

Nº 04 / 2022

OPORTUNIDADES PARA EL **DESARROLLO**



Diseño de un Vehículo de
Propósito Especial (VPE) para
el acceso de las pymes al
Mercado de Valores de Uruguay

JAIME DUNN DE AVILA



DISEÑO DE UN VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIAL (VPE) PARA EL ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE VALORES DE URUGUAY

SERIE OPORTUNIDADES DE DESARROLLO

EDITOR
CAF

VICEPRESIDENTE SECTOR PRIVADO
Jorge Arbache

AUTOR
Jaime Dunn De Avila

SERIE OPORTUNIDADES PARA EL DESARROLLO
El propósito de esta serie es brindar insumos a un público especializado integrado por hacedores de políticas públicas, académicos, investigadores, analistas y especialistas en temas que contribuyan a la mejora de la productividad en América Latina, especialmente en lo referente al sector privado, financiero y productivo.

CONCEPTO GRÁFICO
Gatos Gemelos

MONTAJE Y DIAGRAMACIÓN
Claudia Parra Gabaldón

Las ideas y planteamientos contenidos en la presente edición son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de CAF.

Este documento es de propiedad exclusiva de CAF. Puede ser distribuido y citado siempre y cuando se mencione la fuente de manera completa: es decir el título, fecha, autor, ANDE y a CAF-Banco de Desarrollo de América Latina.

La versión en digital de esta publicación se encuentra en:
scioteca.caf.com

© 2022 Corporación Andina de Fomento
Todos los derechos reservados

ÍNDICE



ABREVIATURAS Y ACRÓNIMOS	7
RESUMEN EJECUTIVO	8
INTRODUCCIÓN	10
METODOLOGÍA	11
I. NORMATIVA FINANCIERA	12
1 1 Vehículos de Propósito Especial (VPE): fideicomisos y fondos de inversión	12
1 2 Ley 18.627 del Mercado de Valores del 2 de diciembre de 2009	13
1 3 Ley 17.703 del fideicomiso de fecha 27 de octubre del 2003	14
1 4 Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV) y los fideicomisos financieros	14
1 4.1 Los fiduciarios	14
1 4.2 Inscripción de fiduciarios financieros y garantías	15
II. NORMATIVA TRIBUTARIA DE LOS VPE EN URUGUAY	16
2 1 Cuadro tributario comparativo entre los FIC y los fideicomisos financieros	16
III. ANÁLISIS COMPARATIVO DE UN FONDO DE INVERSIÓN CERRADO Y UN FIDEICOMISO FINANCIERO	19
3 1 El FIC versus fideicomiso financiero	19
3 2 El fideicomiso financiero en Uruguay	23
3 3 Conclusiones y recomendaciones respecto al uso del fideicomiso financiero	23
IV. VALORES PARA EMITIR POR LAS PYMES EN RÉGIMEN DE OFERTA PRIVADA	25
4 1 Emisión de Obligaciones Negociables (ON)	25
4 2 Emisión de vales, pagarés y otros títulos valores	26
4 3 Emisión en Unidad Indexada (UI) y en dólares americanos	26
V. CARACTERÍSTICAS DE LAS MIPYMES EN URUGUAY	27
5 1 Clasificación de las mipymes en Uruguay	27
5 2 Antigüedad de las pymes	28
5 3 Niveles de formalidad y naturaleza jurídica	30
5 4 Nivel educativo	31
5 5 Trayectoria	31

5 6	Destino de las ventas	32
5 7	Seguro de accidentes	32
5 8	Acceso a celulares, internet y programas informáticos	33
5 9	Uso de servicios bancarios y acceso al financiamiento	34
VI.	REQUISITOS SUGERIDOS QUE UNA PYME DEBE CUMPLIR COMO EMISORA DE VALORES DE OFERTA PRIVADA	40
6 1	Características esenciales	40
6 1.1	Formalidad	40
6 1.2	Antigüedad	41
6 1.3	Personería jurídica apropiada	41
6 1.4	Acceso a tecnología	42
6 1.5	Grado educativo alto de quienes dirigen las pymes	43
6 1.6	Acceso a financiamiento tradicional	43
6 2	Pymes pre-calificables para la emisión de valores de oferta privada	43
6 3	Criterios financieros de selección de empresas medianas	44
6 3.1	Criterios de selección económico y financiero	44
6 3.2	Empresas medianas candidatas: Total 334	46
6 3.2.1	Sector de actividad económica	46
6 3.2.2	Indicadores financieros	46
6 3.2.3	Facturación anual	47
6 3.2.4	Análisis crediticio	48
6 3.3	Resumen de resultados financieros	52
VII.	INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES	53
7 1	Las AFAP	53
7 1.1	Las AFAP: recursos y necesidad de invertirlos	54
7 1.2	Inversiones permitidas a los Fondos de Ahorro Previsional	56
7 1.3	Compromisos de inversión, suscripción o integración en fecha futura	57
7 1.4	Límites de inversión de los Fondos Previsionales	57
7 1.5	Cartera y potencial del Subfondo de Acumulación de las AFAP	58
7 2	Existe un mercado de valores formal bursátil de amplia historia y tradición	59
VIII.	PROPOSICIÓN DE VALOR DEL FIDEICOMISO FINANCIERO COMO VEHÍCULO ESPECIAL	60
8 1	Ventajas para las pymes	60
8 2	Ventajas para los inversionistas	61
8 3	Ventajas para las Bolsas de Valores	62
8 4	Ventajas para el Regulador	62

IX. CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO Y DE LOS VALORES	63
A EMITIRSE POR PARTE DE LAS PYMES	
9 1 Características del fideicomiso financiero	63
9 1.1 Aspectos regulatorios	63
9 1.2 Documentación para presentarse	64
9 1.3 De la responsabilidad	64
9 1.4 Del Representante de los Tenedores de valores y de la Asamblea	64
9 2 Programa de emisión	64
9 3 Características de los valores a ser emitidos por las pymes	65
9 3.1 Montos estimados	66
9 3.2 Plazos	66
9 3.3 Periodicidad de pagos	66
9 3.4 Tasa de interés	67
9 3.5 Garantías otorgadas por las pymes	69
9 4 Mecanismos de garantías y coberturas	70
9 4.1 El SiGa como mecanismo de cobertura	71
<i>Garantía SiGa para cada pyme</i>	71
<i>Garantía SiGa para el fideicomiso financiero</i>	72
<i>Garantía Quirografaria</i>	72
X. PARTICIPANTES, SERVICIOS REQUERIDOS Y FUNCIONAMIENTO	74
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO PROPUESTO	
10 1 Participantes y servicios requeridos	74
10 1.1 Promotor	75
10 1.2 Fiduciaria (AFISA)	78
10 1.3 Gestor	78
10 1.4 Bolsas de valores	79
10 1.5 AFAP	79
10 2 Funcionamiento del fideicomiso financiero	79
10 2.1 Contrato de fideicomiso financiero	79
10 2.2 El fiduciario	80
10 2.3 El fideicomiso	80
10 2.4 Contrato de gestión del Gestor	80
10 2.5 Política de inversiones	81
10 2.6 Comité de Crédito	82
10 2.7 Comité de Vigilancia	82
10 2.8 Comité de Calificación de Carter	82
10 2.9 Modelo de evaluación de riesgo crediticio de las pymes	82
XI. COSTOS DE ESTRUCTURACIÓN Y MANTENIMIENTO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO	85
11 1 Costos iniciales	86
11 2 Costos anuales	86

XII. MODELO FINANCIERO DEL FIDEICOMISO (SIN IMPUESTOS)	87
12 1 Supuestos del modelo	87
12 2 Ingresos operativos	88
12 3 Gastos operativos y resultados de la gestión	88
12 4 Patrimonio	90
12 5 Valor de los certificados de participación (CP)	90
12 6 Rentabilidad comparada del fideicomiso financiero	91
12 7 Característica del financiamiento a las pymes	92
12 8 Rendimiento mínimo a los inversionistas (sin impuestos)	94
12 9 Plazo promedio ponderado	95
XIII. MODELO FINANCIERO DEL FIDEICOMISO (CON IMPUESTOS)	96
13 1 Impacto del IRAE y el IP sobre la tasa de financiamiento a las pymes	96
13 2 Recomendación sobre aspectos tributarios sobre el fideicomiso financiero	97
XIV. CONCLUSIONES	99
ANEXO 1	101
Consultoría en aspectos fiscales en el marco del instrumento de Financiamiento de PYMES en el Mercado de valores de Fondos de Inversión Cerrados (FIC)	101
ANEXO 2	114
Informe preselección empresas medianas en Uruguay elaborado por ANDE	114
I. Objetivo y Alcance	114
II. Características generales de empresas medianas en Uruguay	114
III. Proceso de Preselección de empresas medianas	115
III 1. Bases de datos utilizadas para la preselección de empresas medianas	116
III 2. Criterios de Preselección de empresas medianas	117
IV. Análisis empresas preseleccionadas	119
ANEXO 3	123
1. Ley 16.774 de Fondos de Inversión del 27 de septiembre de 1996	123
2. Ley 17.202 del 24 de septiembre de 1999, modificatoria a la Ley 16.774	125
3. Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV) y los Fondos de Inversión	126
ANEXO 4	128
ANEXO 5	129
ANEXO 6	133

ABREVIATURAS Y ACRÓNIMOS



AFAP	Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional.
AFISA	Administradora de Fondos de Inversión.
ANDE	Agencia Nacional de Desarrollo.
ANMYPE	Asociación Nacional de Micro y Pequeña Empresa.
BCU	Banco Central del Uruguay.
BEVSA	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
BVM	Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
CAF-AM	CAF-AM Administradora de Activos Uruguay S.A.
CP	Certificados de Participación.
CPD	Cheque de pago diferido.
DINAPYME	Dirección Nacional de Artesanías, Pequeñas y Medianas Empresas.
FF	Fideicomiso financiero.
FIC	Fondo de Inversión Cerrado.
INE	Instituto Nacional de Estadística.
IP	Impuesto al Patrimonio.
IRAE	Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas.
RMV	Registro del Mercado de Valores.
RNMV	Recopilación de Normas del Mercado de Valores.
RNCFP	Recopilación de Normas de Control de Fondos Previsionales.
SGR	Sociedad de Garantía Recíproca.
SiGa	Sistema Nacional de Garantías para empresas.
SA	Sociedad Anónima.
SRL	Sociedad de Responsabilidad Limitada.
SSF	Superintendencia de Servicios Financieros.
Valores de oferta privada	Para este informe, se consideran las obligaciones negociables, pagarés, vales, entre otros que pueden ser emitidos por las pymes, emitidos bajo el régimen de oferta privada.
VPE	Vehículo de Propósito Especial.
UI	Unidad Indexada.
RNMV	Recopilación de Normas del Mercado de Valores.
ON	Obligaciones Negociables.
USD / US\$	Dólares de los Estados Unidos de América.
\$	Pesos uruguayos.

RESUMEN EJECUTIVO



En el presente estudio hemos realizado el diseño e implementación de un Vehículo de Propósito Especial (VPE) para el acceso de las pymes al mercado de valores. Se contemplan los resultados y las recomendaciones después de haber realizado un análisis respecto a la posibilidad de emisión de valores de oferta privada por parte de pymes para la adquisición del mencionado VPE administrados por una AFISA, en el marco de la regulación uruguaya.

