colombia, es más incipiente, con un lanzamiento oficial gubernamental hacia fines del año 2012.

En segundo término, mencionar que el financiamiento bursátil requiere de una **mejora crediticia**. Para lograr las calificaciones necesarias, frecuentemente resulta necesario dotar al financiamiento de una mejora crediticia externa, normalmente en la forma de una garantía financiera. En este sentido, todas las gestiones que tiendan a aumentar y facilitar la disponibilidad de estos productos de mejora crediticia son de gran utilidad.

En tercer término, mencionar la intención de idear mecanismos que permitan **mitigar el riesgo construcción** y así permitir a las AFAPs ingresar al proyecto desde el inicio de la etapa de construcción. Los mecanismos necesarios para viabilizar la entrada de estos fondos desde el inicio del proyecto, implicaría la constitución de garantías, fideicomisos, etc. La constitución de estas garantías debería lograr que el título de deuda alcanzara una calificación Investment Grade, requisito según regulación de AFAPs. Algunas opciones de garantías podrían ser: a) Sociedades de garantías, se crea un garante local para garantizar los bonos infraestructura (multilateral o fondos de inversión), b) Garantías de contrato de concesión con cobertura privada. En lo que refiere a garantía de Multilateral, el Banco Mundial ha ofrecido una posible solución que puso a consideración del MEF. Básicamente se trata de la emisión de un bono por el Banco Mundial en moneda local que eventualmente comprarían las AFAPs con un plazo de 5-7 años. Los fondos obtenidos por el Banco Mundial se canalizarían en parte hacia una institución bancaria local, quien a su vez le prestaría al contratista. Al vencimiento del bono, el contratista amortiza el crédito contraído con el banco comercial a través de una emisión de un nuevo bono que emitiría el contratista y comprarían



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

los fondos de pensión. De esta manera, el banco comercial devuelve los fondos al Banco Mundial, que los utiliza para amortizar el bono original que habían adquirido las AFAPs.

En cuarto término, debe mencionarse la **incertidumbre de cierre financiero definitivo**. El proceso es más lento que en el caso del financiamiento bancario y el cierre se materializa a través de etapas. Una de las primeras etapas es la calificación crediticia, para lo cual muchas veces se necesitan diversas garantías. Un mitigante que existe es el compromiso de underwriting, que le garantice al emisor, en forma anticipada a la colocación, que existirá un poder de compra a una sobretasa conocida, para el monto total de la emisión. Los compromisos de underwriting, en diferentes variantes y niveles de compromiso, han sido frecuentes en mercados como el brasileño, chileno y canadiense.

Finalmente cabe mencionar los **Fideicomisos Financieros** como instrumento adicional. A través de estos, una empresa que demanda financiamiento (fideicomitente) aporta al fideicomiso una combinación de activos existentes y flujos de fondos futuros. Esta empresa, le da instrucciones al fiduciario para que emita títulos con cargo al patrimonio del fideicomiso. Los títulos serán adquiridos por inversores y su producido es transferido a la empresa. Posteriormente los títulos son rescatados con los activos del fideicomiso. Se exige para este tipo de fideicomisos el control del Banco Central del Uruguay sobre los fiduciarios financieros, con las facultades conferidas por el Decreto Ley 15.322 y sus modificativos. La característica que distingue al fideicomiso financiero de otros tipos de fideicomisos es la posibilidad que tiene el fiduciario de emita títulos representativos de distintos derechos (securitización), en forma pública o privada. Los títulos podrán tomar la forma de Títulos de Participación (certificados de



participación en el dominio fiduciario), Títulos de Deuda (el caso de las obligaciones negociables) y Títulos Mixtos Representativos (combinación de ambos). Los tenedores de esos títulos serán los beneficiarios del fideicomiso y tendrán derechos sobre ese patrimonio. Los títulos de deuda tendrán un menor riesgo que los certificados de participación, puesto que éstos participan en el resultado positivo ó negativo del negocio, constituyéndose en lo más parecido a una acción.

## **FINANCIAMIENTO CON MULTILATERALES**

### **Corporación Financiera Internacional – Banco Mundial**

La Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés), miembro del Grupo del Banco Mundial, es una institución internacional de desarrollo dedicada exclusivamente a apoyar al sector privado. IFC ofrece préstamos a largo plazo en términos comerciales a empresas en prácticamente todos los sectores. IFC también invierte en el capital accionario de empresas – hasta no más del 20% - en forma directa. Los préstamos de IFC no deben exceder el 25% del costo total del proyecto para ‘greenfield’, y el 50% para proyectos de expansión. En general, los montos de los préstamos de IFC se ubican entre USD 5 y USD 100 millones.

### **CAF-Banco de Desarrollo de América Latina**

CAF Banco de desarrollo de América Latina, conduce sus actividades de financiamiento al sector no soberano a través de sus distintas unidades de negocios especializadas sectorialmente. Participa activamente en casi todos los sectores de la economía, priorizando los segmentos industriales de energía,



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

agroindustria, sectores productivos en general, e infraestructura en sus diversas formas. Uno de los principales objetivos de CAF es fungir como catalizador de recursos de otras instituciones financieras, para estructurar co-financiamientos, préstamos sindicados, prestamos A/B o estructuras similares. Las modalidades operativas de financiamientos de CAF al sector no soberano van desde líneas de crédito a corto plazo hasta financiamiento estructurado para proyectos de inversión a largo plazo, pasando por préstamos de mediano plazo y otorgamiento de avales y/o garantías parciales o de colocación de títulos. De igual manera participa en préstamos subordinados y realizamos inversiones patrimoniales.