Un VPE es un vehículo de propósito especial, legalmente constituido y regulado para la emisión de valores de oferta pública. En este trabajo nos hemos limitado a estudiar dos figuras concretas de VPE: el fondo de inversión cerrado (FIC) y el fideicomiso financiero. Este trabajo hace una relación de aspectos legales, normativos y de la experiencia uruguaya con estos vehículos de propósito especial.

Dadas las condiciones actuales del mercado de valores uruguayo en favor de las figuras fiduciarias y la amplia experiencia de exitosas estructuraciones y colocaciones de estos vehículos, nos lleva a concluir que la utilización del fideicomiso financiero es el vehículo más apropiado en Uruguay para efectos del proyecto que estamos analizando.

También se ha recomendado una metodología de acercamiento y bases de datos a una evaluación de pymes, y se ha llevado a cabo una primera preselección de potenciales empresas pyme como candidatas para emitir valores de oferta privada. Esto se ha logrado con el apoyo de ANDE, quien colaboró en obtener información suficiente para poder identificar un total de 334 pymes, según los indicadores financieros y las características previamente establecidas y descritas más adelante.

De manera resumida, este informe nos presenta los siguientes resultados:

- Existe la normativa legal suficiente para el funcionamiento de los FIC, los fideicomisos financieros y las AFISA en el marco de lo requerido para la emisión de valores de oferta privada por parte de pymes.
- Los aspectos fiscales sobre los vehículos de propósito especial denotan diferencias entre un FIC y un fideicomiso financiero emisor de cuotas de participación. Existe mayor ventajas y claridad tributaria para los fondos de inversión abiertos y para los fideicomisos financieros. En nuestro análisis, concluimos que el impacto fiscal para estos últimos incrementa de manera significativa el costo financiero de las pymes.
- Por los aspectos regulatorios y normativos, además de la amplia experiencia comprobada y exitosa de los fideicomisos financieros en Uruguay, se determina que la utilización del fideicomiso financiero como el VPE es la opción más adecuada.

- Analizadas las características de las pymes en Uruguay, se determina que las mismas deben cumplir ciertos parámetros importantes en cuanto a personería jurídica (SA o SRL) y varios aspectos financieros sugeridos.
- De un universo de 7.219 empresas medianas registradas en 2018, se han identificado inicialmente un total de 334 empresas “medianas” bajo estrictos criterios de selección, que a nuestro parecer las convierten en candidatas potenciales a ser emisoras de valores de oferta privada.
- Se ha establecido que los valores de oferta privada deben ser emitidos por empresas “medianas” y la emisión se circunscribe a obligaciones negociables, pagarés y vales.

Este documento servirá como base para el diseño del fideicomiso financiero, para lo cual se hizo una simulación de un vehículo que invierte en 346 pymes a lo largo de diez años. Se establecen las características financieras resumidas de un modelo de fideicomiso financiero que sirva de guía para el estructurador final.

INTRODUCCIÓN



En el libro “Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay”¹, se explica que, en diversos estudios y foros internacionales, se ha hablado mucho de la importancia de las pymes dentro de las economías de los países. Son una importante fuente de empleo, constituyen la mayoría de las empresas en funcionamiento y tienen un considerable impacto en las cifras del empleo de hasta más del 60% del PIB en algunos casos.

Dada esa importancia, los esfuerzos de conseguir mecanismos de financiamiento efectivos ha sido siempre un tema prioritario en cada país. El mercado de valores siempre se ha visto como una alternativa interesante. Pero por temas de riesgos y los bajos volúmenes de inversión que las pymes representan, entre otros, los intermediarios de valores no encuentran atractivo llevar a las pymes al mercado de valores y muchos inversionistas no desean invertir en ellas, por más de que estas accedan a regímenes simplificados o se les reduzcan los costos de acceso a mercados alternativos.

El mencionado libro recomienda la constitución de Vehículos de Propósito Especial (VPE), en particular en la forma de Fondos de Inversión Cerrados (FIC) que inviertan en valores de oferta privada emitidos por pymes. El FIC como vehículo de propósito especial, tiene la ventaja natural de diversificación de riesgo, puede realizar emisiones de montos altos y superiores a los que una sola empresa pyme puede lograr, puede reglamentar el tipo de empresas en las que invierte y muchas otras que justamente se dan cuando se usa un FIC como vehículo de financiamiento para varias empresas de manera simultánea.

En el Uruguay hoy en día hay un importante mercado de ofertas privadas promovidas por intermediarios de valores y asesores de inversión. Al establecer que los FIC compren valores de oferta privada de pymes, se logran muchas ventajas: los costos de financiamiento de las empresas de menor porte se reducen drásticamente comparado con hacer una oferta pública, además que los mismos quedan divididos entre varias pymes.

La sugerencia anterior sigue vigente y es recomendable que a mediano plazo sea desarrollada. Sin embargo, en este trabajo y siguiendo las recomendaciones del mencionado libro, nos estamos concentrando en el fideicomiso financiero, en reemplazo del FIC, como el vehículo más apropiado para poder financiar a las pymes en Uruguay. Esto debido a que el fideicomiso financiero es ampliamente conocido y la experiencia existente hace que su preferencia para este proyecto sea altamente recomendable.

1. Dunn De Avila, Jaime (agosto, 2019): “Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay”, N° 03 / 2019, Oportunidades para el Desarrollo. CAF Banco de Desarrollo de América Latina. <https://scioteca.caf.com/handle/123456789/1531>

METODOLOGÍA



La metodología aplicada al presente trabajo ha sido la siguiente:

- Análisis de los requisitos normativos más importantes para el funcionamiento de los VPE y las AFISA.
- Análisis de los aspectos fiscales relacionados con la emisión y adquisición de valores de oferta privada por parte de vehículos de propósito especial tales como un FIC y un fideicomiso financiero. Esta parte del trabajo ha sido realizado por el Cr. Gustavo Viñales.
- Revisión de aspectos normativos y regulatorios de los FIC y los fideicomisos financieros.
- Análisis de los valores de oferta privada que pueden emitir las pymes. Este análisis ha sido realizado con el apoyo de ANDE.
- Identificación de los requisitos que una pyme debe cumplir como emisora de valores de oferta privada.
- Se utilizó como base para el análisis de las pymes el estudio “Encuesta Nacional de mipymes”² del año 2017.
- Análisis de empresas medianas en el mercado uruguayo realizado junto con la ANDE.
- Análisis del tipo de pymes e inversionistas recomendados.
- Con el apoyo de ANDE, se realizó un trabajo de campo en Montevideo entrevistando al personal asignado en varias AFISA, una calificadora de riesgo, las AFAP y SiGa. También se realizaron entrevistas a distancia con personal de CAF-AM. (Ver Anexo 4).
- El trabajo se realizó con la participación coordinada con el personal designado de ANDE.
- Simulación de un fideicomiso financiero.

2. Ministerio de Industria, Energía y Minería (2017): “Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios”. Tercera edición. Montevideo, Uruguay.

I ■■■ **NORMATIVA FINANCIERA**

1 | 1 VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL (VPE): FIDEICOMISOS Y FONDOS DE INVERSIÓN

Los VPE son patrimonios autónomos, de afectación independientes y separados contablemente de quien los constituye y de quien los administra. Son de propósito exclusivo, es decir son creados para lograr un fin específico como emitir valores de características determinadas, por ejemplo: tienen una contabilidad relativamente sencilla y sin un pasado que se pueda cuestionar; estructuralmente, pueden contar con amplios mecanismos de cobertura para reducir el riesgo; y están facultados para emitir valores de renta fija, variables o mixtos. Por eso, los VPE se vuelven vehículos ideales para emitir valores.

Los VPE existentes legalmente en Uruguay como instrumentos de emisión en el mercado de valores son los fideicomisos financieros y los fondos de inversión. La Ley 16.774 de Fondos de Inversión del 27 de septiembre del 1996, complementada en el año 1999 con la Ley 17.202, dio nacimiento a los fondos de inversión en Uruguay. Sin embargo, el impulso más importante para el desarrollo del mercado de valores se da con la Ley 17.703 de fideicomisos del 23 de octubre del 2003.

El fideicomiso financiero es en realidad un vehículo de titularización (securización) que marca un hito en el mercado uruguayo, “colaborando de manera progresiva a cubrir la falta de algunos instrumentos básicos en cualquier mercado de capitales como lo son las acciones y la deuda corporativa”³.

El fideicomiso financiero permite emitir instrumentos financieros de todo tipo, introduciendo en el mercado una nueva generación de valores de renta fija (de contenido crediticio similares a los bonos), de renta variable (de contenido patrimonial similar a las acciones) o mixtos. Por su parte el fondo de inversión introduce al mercado cuotas de participación también de contenido patrimonial, que reemplaza el crónico déficit de emisores de acciones en los mercados formales.

En Uruguay las normas financieras que rigen la constitución y el funcionamiento de las AFISA, los fondos de inversión y fideicomisos que administran son las siguientes:

- Ley 18.627 del Mercado de Valores de fecha 2 de diciembre de 2009.
- Ley 16.774 de Fondos de Inversión de fecha 27 de septiembre de 1996.
- Ley 17.202 del 24 de Fondos de Inversión de septiembre de 1999 modificatoria a la Ley 16.774.
- Ley 17.703 del fideicomiso de fecha 27 de octubre del 2003.
- Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV) actualizada al 29 de mayo del 2020 por el BCU.

3. Entrevista a Martin Larzabal, Gerente de Inversiones, República AFAP. Material FIAP, República AFAP, octubre, 2014.

A continuación, hacemos un análisis de los aspectos normativos más relevantes para los objetivos del presente informe, haciendo notar los aspectos que se deben considerar al momento de aplicarse para la constitución de un fideicomiso financiero para pymes.⁴

En los análisis realizados, transcribimos (en cursiva) la parte pertinente de los artículos de la normativa correspondiente, haciendo notar (con negrillas) los aspectos necesarios e importantes de la misma con referencia a las AFISA, los FIC y los fideicomisos financieros en cuanto al objeto del presente informe.

1 | 2 LEY 18.627 DEL MERCADO DE VALORES DEL 2 DE DICIEMBRE DE 2009

La Ley 18.627 es una ley marco que establece de manera general aspectos referentes al mercado de valores de Uruguay, dejando que sean los reglamentos y la normativa específica de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) del Banco Central de Uruguay (BCU), los que establecen los detalles sobre las características, requisitos, prohibiciones y otros aspectos relativos a los participantes y productos del mercado de valores. Esto es más evidente en el caso de los fondos de inversión y de los fideicomisos (ambos VPE), considerando que cuentan con una Ley propia, es decir la Ley 16.774 de Fondos de Inversión de fecha 27 de septiembre de 1996 y la Ley 17.703 del fideicomiso de fecha 27 de octubre del 2003, las cuales analizamos más adelante.

En ese sentido, al nivel de la Ley 18.627 los aspectos relacionados a los FIC solo se limitan a aspectos relativos a la definición de “cuota de fondos de inversión” como “valor”, la calificación de riesgo y la designación de auditores externos.

En el Artículo 13 (Definición) se establece que las cuotas de fondos de inversión son consideradas “valores”, ya que establece que “Se entenderá por valores, a los efectos de la presente ley, los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes.” Este aspecto incluye de manera específica a las “acciones, obligaciones negociables, mercado de futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores y, en general, todo derecho de crédito o inversión.”

Al ser las cuotas de los fondos de inversión valores negociables, su forma de emisión, negociación y redención, quedan bajo el ámbito de la normativa del mercado de valores.

El Artículo 113 (Designación de auditores externos), establece que las administradoras de fondos de ahorro previsional y de fondos de inversión, por ser una entidad supervisada por la SSF “deberán designar auditores externos autorizados inscriptos en el registro de auditores externos que, para este fin, lleva dicha Superintendencia. Dichos auditores deberán aplicar las normas internacionales de auditoría.”

Finalmente, el Artículo 115 (Designación de calificadoras de riesgo), establece que las administradoras de fondos de inversión, como cualquier otra entidad supervisada, por la SSF, “cuando deban designar calificadoras de riesgo, deberán hacerlo de entre las inscriptas en el registro de calificadoras de riesgo que, para este fin, lleva dicha Superintendencia.”

Se hace notar que la Ley 18.627, no establece una diferenciación clara entre los que es un fondo de inversión abierto y uno cerrado, por lo que se entiende que la referencia a “fondos de inversión” es a ambos tipos de fondos sin distinción.

4. En el Anexo 3 se profundizan detalles normativos del FIC a manera de informar mejor al lector.

Por el lado de los fideicomisos financieros, la Ley 18.627 no los menciona, excepto en el Título XI sobre “Disposiciones Tributarias de Promoción al Mercado de Valores”. Aunque no es el punto de análisis en dicha Ley, se menciona las “Rentas de certificados de participación emitidos por fideicomisos financieros...”. Este aspecto es importante pues encontramos en rango de Ley el establecimiento de otro tipo de “valores” cuando se mencionan los certificados de participación, los cuales por su naturaleza son de contenido patrimonial (derecho de inversión), similar a las cuotas de los fondos de inversión.

1 | 3 LEY 17.703 DEL FIDEICOMISO DE FECHA 27 DE OCTUBRE DEL 2003

La Ley 17.703 establece que el fideicomiso es un negocio jurídico por medio del cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad u otros derechos reales o personales, transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre, de acuerdo con un contrato de fideicomiso, en beneficio de un beneficiario.

Respecto al fideicomiso financiero que nos concierne, en el Artículo 25 se establece que:

“Artículo 25 (Concepto). – El fideicomiso financiero es aquel negocio de fideicomiso cuyos beneficiarios sean 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 sobre el remanente. Los certificados de participación y títulos de deuda se registrarán por el Decreto-Ley N° 14.701, de 12 de septiembre de 1977, en lo pertinente. “

En el Artículo 26 (fiduciarios) se indica que “podrán ser fiduciarios en un fideicomiso financiero las entidades de intermediación financiera o las sociedades administradoras de fondos de inversión.” De ahí que en Uruguay una AFISA es esencia una administradora de fondos de inversión y de fideicomisos.

En el Artículo 27 (Títulos valores) se establece que los certificados de participación y títulos de deuda emitidos por el fideicomiso serán considerados títulos valores. La oferta pública de los certificados de participación, de los títulos de deuda y de los títulos mixtos, se rigen por las disposiciones de la Ley del mercado de valores.

1 | 4 RECOPIACIÓN DE NORMAS DEL MERCADO DE VALORES (RNMV)⁵ Y LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS

1 | 4.1 LOS FIDUCIARIOS

En Uruguay, los fiduciarios podrán actuar en fideicomisos Generales o Financieros. Se denominan fiduciarios Financieros aquellas instituciones habilitadas a actuar como fiduciarios en fideicomisos Financieros.

La RNMV en su Artículo 96 (Fiduciarios Profesionales) establece que, en el caso de los fiduciarios Generales, se considera que existe profesionalidad cuando se verifique su participación en cinco o más negocios de fideicomisos en cualquier año calendario o que el fiduciario sea una institución de intermediación financiera. Los fiduciarios Financieros se considerarán profesionales desde el momento en que se propongan desarrollar el primer fideicomiso.

5. Actualizada al 22 de enero del 2020.

Todos los fiduciarios profesionales deberán cumplir con el deber de inscripción en el Registro del Mercado de Valores dispuesto por el artículo 6º del Decreto 516/003 del 11 de diciembre de 2003, a cuyos efectos deberán presentar al Banco Central del Uruguay la información establecida en la normativa vigente, para la subcategoría correspondiente.

Los fiduciarios que adquieran el carácter de profesionales, por participar en cinco negocios o más de fideicomisos en cualquier año calendario, deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores, sección fiduciarios del Banco Central del Uruguay.

1 | 4.2 INSCRIPCIÓN DE FIDUCIARIOS FINANCIEROS Y GARANTÍAS

A efectos de dar curso a su inscripción, en forma adicional a los requisitos establecidos para los Fiduciarios Generales, los Fiduciarios Financieros deberán acreditar el cumplimiento de los siguientes requerimientos pertinentes para el proyecto que estamos analizando:⁶

- Mantener en forma permanente un patrimonio no inferior a UI 2:500.000 (dos millones quinientas mil Unidades Indexadas).
- Constituir una garantía real a favor del Banco Central del Uruguay, por las eventuales obligaciones que pudiera asumir con dicho Banco o con terceros en el ejercicio de su actividad como fiduciario. Dicha garantía deberá mantenerse en todo momento y estará integrada por una garantía inicial de UI 2:500.000 (dos millones quinientas mil Unidades Indexadas).

La RNMV también exige una garantía adicional a constituirse en forma previa a cada emisión del 0,5% del valor nominal de los títulos de deuda, certificados de participación o títulos mixtos a emitir, hasta llegar a un monto máximo equivalente a la Responsabilidad Patrimonial Básica exigida para Bancos. En el caso de programas de emisión, la citada garantía deberá constituirse en forma previa a la emisión de cada serie.

La garantía adicional podrá consistir en:

- Prenda sobre depósito en efectivo, denominado en la moneda de la emisión, constituido en el Banco Central del Uruguay,
- Prenda sobre valores públicos nacionales cotizables, denominados en la moneda de la emisión, depositados en el Banco Central del Uruguay. A estos efectos, los valores se computarán por el valor de cotización diario establecido por el Banco Central del Uruguay.

Esta garantía del 0,5% no es un tema menor para nuestro proyecto. Por ejemplo, sobre la base para constituir un vehículo para financiamiento de pymes se necesitan USD 30 millones, esta garantía equivaldría a USD 150 mil.

6. RNMV artículo 104. BCU.

Por otro lado, en el cuadro 2, se muestra la aplicación de impuestos sobre los inversionistas, ya sea en los fondos de inversión o en el fideicomiso financiero.

Cuadro 2. Impuestos aplicables a los inversionistas del vehículo de propósito especial

IMPUESTO	FONDO DE INVERSIÓN			FIDEICOMISO FINANCIERO	
	ABIERTO	CERRADO	CERRADO DE CRÉDITO	CERT. PARTIC	INST. DE DEUDA
IRPF	0-7-12% (3)	0-7-12%	12%	7-12%	0%
IRNR	0-7-12%	0-7-12%	12%	7-12%	0%
IRAE	25% s/renta neta				
IP	(4)	(4)	(4)	(4)(5)	exento
IVA	Las personas físicas no son sujetos pasivos por percibir rentas de capital				

(3) Depende del activo de la inversión.

(4) Impuesto al Patrimonio de las Personas Físicas – tasas de 0,4 - 0,7% con mínimo no imponible. Patrimonio de las Personas Jurídicas es de 1,5% sobre patrimonio neto

(5) Exoneración del IP por un período de hasta 5 años, por la parte que se suscriba públicamente en Bolsa.

Fuente: Gustavo Viñales. Anexo 1.

Del cuadro 2, se puede deducir que las figuras “transparentes” otorgadas a los VPE, implica que los inversionistas serán los contribuyentes de impuestos por los rendimientos obtenidos (y no así los VPE), según se trate de personas físicas (IRPF – IRNR) o personas jurídicas (IRAE). Asimismo, dichos inversionistas tributarán en función de su personería (personas físicas o jurídicas) y en función de los activos que generan los rendimientos del VPE:

- a. Intereses de títulos de deuda pública, así como cualquier otro rendimiento de capital o incremento patrimonial, derivados de la tenencia o transferencia de dichos instrumentos, estarán exonerados de IRPF.
- b. Intereses de obligaciones y otros títulos de deuda, emitidos por entidades residentes a plazos mayores a tres años, mediante suscripción pública y cotización bursátil en entidades nacionales, tributarán IRPF a una tasa del 7%.
- c. Intereses u otros rendimientos de instrumentos privados, sean documentados en ON, vales, pagarés u otros, tributarán IRPF a la tasa general del 12%.

Considerando que la figura de fideicomiso más cercana al FIC, es el fideicomiso financiero que emita certificados de participación, podemos deducir que, desde el punto de vista tributario, el inversionista en certificados de participación en un fideicomiso financiero está exento del IP por un periodo de hasta 5 años, siempre que haya suscrito los mismos mediante una bolsa de valores.

ANÁLISIS COMPARATIVO DE UN FONDO DE INVERSIÓN CERRADO Y UN FIDEICOMISO FINANCIERO

Está claramente establecido que el éxito de este proyecto depende de poder contar con un VPE que profesionalmente administrado, pueda invertir en valores de oferta privada emitidos por pymes. Por esa razón, procedemos a realizar un análisis comparativo entre un FIC y un fideicomiso financiero.

3 | 1 EL FIC VERSUS FIDEICOMISO FINANCIERO

A continuación, hemos realizado una comparación entre el FIC y el fideicomiso financiero con relación a un total de 32 características y requisitos propios de los VPE en Uruguay. Primero establecemos las similitudes entre ambos vehículos y posteriormente, en otro cuadro, indicamos las diferencias entre los mismos.