Generalmente la participación de CAF es en operaciones que superan los USD 3 millones hasta lo que la capacidad de préstamo para el proyecto y país permite. Para operaciones de financiamiento estructurado, la participación de CAF no podrá exceder el 50% del costo total de la operación. Para clientes corporativos, la exposición de CAF no podrá exceder el 50% del patrimonio neto de la empresa. Tienen acceso a las operaciones de CAF las empresas privadas domiciliadas en sus países accionistas.

### **Banco Interamericano de Desarrollo (BID)**

El Grupo BID canaliza principalmente sus préstamos sin garantía soberana a través de dos ventanillas, de acuerdo al tamaño de los préstamos y a las características de los tomadores. Uno de ellas es la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) que otorga financiamiento a empresas privadas de América Latina y el Caribe. Los préstamos de la CII pueden representar hasta el 33% del costo de un proyecto nuevo, o bien hasta el 100% del patrimonio de la empresa en caso de un proyecto de expansión (empresa existente), siempre que el aumento de los activos financiados no supere el 33% del total de activos de acuerdo al último cierre



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

contable. Los préstamos van desde USD 2 hasta USD 15 millones, y la Corporación tiene la posibilidad de atraer a otras instituciones financieras para participar dentro del programa de préstamo así como co-financiar a largo plazo.

### **PRIVATE EQUITY**

Los fondos infraestructura para equity se han incrementado en los últimos años, producto del aumento de proyectos de infraestructura con participación privada alrededor del mundo. En la región varios de esos fondos han comenzado a operar y han resultado una alternativa adecuada para facilitar la implementación de este tipo de proyectos. Es de esperar que Uruguay atraiga alguno de esos fondos en la medida en que se avance en un portafolio de proyectos interesante. Durante la gestación de los primeros proyectos y hasta tanto dichos fondos no operen el país, la provisión de equity por parte de los operados locales podría ser acotada, y eventualmente colocarlos en una posición más débil al momento de consorciarse con un operador internacional.



## ANEXO I

La **circular 2135 del 7 de febrero de 2013** establece en su artículo 204 (Topes de riesgos crediticios en el sector no financiero privado): *“Las instituciones podrán asumir por cada persona física o jurídica o por cada conjunto económico, según la definición dada por el artículo 271, riesgos crediticios por hasta el 15% de su responsabilidad patrimonial neta (...) En el caso de riesgos asumidos con personas jurídicas calificadas en una categoría no inferior a BBB+ o equivalente, el porcentaje a que refiere el inciso anterior será de hasta el 25%. Si se tratase de un conjunto económico en el cual al menos un integrante del mismo esté calificado en una categoría no inferior a BBB+ o equivalente, el tope será de hasta el 25%, debiéndose respetar los límites individuales para cada una de las empresas que conforman el conjunto. Estos topes podrán incrementarse en las condiciones previstas en el artículo 205, debiéndose respetar -en el caso de un conjunto económico- los límites individuales para cada empresa que conforma el mismo. Los riesgos asumidos dentro de una línea de crédito otorgada por la casa matriz podrán ser de hasta el 35% de la responsabilidad patrimonial neta, siempre que el total del riesgo asumido con el cliente a nivel consolidado esté adecuadamente estudiado y monitoreado por aquella y encuadrado dentro de los límites fijados por su supervisor bancario, en relación a su patrimonio total.”*



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY

## REFERENCIAS

- Banco Mundial-PPIAF (2013). “Desarrollo de opciones de financiamiento para asociaciones público-privadas en el sector vial” Vol. 1 y Vol. 2. Consultoría realizada en el marco de Programa de Asistencia Técnica al Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay.
- Hinojosa, Sergio Alejandro (2009). “Financiamiento privado de infraestructura a través de mercado de capitales”.
- Dirección Nacional de Energía y Tecnología Nuclear (2009). “Las oportunidades de financiamiento para los parque eólicos en el Uruguay”- Programa de Energía Eólica en Uruguay.

## PARTICIPANTES EN RELEVAMIENTO

- Martín Larzábal - Gerente de Inversiones - República AFAP.
- Ignacio Azpiroz - Gerente de Inversiones - Unión Capital AFAP.
- César Cardozo - Coordinador de negocios - Banco de la República Oriental del Uruguay.
- Madelón O’Neil - Gerente de Análisis de Crédito - Banco de la República Oriental del Uruguay.
- Ricardo Cantera, Gerente de Negocios de Unidad Central de Empresas - Banco de la República Oriental del Uruguay.
- Cristina Joubanoba - Gerente Revisión de Crédito - Banco de la República Oriental del Uruguay.
- Adrián Zak - Resident Vice President – Corporate Finance & Public Sector Head – Citibank N.A. Sucursal Uruguay.



JOSÉ ARTIGAS  
UNIÓN DE LOS PUEBLOS LIBRES  
BICENTENARIO.UY



- Manuel Aya Smitmans – Director – Finanzas - Banco Santander.
- Franco Rizza – Director – Departamento de Riesgos - Banco Santander.
- Francisco Bello Ruiz – Director – Subgerente General – Negocios – Banco Santander.
- Esteban Gherardi Lanata - Gerente – Banca de Empresas – Banco Santander.
- Gabriel Varesi - Team Leader - Multinacionales y Finanzas estructuradas - Banco Santander.
- Serrana Pedragosa - Gerente - BBVA.
- Fernando Aiscar - Gerente de Proyectos - Banca Corporativa - Banco Comercial.
- Pablo Menéndez - Gerente de Banca Corporativa - Banco Itaú.