Cuadro 3. Similitudes entre VPE

CARACTERÍSTICAS / ATRIBUTOS SIMILARES	VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIAL	
	FIC	FF (fideicomiso financiero)
1 Administrador	AFISA	AFISA
2 Emisión de valores de contenido patrimonial	Cuotas	Certificados de Participación
3 Posibilidad de diversificación	Sí	Sí
4 Integración del subyacente después de la emisión de valores (cuotas o CP)	Sí	Sí
5 Administración activa del subyacente	Sí	Sí
6 Posibilidad de subyacente heterogéneo	Sí	Sí
7 Posibilidad de contar con coberturas o garantías	Sí	Sí
8 Rep. Tenedores de los valores	Sí	Sí
9 Asamblea de Tenedores	Sí	Sí
10 Prácticas de gobierno corporativo	Sí	Sí
11 Comité Auditoría y Vigilancia	Sí	Sí
12 Sistema Integral de prevención de lavado y FT	Sí	Sí
13 Código de Conducta	Sí	Sí

sigue

siguiente

CARACTERÍSTICAS / ATRIBUTOS SIMILARES		VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIAL	
		FIC	FF (fideicomiso financiero)
14	Políticas de debida diligencia	Sí	Sí
15	Identificación de clientes	Sí	Sí
16	Identificación de beneficiario final	Sí	Sí
17	Actualización periódica de clientes	Sí	Sí
18	Debida diligencia intensificada	Sí	Sí
19	Registro Personas Políticamente expuestas	Sí	Sí
20	Deber de informar operaciones sospechosas	Sí	Sí
21	Deber de informar bienes vinculados al terrorismo	Sí	Sí
22	Reporte interno de transacciones sospechosas	Sí	Sí
23	¿Puede emitir primero e integrarse después?	Sí	Sí
24	¿Puede emitir primero y adquirir el subyacente después?	Sí	Sí
25	¿Puede tener un subyacente diversificado?	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia

- a. **Administrador:** ambos VPE son administrados por una AFISA.
- b. **Emisión de valores de contenido patrimonial:** tanto los FIC como los fideicomisos financieros, pueden emitir valores de renta variable. Los FIC cuotas de participación y los fideicomisos financieros, emiten certificados de participación. Se ha establecido que en Uruguay hay más claridad normativa sobre la valoración de los certificados de participación.
- c. **Posibilidad de diversificación:** una de las características más importantes, y al mismo tiempo la diferencia más notoria que debería haber entre un FIC y un fideicomiso financiero es que en el último caso no debería existir diversificación entre los activos que los componen. Sin embargo, en el caso de Uruguay esa posibilidad si existe, haciendo que el fideicomiso financiero se asemeje a un FIC.
- d. **Integración del subyacente después de la emisión de valores (cuotas o CP):** en Uruguay es posible para los inversionistas institucionales (especialmente las AFP), se comprometan a realizar inversiones en VPE, no solamente antes de que este haya sido constituido y aprobado, sino también de manera periódica en el tiempo. Esta es una ventaja muy importante de beneficio para los VPE en Uruguay, eliminando la incertidumbre de colocación de los valores emitidos.
- e. **Administración activa del subyacente:** un FIC generalmente debe rotar sus activos subyacentes de manera periódica, buscando la máxima rentabilidad dado los riesgos que los subyacentes representan en diferentes momentos. Un fideicomiso financiero, esencialmente se compone de un activo subyacente homogéneo que no debería sustituirse en el tiempo. Sin embargo, en Uruguay los fideicomisos financieros podrían agregar más activos subyacentes y de ser necesario, prescindir de los mismos. Eso los asemeja totalmente a un FIC.

- f. **Posibilidad de subyacente heterogéneo:** en línea de lo indicado en el punto anterior, el Uruguay tanto los FIC como los fideicomisos financieros pueden tener activos subyacentes heterogéneos.
- g. **Posibilidad de contar con coberturas o garantías:** la tenencia de coberturas o garantías es una característica típica de un fideicomiso financiero. Generalmente un FIC tienen como su primer mecanismo de cobertura su propia diversificación.
- h. **Representante de tenedores de los valores:** la norma en Uruguay establece que los emisores de valores de oferta pública, incluidos los fiduciarios financieros, deberán contratar con una entidad especializada la representación de los tenedores de dichos valores durante la vigencia de la emisión y hasta su total cancelación.
- i. **Asamblea de Tenedores:** la Asamblea de Tenedores es la instancia máxima conformada por los inversionistas. Las Asambleas de tenedores de valores se regirán, en cuanto a su constitución, funcionamiento y mayorías para adoptar resoluciones, por lo estipulado en los términos y condiciones de la emisión de los valores.
- j. **Prácticas de gobierno corporativo:** la normativa establece que las AFISA deben implementar prácticas de gobierno corporativo para asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los inversionistas, así como de los socios o accionistas.
- k. **Comité Auditoría y Vigilancia:** la normativa establece la existencia obligatoria de un Comité de Auditoría y vigilancia para los emisores de valores de oferta pública, con excepción de aquellos que emitan en régimen simplificado.
- l. **Sistema Integral de prevención de lavado y FT:** los intermediarios de valores y las AFISA administradoras de fondos de inversión deben implantar un sistema integral para prevenirse de ser utilizados en el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo de acuerdo con lo establecido en la normativa vigente.
- m. **Código de Conducta:** se refiere a la obligatoriedad de adoptar un código de conducta, que refleje el compromiso institucional asumido a efectos de evitar el uso del mercado de valores para el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Dicho compromiso alcanza, en el caso de las AFISA, a los fondos y los fideicomisos que administran.
- n. **Políticas de debida diligencia:** las AFISA deberán definir políticas y procedimientos de debida diligencia que deberán aplicarse a sus clientes, que les permitan obtener un adecuado conocimiento de estos.

Cuando las AFISA actúan en calidad de fiduciarias, se entiende por clientes no sólo a los cuotapartistas, fideicomitentes y beneficiarios de los fideicomisos que administran sino también a todas aquellas personas de las cuales reciben fondos para dichos fideicomisos.

- o. **Identificación de clientes:** las AFISA deberán instrumentar los procedimientos que estimen más eficaces para verificar la identidad de sus clientes antes de establecer una relación definitiva con éstos.

- p. **Identificación de beneficiario final:** las AFISA no podrán tramitar transacciones sin la debida identificación de sus clientes, sean estos minoristas o mayoristas.
- q. **Actualización periódica de clientes:** los intermediarios de valores y las AFISA deberán establecer procedimientos que permitan la actualización periódica de la información que poseen sobre sus clientes.
- r. **Debida diligencia intensificada:** los intermediarios de valores y las AFISA deberán aplicar procedimientos de debida diligencia intensificada para las categorías de clientes, relaciones comerciales u operaciones consideradas de mayor riesgo, de acuerdo con lo que surja de la evaluación de riesgo realizada por la institución.
- s. **Registro personas políticamente expuestas:** se entiende por “personas políticamente expuestas” a las personas que desempeñan o han desempeñado en los últimos 5 (cinco) años funciones públicas de importancia en el país o en el extranjero. Eso incluye a persona que han ejercido una función de jerarquía en un organismo internacional.
- t. **Deber de informar operaciones sospechosas:** las AFISA estarán obligados a informar las transacciones, realizadas o no que, en los usos y costumbres de la respectiva actividad, resulten inusuales, se presenten sin justificación económica o legal evidente entre otros.
- u. **Deber de informar bienes vinculados al terrorismo:** las AFISA deberán informar a la Unidad de Información y Análisis Financiero la existencia de bienes vinculados a personas identificadas como terroristas o pertenecientes a organizaciones terroristas, en las listas de individuos o entidades asociadas, confeccionadas en cumplimiento de las Resoluciones del Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas.
- v. **Reporte interno de transacciones sospechosas:** los intermediarios de valores y las AFISA deberán instrumentar y dar a conocer a su personal, procedimientos internos que aseguren que todas aquellas transacciones que puedan ser consideradas como sospechosas o inusuales sean puestas en conocimiento del Oficial de Cumplimiento.
- w. **¿Puede emitir primero e integrarse después?:** la cualidad de emitir primero e integrarse después es muy propia de los FIC. Sin embargo, en Uruguay, esta cualidad ha sido también autorizada para los fideicomisos financieros.
- x. **¿Puede emitir primero y adquirir el subyacente después?:** en línea con el punto anterior, la cualidad de emitir primero y adquirir el subyacente después, también es muy propia de los FIC. Sin embargo, en Uruguay, esta cualidad también ha sido también autorizada para los fideicomisos financieros.
- y. **¿Puede tener un subyacente diversificado?:** tanto los FIC como los fideicomisos financieros, por lo expuesto anteriormente, pueden tener un subyacente diversificado.

A continuación, se presentan las diferencias encontradas entre un FIC y un fideicomiso financiero:

Cuadro 4. Diferencias de los VPE

CARACTERÍSTICAS / DIFERENCIAS	VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIAL	
	FIC	FF (fideicomiso financiero)
1 Comisión de administración	mayor al FF	menor al FIC
2 Necesidad de contar con un Gestor	No	Si
3 Cantidad de vehículos vigentes	menor a FF	mayor a FIC
4 Garantía ante BCU	0	0.005
5 Experiencia del mercado y aceptación del vehículo	menor	mayor
6 Claridad normativa (regulatoria y tributaria)	menor	mayor
7 Reporte de transacciones financieras	Si	No

Fuente: Elaboración propia

- a. **Comisión de administración:** en el estudio realizado, hemos evidenciado que la comisión de administración de un FIC es mucho más alta que la comisión de administración de un fideicomiso financiero. Mientras que para un fideicomiso financiero es cercana al 0,32% anual sobre el monto de activos administrados, para la administración de un FIC, la misma es del 3,0% aproximadamente. Hacemos notar que esta diferencia de honorarios es razonable y muy típica en cualquier país.

La administración de un FIC involucra actividades y responsabilidades más altas que la de administrar un fideicomiso financiero. En el caso del FIC, las decisiones de inversión, por ejemplo, son tomadas únicamente por el administrador y las actividades operativas involucra muchas más transacciones (a veces diarias) de la compra y venta de valores.

- b. **Necesidad de Gestor:** aunque no es de ninguna forma un requisito normativo, esto es algo muy propio de Uruguay. Se evidenció la necesidad de contar con la participación de una entidad con un rol de Gestor durante la vigencia de un fideicomiso financiero de las características como el que pretendemos implementar.

El Gestor es quien administra el activo subyacente del fideicomiso financiero. Selecciona y hace seguimiento a las inversiones y toma las decisiones más importantes de inversión. Es de alguna manera el equivalente al administrador de un FIC.

- c. **Cantidad de vehículos vigente:** se refiere a la cantidad vigente en el mercado de valores ya sea de cuotas de participación de FIC o de certificados de participación de fideicomisos financieros. Mientras no existen FIC en Uruguay, el monto aproximado vigente de fideicomiso financieros es de USD 2.272 millones a agosto del 2020.⁸

- d. **Garantía ante el BCU:** en el caso de Uruguay, los fiduciarios administradores de fideicomisos financieros deben constituir una garantía ante el BCU equivalente al 0,50% del monto administrado. Monetariamente, esta garantía marca una diferencia significativa comparado con un FIC, pues este último no requiere la constitución de ninguna garantía.

- e. **Experiencia en mercado:** claramente al existir más fideicomisos financieros que FIC en Uruguay, el mercado tiene mucha más experiencia sobre los primeros.

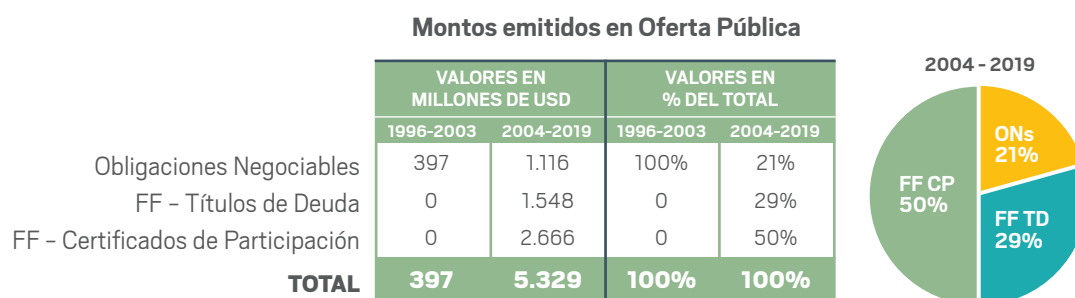
8. USD 1.839,10 del sector privado y USD 472,98 del sector público. BCU.

- f. **Claridad normativa y regulatoria:** la regulación uruguaya se caracteriza por tener una ley marco, dejando la reglamentación a merced del desarrollo del mercado. Aspecto muy positivo que facilita la creación de nuevos productos financieros a la par que se presentan oportunidades en el mercado. Claramente, el desarrollo del fideicomiso financiero en Uruguay ha hecho que, en el tiempo, haya una normativa y regulatoria y tributaria mucho más clara sobre el fideicomiso financiero que sobre el FIC.
- g. **Reporte de transacciones financieras:** únicamente las AFISA deberán proporcionar (en relación con los fondos de inversión que administran), información a la Unidad de Información y Análisis Financiero sobre las personas físicas o jurídicas que efectúen cierto tipo de transacciones.

3 | 2 EL FIDEICOMISO FINANCIERO EN URUGUAY

Como habíamos adelantado, la participación del fideicomiso financiero en el mercado de capitales de Uruguay es de una importancia alta. En el siguiente gráfico se puede apreciar que en el periodo 1996-2003 el mercado estaba dominado por las obligaciones negociables (ON), aspecto que cambia notablemente desde el año 2004 a la fecha.

Gráfico 1. Emisiones de Oferta Pública en Uruguay (USD)



Fuente: Larzabal, Martín (noviembre 2019, "Activos alternativos". República AFAP.

El periodo 2004-2019 los fideicomisos financieros emisores de deuda alcanza a USD 1.548 millones, mientras que los fideicomisos financieros emisores de certificados de participación, asciende a USD 2.666. Ambos representan el 79% del monto emitido en dicho periodo. En ese mismo periodo, no hubo emisiones de FIC.⁹

El siguiente cuadro es aún más explícito del importante desarrollo de la industria fiduciaria en Uruguay en el mercado de capitales. El dominio de las ON entre 1997-2003 es muy claro y marcado. Desde el 2004 aparecen las primeras emisiones de fideicomisos financieros de deuda. En el 2011 empiezan las emisiones de certificados de participación, casi duplicando las emisiones de deuda.

3 | 3 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES RESPECTO AL USO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

En Uruguay los únicos dos VPE disponibles son el FIC y el fideicomiso financiero. Según lo evidenciado, no existe una amplia experiencia en Uruguay sobre la estructuración, constitución y administración de FIC. Adicionalmente, es una figura que no tiene la claridad en el ámbito tributario y regulatorio, tal como es el caso del fideicomiso financiero.

⁹. Larzabal, Martín (noviembre 2019), "Activos alternativos". República AFAP.

El fideicomiso financiero, es un producto de procesos de titularización que nace de un contrato y una relación fiduciaria, por las características del mismo vehículo y del mercado uruguayo, resulta ser una herramienta altamente flexible y amoldable a las circunstancias y necesidades de las partes. Eso hace que el fideicomiso financiero pueda funcionar perfectamente como un FIC.

Como se dijo, la experiencia de los fideicomisos financieros en Uruguay es muy alta y sobrepasa los parámetros de los países de la región. Tanto en la BVM y BEVSA se encuentran registrados cerca de 30 fideicomisos financieros de oferta pública. Todos colocados exitosamente. A la fecha, nunca se ha emitido y menos colocado un FIC.

Para que un fideicomiso financiero pueda ser utilizado para este proyecto, consideramos muy importante que pueda realizar la emisión de valores de contenido patrimonial, la posibilidad de diversificación, la integración del subyacente después de la emisión de valores, la administración activa del subyacente; y también que pueda contar con un subyacente heterogéneo con coberturas o garantías. Por lo analizado, el fideicomiso financiero justamente cumple esos requisitos.

Como antecedente, actualmente existen 14 fiduciarios financieros registrados ante el Banco Central (BCU), que pueden estructurar y gestionar fideicomisos en el Uruguay. En la lista están los bancos Banes, BBVA, Hipotecario y República, la Agencia Nacional de Vivienda, Conafin AFISA (de la Corporación Nacional para el Desarrollo), EF Asset Management, Latin Sur AFISA, República AFISA, TMF Uruguay AFISA, Trust AFISA, Winterbotham Fiduciaria AFISA, Red Innova AFISA y Pilay Uruguay AFISA.

Con la evidencia mostrada, se concluye que en Uruguay el proyecto de emisiones de oferta privada de pymes será posible a través de un fideicomiso financiero.

VI VALORES PARA EMITIR POR LAS PYMES EN RÉGIMEN DE OFERTA PRIVADA

A continuación, se establecen los criterios legales respecto de la posibilidad de que las pymes emitan valores de oferta privada en el Uruguay.¹⁰

4 | 1 EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES (ON)

La Ley 16.060 de Sociedades Comerciales autorizaba sólo a las sociedades anónimas a emitir obligaciones o debentures. Esta ley establece que “la emisión puede preverse en el estatuto de cada empresa, en cuyo caso en éste se debe indicar cuál es el órgano que deberá resolver su emisión y condiciones para ello” (Art. 434 de la Ley 16.060). Si el estatuto no especifica lo indicado, su emisión se podrá resolver por la asamblea extraordinaria de accionistas, con el voto de la mayoría del capital integrado.

La Ley 16.749 del Mercado de Valores, amplía el campo de aplicación de la Ley 16.060 disponiendo que pueden emitir obligaciones las sociedades de cualquier tipo, las cooperativas, sean nacionales o extranjeras; los entes autónomos, los servicios descentralizados y las personas públicas no estatales y asociaciones civiles.

Requisitos formales

Se establece que podrán emitirse diversas clases de ON con derechos diferentes. Dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. La emisión podrá dividirse en series. No podrán emitirse nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén totalmente suscritas o no se hubiere cancelado el saldo no colocado.

También la norma indica que se presumirá titular legítimo a quien figure en el Registro de Valores Escriturales y, tratándose de inscripción realizada por intermediarios de valores por cuenta y orden de terceros, a quien figure como titular en el registro del respectivo intermediario, salvo prueba en contrario.

En cuanto a la identificación, las entidades registrantes llevarán los registros de las cuentas correspondientes a cada emisión. Los intermediarios de valores efectuarán las anotaciones en el registro de las entidades registrantes a nombre propio, cuando se trate de valores propios o por cuenta y orden de los inversionistas.

10. Esta sección del trabajo ha sido redactada con el apoyo del área Legal de ANDE.

4 | 2 EMISIÓN DE VALES, PAGARÉS Y OTROS TÍTULOS VALORES

Es importante tomar como punto de partida lo indicado bajo la RNMV del BCU (artículo 3.1), en el que se define el concepto de “valor”, entendiéndose por tal concepto “el o los bienes o derechos emitidos en forma física o escritural y que confieren a sus titulares derechos de crédito o inversión,” dentro de los que se incluyen:

- Acciones,
- Bonos,
- Certificados de depósito bancario,
- Obligaciones negociables,
- Contratos de futuros, opciones y derivados en general,
- Cuotapartes de fondos de inversión,
- Títulos de deuda, certificados de participación o títulos mixtos de fideicomisos financieros, vales, conformes, pagarés, letras de cambio, cheques, notas de crédito hipotecarias, entre otros títulos valores,
- Certificados de depósito y warrants.

Como los vales y pagarés están comprendidos en el concepto de valor, los mismos pueden ser emitidos por todas las personas jurídicas referidas en el artículo 63 de la Ley de Mercado de Valores¹¹. Una clara desventaja de los vales ante las ON, por ejemplo, es que los vales no pueden incorporar garantías. Adicionalmente, los vales no circulan fácilmente como valores, pues las amortizaciones se anotan físicamente en el vale. Sin embargo, se hace notar que no se espera que los valores de oferta privada sean ampliamente transados en mercado secundario entre AFISA.

Los vales y pagarés son alcanzados por las disposiciones previstas en el Decreto Ley N° 14.701 y por ende por las particularidades y características en ellos enunciados como ser, la literalidad y la autonomía. Sin perjuicio de estas especificidades, cada uno de los valores antes numerados, se encuentra sometido a un tratamiento fiscal y contable diferencial, el que sugerimos sea analizado por cada AFISA.

Adicionalmente, aclaramos que los valores que emitan las pymes podrían ser similares a los vales o pagarés. Bajo el concepto de “otros títulos valores” contemplados en el artículo 3.1 de la RNMV, podrían entrar otros valores que la AFISA y el Gestor podrían considerar más adecuados.¹² La posibilidad de que se introduzcan facturas emitidas a pymes, por ejemplo, es algo que también podría ser evaluado.

4 | 3 EMISIÓN EN UNIDAD INDEXADA (UI)¹³ Y EN DÓLARES AMERICANOS

En Uruguay la UI es una unidad de valor, que se va reajustando de acuerdo con la inflación, medida por el Índice de Precios al Consumo (IPC), es decir se ajusta al nivel general de precios. Puede ser consultada en el Instituto Nacional de Estadística (INE), que es la entidad que fija y publica su valor oficial. El INE publica los primeros días de cada mes los valores de la Unidad Indexada para todo el mes.

Los valores de oferta privada de pymes se podrían realizar en moneda local, UI o en dólares americanos. En todo caso la AFISA que administre el fideicomiso financiero respectivo, deberá evaluar la conveniencia y los requisitos mínimos de lo aquí sugerido. La emisión en dólares americanos seguramente estará vinculado a emisores con claro acceso a moneda extranjera, como el caso de pymes exportadoras, por ejemplo.

11. Artículo 63. (Entidades comprendidas).
- Las sociedades comerciales, nacionales o extranjeras, las cooperativas, los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado y las personas públicas no estatales con actividad industrial o comercial podrán emitir obligaciones negociables conforme a las disposiciones de la presente ley. Todo título de deuda, cualquiera sea su denominación, que por su naturaleza sea asimilable a una obligación negociable, se registrará por las disposiciones de la presente ley.

Las emisiones de los entes autónomos y los servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, así como las personas públicas no estatales deberán contar con autorización del Poder Ejecutivo con informe previo del Banco Central del Uruguay.

12. Se espera que tanto la AFISA como el Gestor, de acuerdo con las políticas de inversión que vean más conveniente, establezcan el tipo de valores a ser emitidos por las pymes.

13. El 12 de junio de 2002, el Banco Central del Uruguay (BCU) informó la creación de la Unidad Indexada (UI). Esta unidad de cuenta, que se fijó con un valor inicial de Un Peso Uruguayo para el 1 de junio de 2002, determina en forma diaria la evolución acumulada por el Índice de Precios al Consumo (IPC) en el mes anterior, (INE). Valor UI= 4.4392 al 29 de febrero del 2020.

V CARACTERÍSTICAS DE LAS MIPYMES EN URUGUAY

Antes de poder determinar el tipo de pymes que podrán calificar para el proyecto de emisión de valores de oferta privada a ser adquiridas por los fideicomisos financieros creados para ese fin, basado en la “Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios” del año 2017¹⁴, hemos realizado el siguiente análisis para comprender las principales características que estas empresas tienen, concentrándonos en los temas que consideramos son fundamentales.

5 | 1 CLASIFICACIÓN DE LAS MIPYMES EN URUGUAY.

En Uruguay el sector de micro, pequeñas y medianas empresa, se define mediante el Decreto N° 504/0076, en el cual se establece una categorización de las unidades económicas entorno al personal ocupado y la facturación anual siguiendo los siguientes parámetros:

Cuadro 6. Criterios de clasificación de las mipymes en Uruguay
(\$/USD 42,444 y \$/UI 4,6882 al 4 sept. 2020)

	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA
Personal Ocupado (personas)	1 a 4	5 a 19	20 a 99
Unidades Indexadas	2,000,000	10,000,000	75,000,000
\$2020	9,376,400	46,882,000	351,615,000
US\$ 2020	220,912	1,104,561	8,284,210

Fuente: Elaboración propia con datos de INE.

El cuadro 7 a continuación nos muestra que, según datos del INE al 31 de diciembre del 2018, del 100% de la totalidad de empresas existentes en Uruguay, equivalente a 185.901 empresas, el 83% son microempresas, el 13% son pequeñas empresas y el 4% equivalente a 7.219¹⁵, son empresas medianas. Solamente el 1% son empresas grandes.

Las empresas medianas representan el 4% de todas las empresas uruguayas, tienen ventas aproximadamente entre USD 1,1 millones a USD 8,2 millones anuales y entre 20 a 99 empleados (ver cuadro 6).

14. Encuesta Nacional de mipymes, industriales, comerciales y de servicios. 2017.

15. Con el apoyo de ANDE hemos establecido la existencia de 7.219 empresas medianas, que son las que tratamos con más información más adelante.

Cuadro 7. Clasificación de pymes en Uruguay

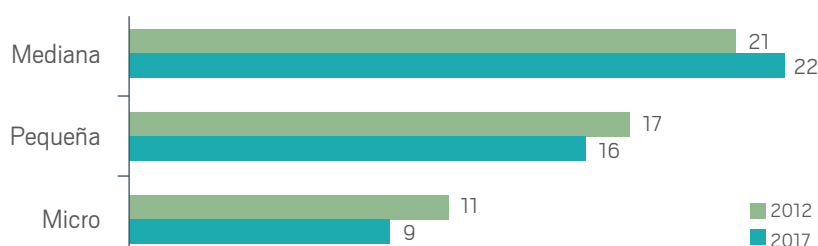
TAMAÑO	CANTIDAD	%
Micro empresa	153,388	83%
Pequeña empresa	23,809	13%
Mediana empresa	7,219	4%
Grande empresa	1,484	1%
(en blanco)	1	0%
Total	185,901	100%

Fuente: ANDE con base a datos del INE

5 | 2 ANTIGÜEDAD DE LAS PYMES

El gráfico 2 muestra que la antigüedad promedio de las mipymes. Las microempresas presentan un promedio de 9 años, las pequeñas empresas 16 años, en tanto que las medianas son las de mayor experiencia, con 22 años en promedio.

Gráfico 2. Antigüedad de las empresas según tamaño (en años promedio).
Años 2012 y 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

La Encuesta Nacional indica que la antigüedad de las empresas está asociada a su:

- Naturaleza jurídica.
- Formalidad.
- Origen del capital.
- Tipo de acceso crediticio.

Además de aspectos tales como:

- Asesoramiento o consultorías para mejorar el funcionamiento.
- Membresía a una asociación, cámara o gremio.
- Contar con experiencia anterior como empresario.
- Edad del empresariado.

Viendo el cuadro 8, si clasificamos las mipymes por el factor de antigüedad y por naturaleza jurídica, vemos que las Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL) tienen en promedio 14 años de vida y las Sociedades Anónimas (SA) un promedio de 15 años. Mientras que las empresas de más reciente creación son unipersonales con 9 años de vida en promedio, sociedades de

hecho con 8 años de vida en promedio, cooperativas con 10 años de vida en promedio u otras formas jurídicas con 10 años de vida en promedio. No cabe duda de que las SA y las SRL de este grupo son las más maduras.

Cuadro 8. Antigüedad de las empresas según variables seleccionadas (en años promedio). Año 2017

NATURALEZA JURÍDICA	AÑOS
Unipersonal	9
Sociedad de hecho	8
Sociedad de responsabilidad limitada (SRL)	14
Sociedad anónima (SA)	15
Cooperativa	10
Otra	10
FORMALIDAD	
Formal desde el inicio	10
Formalizado al tiempo	8
ORIGEN DE LA RAZÓN SOCIAL	
Alguno de los dueños fundó la empresa	9
La compraron	12
La heredaron	18
Otros	14
No sale	9
DUEÑO/A TUVO OTRA EMPRESA	
Sí	11
No	10
NIVEL EDUCATIVO DUEÑO/A	
Primaria	9
Ciclo básico en liceo o UTU	9
Bachillerato en liceo o UTU	10
Terciaria o universitaria	10
Posgrado	10
No sabe	14
SEXO DEL DUEÑO/A	
Hombre	11
Mujer	8
EDAD DUEÑO/A	
Hasta 39 años	5
40 a 50 años	9
51 a 60 años	13
Más de 60 años	19
No contesta	13

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

Asimismo, aquellas que fueron formales desde el inicio de sus operaciones cuentan con mayor antigüedad (10 años) respecto a las que se formalizaron luego de transcurrido un lapso de 8 años.

En cuanto a las formas de surgimiento, las empresas cuyos dueños la heredaron (18 años) o compraron a terceros (12 años) tienen mayor antigüedad que las empresas fundadas por sus actuales dueños (9 años).

5 | 3 NIVELES DE FORMALIDAD Y NATURALEZA JURÍDICA

En el siguiente cuadro 9, de la totalidad de las empresas encuestadas, se observa que el 83 % de las empresas comenzaron sus actividades de manera formal y el resto se formalizó posteriormente (17%).

Cuadro 9. Momento de formalización (en %). Año 2017

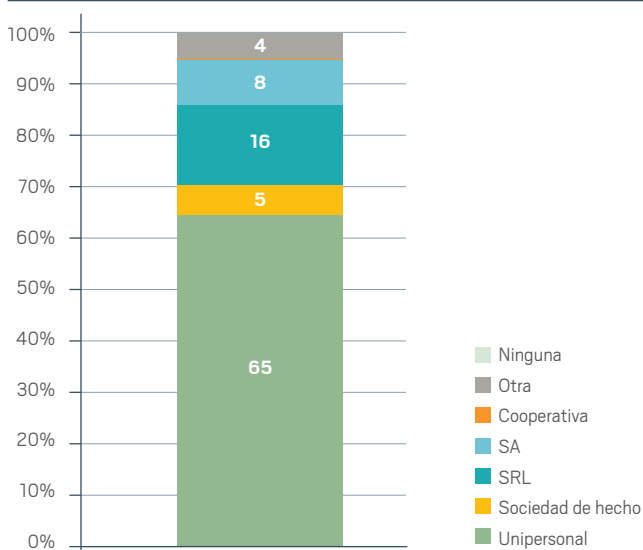
	FORMAL DESDE EL INICIO	FORMALIZADO AL TIEMPO	TOTAL
Total	83	17	100
Micro	81	19	100
Pequeña	94	6	100
Mediana	95	5	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.
La pregunta realizada fue: ¿Las actividades de la empresa con la razón social actual fueron formales desde el inicio o se formalizaron al tiempo de comenzarlas?

La informalidad tiene mayor incidencia en las microempresas. El 19 % de estas formalizó sus actividades en el tiempo, mientras que el indicador baja a 5 % entre las medianas y 6 % en las pequeñas.

En el gráfico 3 vemos que una parte importante de las mipymes son unipersonales (65%). Las SRL representan el 16% y las SA el 8 % de los casos. Las sociedades de hecho aparecen con 5%, mientras el 0,5% se declara como cooperativa y el restante 4% se declara de otra naturaleza jurídica.

Gráfico 3. Naturaleza jurídica (en %). Año 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

En el cuadro 10 se puede observar que la naturaleza jurídica varía según el tamaño de la empresa y la antigüedad, así como para las distintas ramas de actividad y el perfil sociodemográfico del empresario.

Cuadro 10. Naturaleza jurídica según variables seleccionadas (en %).
Año 2017

	UNI-PERSONAL	SOCIEDAD DE HECHO	SRL	SA	COO-PERATIVA	OTRA	TOTAL
Micro	73	5	13	4	0	5	100
Pequeña	24	6	33	32	2	2	100
Mediana	13	3	30	48	4	3	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

Un primer atributo que se relaciona con la naturaleza jurídica es el tamaño de las firmas. Las sociedades anónimas (48%) están fundamentalmente asociadas a las empresas medianas, mientras que las sociedades de responsabilidad limitada aparecen en mayor medida en las pequeñas (33%). La unipersonal, en tanto, es la figura jurídica que predomina en las microempresas (73%).

5 | 4 NIVEL EDUCATIVO

El cuadro 11 muestra que el porcentaje de microempresarios que tienen como máximo nivel educativo primaria (11%) es más del triple que en el caso de empresas medianas (3%).

Cuadro 11. Nivel educativo del empresariado

	TAMAÑO		
	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA
Primaria	11	8	3
Ciclo básico en liceo o UTU	20	15	12
Bachillerato en liceo o UTU	36	36	34
Terciaria o universitaria	29	35	43
Posgrado	3	2	3
Nos sabe	2	3	5
Total	100	100	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

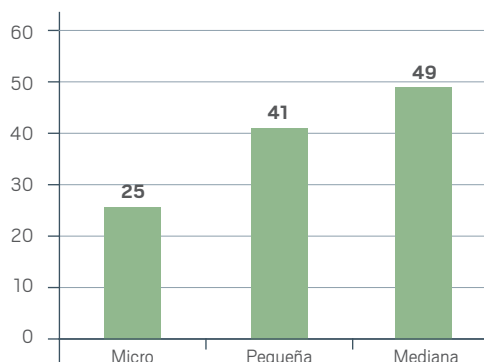
El 32% de los microempresarios posee educación terciaria o superior, cifra que aumenta a 37% entre las pequeñas y llega a 46 % en las medianas. Claramente, el nivel educativo a nivel de empresas medianas es el más alto.

5 | 5 TRAYECTORIA

La Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios, con el objetivo de incorporar alguna variable que permitiera aproximarse a las trayectorias de los empresarios, investigó si además de esta empresa, el dueño tuvo otra.

De acuerdo con los datos obtenidos, el 38% del empresariado mipyme cuenta con experiencia previa como empresario.

Gráfico 4. Porcentaje de empresarios que tuvieron otra empresa. Año 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

La proporción de empresarios que tuvo otra empresa alcanza al 41% en las pequeñas y al 49% en las medianas. Estos son datos muy importantes que denotan el alto grado de experiencia previa que tienen muchos de los empresarios, especialmente de las medianas empresas.

5 | 6 DESTINO DE LAS VENTAS

Las ventas al Estado son mayores conforme aumenta el tamaño de la empresa. El 22 % de las microempresas le ha vendido al Estado el 2017, cuando en 2012 tan solo lo lograba el 14%, según la encuesta.

En las pequeñas empresas el porcentaje se duplica, pasando de 21 % en 2012 a 40 % en 2017 y las medianas empresas también suben del 28 % a 54 %.

Cuadro 12. Segmentos de venta de los productos y/o servicios según variables de interés . (En %). Año 2017

	CONSUMIDOR FINAL	SUPER-MERCADOS	COMERCIO MINORISTA	MAYORISTAS/DISTRIBUIDORES	A ORGANISMOS DEL ESTADO	EMPRESA EX-PORTADORA	EXPORTACIÓN DIRECTA
Micro	83	9	29	17	22	10	3
Pequeña	79	18	47	38	40	21	6
Mediana	79	25	49	42	54	32	10

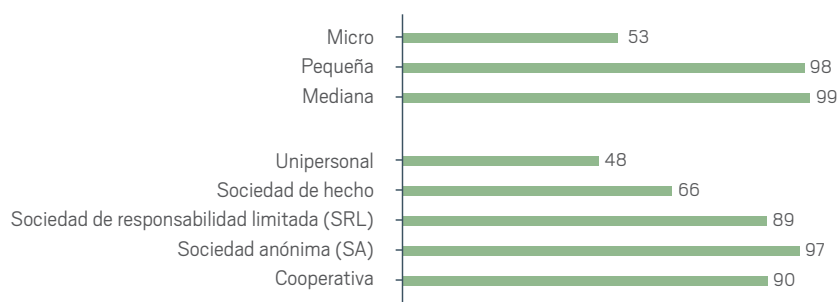
Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

Las empresas medianas colocan sus productos fuera de fronteras, ya sea exportando directamente o por medio de una empresa exportadora (42%). Un porcentaje importante de las pequeñas empresas (27%) también vende su producción fuera del país mediante ambas modalidades. En el caso de las microempresas, el 13% realiza exportaciones.

5 | 7 SEGURO DE ACCIDENTES

Según la encuesta, cerca del 60% (equivalente a 111.514 mipymes), cuentan con un seguro de accidentes de trabajo. Si se centra el análisis por tamaño de las firmas, se encuentra una baja cobertura del seguro de accidentes en las microempresas (53%), en tanto se encuentra absolutamente extendido entre las pequeñas (98%) y medianas empresas (99%).

Gráfico 5. Tenencia de seguro de trabajo según variables seleccionadas (en %). Años 2012 y 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

Relacionado con lo anterior, solo 48% de las unipersonales cuentan con seguros de accidente de trabajo. En las sociedades de hecho la cobertura sube a 66%, mientras que en las SRL y en las SA su uso es generalizado (89% y 97%).

5 | 8 ACCESO A CELULARES, INTERNET Y PROGRAMAS INFORMÁTICOS

Si se combina el acceso a Internet desde celular empresarial y el uso de Internet desde la empresa, se encuentra que más de tres de cada cuatro mipymes usa Internet. Esto representa un avance muy importante en la difusión de Internet a nivel empresarial. Lo anterior responde principalmente a la introducción de las nuevas tecnologías en las empresas, en particular al uso de smartphones.

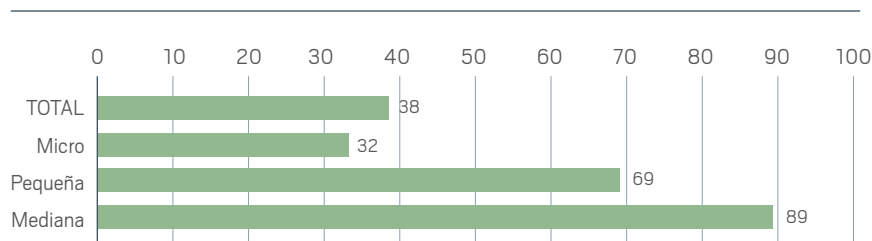
Cuadro 13. Tenencia de celulares con fines empresariales y acceso a Internet

	TENENCIA CELULARES PARA FINES EMPRESARIALES	INTERNET DESDE EL CELULAR O LA EMPRESA
TOTAL	52	76
Micro	49	72
TAMAÑO DE LA EMPRESA		
Pequeña	66	94
mediana	81	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

Por otro lado, la encuesta consultó a los empresarios si “¿Utilizan programas informáticos para realizar tareas administrativas, contables o financieras?”. En este campo los resultados muestran que la penetración es baja: el 38 % afirma que tiene un programa informático para realizar tareas administrativas, contables o financieras. Al analizar las variables estructurales de las empresas, se destaca una profunda heterogeneidad dentro del universo de mipymes del país.

Gráfico 6. Penetración de programas informáticos según variables seleccionadas (en %). Año 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

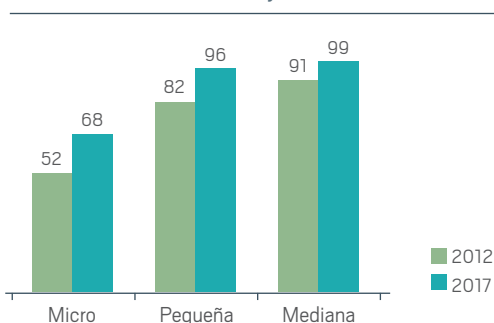
Por un lado, en el caso de las microempresas, la penetración alcanza tan solo el 32%, mientras que en las de pequeño porte alcanza el 69%, y entre las medianas llega a 89%. También existe fuerte correlación con la antigüedad, dado que más de la mitad de las empresas creadas hace 10 años o más cuenta con programas informáticos, pero menos del 40 % de las nacidas en la última década dispone de estos.

5 | 9 USO DE SERVICIOS BANCARIOS Y ACCESO AL FINANCIAMIENTO

La utilización de productos financieros se refiere de manera general a cajas de ahorro, cuenta corriente, pago de sueldos por cajero automático, pago a proveedores a través del banco, cheques diferidos, tarjeta de crédito empresarial, autorización de sobregiro o descubierto, descuento de cheques y préstamos bancarios.

La penetración de los servicios bancarios se encuentra correlacionado positivamente con el tamaño de empresa. Tal como se observa en el gráfico siguiente, si bien las microempresas alcanzan una penetración bastante alta del 68%, un 32% queda fuera de estos servicios. En las empresas pequeñas y medianas, por su parte, la tenencia de al menos un servicio bancario se encuentra extendido a prácticamente todas.

Gráfico 7. Tenencia de al menos un servicio bancario (en %). Años 2012 y 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

Analizando por otras variables se encuentra, que la bancarización está correlacionada positivamente con la antigüedad de las empresas. Como muestra el cuadro 14, aquellas empresas nacidas antes de la década del 80 presentan mayor uso de productos financieros (92 %).

Dicho porcentaje disminuye conforme se reduce la antigüedad de las empresas, hasta alcanzar el 64 % entre las constituidas en los últimos cuatro años.

Según la forma jurídica, también existe una fuerte asociación con la tenencia de estos productos. Las empresas que menos los usan son las unipersonales, mientras que las sociedades de hecho, las de responsabilidad limitada y las sociedades anónimas son las que más trabajan con instrumentos bancarios (84%, 93% y 97%, respectivamente).

También se observa una fuerte correlación en el uso al considerar el momento de formalización. Como se ilustra en la tabla siguiente, el 47% de las empresas que fueron informales al inicio de sus actividades no operan con dichos instrumentos mientras que el 72% de las empresas que nacieron formales si los usan.

Por nivel educativo también existen varios aspectos a resaltar ya que la bancarización crece de forma casi que exponencial con un mayor nivel educativo. El porcentaje de empresarios que alcanzaron educación terciaria o universitaria que usa productos bancarios asciende a 86% y los que cuentan con posgrado ascienden a 94%.

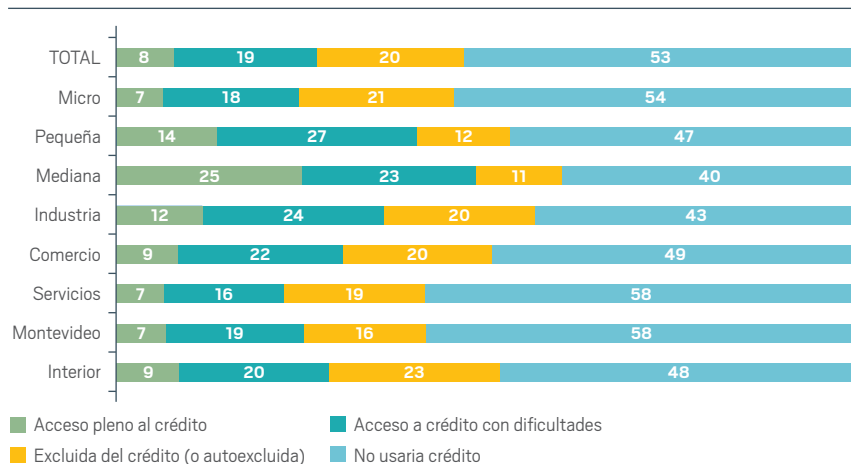
Cuadro 14. Tenencia de celulares con fines empresariales y acceso a Internet

		SI	NO	TOTAL
TOTAL		72	28	100
ANTIGÜEDAD	Anteriores a 1981	92	8	100
	1981 a 2000	88	12	100
	2001 a 2006	85	15	100
	2007 a 2012	72	28	100
	2013 a 2017	64	36	100
NATURALEZA JURÍDICA	Unipersonal	65	35	100
	Sociedad de hecho	84	16	100
	SRL	93	7	100
	SA	97	3	100
MOMENTO FORMALIZACIÓN	Formal desde el inicio	76	24	100
	Formalización al tiempo	53	47	100
NIVEL EDUCATIVO	Primaria	45	55	100
	Ciclo básico en liceo o UTU	61	39	100
	Bachillerato en liceo o UTU	73	27	100
	Terciaria o universitaria	86	14	100
	Posgrado	94	6	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

En cuanto el acceso al crédito, el gráfico 8, nos muestra que el 25% de las empresas medianas tienen acceso pleno al crédito, 23% accede al crédito con dificultades y un 40% no es usuaria de crédito.

Gráfico 8. Tipología de acceso al crédito en los últimos tres años según variables seleccionadas (en %). Año 2017



Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017

Cuando vemos los porcentajes de acceso al crédito por las personerías jurídicas que nos interesan, podemos observar en el cuadro 15 que el 15% de las empresas pymes que son SA y un 12% de las SRL, tienen acceso pleno al crédito. Es claro que las SA presentan un porcentaje mayor de acceso al crédito, mientras que las SRL se parecen al promedio de las mipymes.

Es importante notar que también el acceso al crédito se incrementa con el nivel educativo. Se evidencia que más de la cuarta parte de los empresarios (28%) con educación primaria están excluidos del crédito.

Cuadro 15. Tipología de acceso al crédito en los últimos tres años según variables seleccionadas (en %). Año 2017

	Acceso pleno al crédito	Acceso a crédito con dificultades	Excluida del crédito	No usuaria de crédito	Total
Total	8	19	20	53	100
Anteriores a 1981	11	12	14	63	100
1981 a 2000	13	23	15	49	100
2001 a 2006	12	21	17	50	100
2007 a 2012	7	21	20	52	100
2013 a 2017	5	17	24	53	100
Unipersonal	6	19	21	54	100
Sociedad de hecho	8	22	22	48	100
SRL	12	17	19	52	100
SA	15	27	12	46	100
Primaria	7	14	28	51	100
Ciclo básico en liceo o UTU	8	24	21	47	100
Bachillerato en liceo o UTU	9	23	19	49	100
Terciaria o universitaria	7	15	17	60	100
Posgrado	12	12	14	61	100
Hombre	9	20	19	52	100
Mujer	7	18	21	54	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

Asimismo, se puede observar que los empresarios/directores con niveles educativos más altos (terciaria, universitaria, por un lado, y posgrado por otro), no han requerido de créditos en el periodo estudiado.

Cuadro 15. Tipología de acceso al crédito en los últimos tres años según variables seleccionadas (en %). Año 2017

	Acceso pleno al crédito	Acceso a crédito con dificultades	Excluida del crédito	No usuaria de crédito	Total
Total	8	19	20	53	100
Anteriores a 1981	11	12	14	63	100
1981 a 2000	13	23	15	49	100
2001 a 2006	12	21	17	50	100
2007 a 2012	7	21	20	52	100
2013 a 2017	5	17	24	53	100
Unipersonal	6	19	21	54	100
Sociedad de hecho	8	22	22	48	100
SRL	12	17	19	52	100
SA	15	27	12	46	100
Primaria	7	14	28	51	100
Ciclo básico en liceo o UTU	8	24	21	47	100
Bachillerato en liceo o UTU	9	23	19	49	100
Terciaria o universitaria	7	15	17	60	100
Posgrado	12	12	14	61	100
Hombre	9	20	19	52	100
Mujer	7	18	21	54	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

En el siguiente cuadro 16 podemos ver los motivos de rechazo del crédito para las pymes, siendo la razón principal los ingresos y ventas insuficientes, la falta de antigüedad requerida, certificados no vigentes y falta de documentación (9%).

Cuadro 16. Motivos de rechazo del crédito (en %). Año 2017

	%
Ingresos, ventas insuficientes	17
Falta de antigüedad requerida	9
Certificados no vigentes, falta de documentación	9
Clearing	8
Problemas de balance contable	8
Problemas con garantía	7
Mala calificación bancaria	7
Excesivo papeleo, requisitos	4
Crédito menor al solicitado	3
No cumplimiento requisitos en general	2
Tenencia de otros préstamos	2
Otros	16
No sabe	9
Total	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

El cuadro 17 es importante y se refiere a aquellas pymes que han obtenido créditos y que tienen problemas de endeudamiento. Los resultados indican que el 7% de las pymes se encuentra en dicha situación. Al tomar en cuenta distintas variables como el tamaño de la empresa, la antigüedad, sectores de actividad, así como las regiones, nivel educativo, momento de formalización, naturaleza jurídica, sexo o experiencia previa del empresario, se concluye que no existen diferencias significativas por ninguna de estas variables.

Cuadro 17. Motivos de rechazo del crédito (en %) Año 2017

	SI	NO	TOTAL
Total	7	93	100
Industrias manufactureras	8	92	100
Comercio, hoteles y restaurantes	8	92	100
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	9	91	100
Actividades financieras, inmobiliarias, profesionales y administrativas	5	95	100
Enseñanza, servicios sociales y de salud, artes y entretenimiento	3	97	100
Otras actividades de servicio	4	96	100
Acceso pleno al crédito	4	96	100
Acceso a crédito con dificultades	18	82	100

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

La encuesta indica que “esto induce a considerar que las empresas que declaran tener problemas de endeudamiento no tienen un perfil específico, sino que se puede deber a factores más accidentales, circunstanciales u otros fenómenos omitidos en el estudio.”

En el cuadro 18 se muestra que “la incidencia del capital propio y préstamos de familiares o amigos como fuente de financiamiento es mayor entre las micro y pequeñas empresas. En cuanto a los préstamos bancarios, la escasa relevancia que han tenido en el conjunto del sector se encuentra asociada a la baja penetración que tiene entre las microempresas (7%). No obstante, ha representado una fuente de financiamiento para constituir buena parte de las pequeñas y medianas empresas (13% y 14%, respectivamente), así como para aquellas cuya forma de constitución se basó en la adquisición o compra (11%).”

Cuadro 18. Fuente de financiamiento para iniciar actividades por variables de seleccionadas (en %). Año 2017

	TAMAÑO			ANTIGUEDAD RAZÓN SOCIAL		FORMA DE CONSTITUCIÓN	
	Micro	Pequeña	Mediana	Formal desde el inicio	Formalizado al tiempo	La fundó	La compro
Capital propio	81	77	75	79	86	82	71
Préstamos de familiares o amigos	14	12	9	14	12	13	17
Crédito de proveedores	3	4	4	3	2	3	2
Préstamos bancarios	7	13	14	9	2	8	11
Préstamos de cooperativas	1	1	0	1	1	1	0
Préstamos de otras instituciones (ONG)	1	0	0	0	2	1	0
Otros	7	7	9	7	6	7	6
No sabe	1	5	8	2	1	1	6

Fuente: Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios. 2017.

También se observa que los préstamos bancarios no han tenido impacto entre las empresas que se formalizaron al tiempo de iniciar sus actividades (2%), las cuales recurrieron mayormente a fondos propios o préstamos de familiares o amigos (total del 98%) como se aprecia en el cuadro 18.

VI REQUISITOS SUGERIDOS QUE UNA PYME DEBE CUMPLIR COMO EMISORA DE VALORES DE OFERTA PRIVADA

Los criterios para la selección de las pymes, especialmente en el ámbito financiero, deberán ser desarrollados por el Gestor y el Fiduciario al momento de estructurar el fideicomiso financiero en su versión final. Es decir, podrían utilizarse criterios diferentes a los que establecemos a continuación. Adicionalmente y accediendo a otras fuentes de información alternativas, se podría abarcar otras pymes y no necesariamente concentrarse en empresas medianas.

6 | 1 CARACTERÍSTICAS ESENCIALES

Considerando las estadísticas de la *Encuesta Nacional de mipymes industriales, comerciales y de servicios 2017*, se sugiere que entre las características que deba tener una pyme para poder ser financiada con el fideicomiso financiero y se considere una emisora de valores de oferta privada, se incluyan los siguientes aspectos:

- Formalidad.
- Antigüedad.
- Personería jurídica apropiada.
- Acceso a tecnología.
- Grado educativo alto de quienes dirigen las pymes.
- Acceso a financiamiento tradicional.

6 | 1.1 FORMALIDAD

Una empresa es totalmente formal cuando cumple todas las normas que le aplican de manera obligatoria. El fideicomiso financiero solo puede invertir en empresas formales. Es decir que están legalmente constituidas y cumplen con todos sus requisitos de funcionamiento.

El fideicomiso financiero es un vehículo regulado y fiscalizado. Por lo tanto, su subyacente debe provenir de empresas con el mismo grado de cumplimiento normativo. Es más, se espera que este vehículo se vuelva un elemento coadyuvador en la formalización de empresas. Se ha visto que muchas pymes que buscan financiamiento, al ver las ventajas de estos vehículos, entran voluntariamente en procesos de formalización a petición de sus mismos administradores.

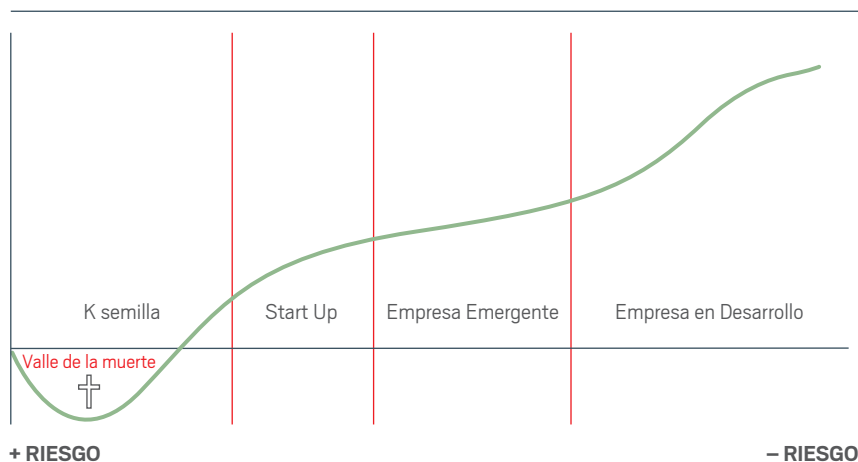
Se espera que las pymes perciban al fideicomiso financiero que les podría comprar valores de oferta privada, como un incentivo importante alcanzable únicamente con la formalización.

6 | 1.2 ANTIGÜEDAD

La antigüedad de las empresas pymes emisoras es muy importante al momento de evaluarlas desde el punto de vista de riesgo. Empresas de menor porte más maduras han pasado las dificultades de consolidar sus negocios los primeros años, se han establecido en sus mercados, han adquirido un nivel de conocimiento y de penetración de mercado mucho más amplio que las empresas más jóvenes.

El ciclo de vida y las necesidades de financiamiento de las pymes bajo diferentes escenarios de riesgo, se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 9. Ciclo de vida de las pymes



Fuente: Elaboración propia, basado en literatura general sobre financiamiento de pymes.

El riesgo de invertir en pymes es mayor del lado izquierdo del gráfico 9. Empresas que buscan capital semilla y *start-ups* son generalmente entidades que requieren de inversionistas calificados que asumen alto riesgo. Se presume que las empresas emergentes y en desarrollo ya han alcanzado un nivel de madurez que se refleja en un riesgo menor.

Para efectos de crear el primer fideicomiso financiero de pymes en Uruguay, recomendamos que el mismo se ubique en el cuadrante de "empresa en desarrollo". Se esperaría que, en Uruguay, después de la utilización del fideicomiso financiero en esta primera experiencia, en el tiempo se desarrollen otros fideicomisos financieros en las etapas de mayor riesgo.

6 | 1.3 PERSONERÍA JURÍDICA APROPIADA

Para este proyecto, la personería jurídica viene dada, no como un tema de mera formalidad, sino como un elemento clave de gobernanza, compromiso de los propietarios y controles internos de la empresa. Mientras más gobernanza, mejor. Por lo tanto, se recomienda concentrarse en las SA y las SRL.

Las SA es un tipo social regulado por la Ley N° 16.060 de sociedades comerciales, se caracteriza por la relevancia del capital (a diferencia de las sociedades personales), el cual se encuentra representado en títulos accionarios y por el tipo de responsabilidad de los fundadores.

En lo referido a la administración y representación en las SA, el artículo 375 de la Ley 16.060 de sociedades comerciales establece que será ejercida por un administrador o un directorio y quien represente a la sociedad será el administrador o el presidente del directorio.

El administrador o directorio debe ser designado en Asamblea de Accionistas y se debe tener en cuenta la comunicación al Registro de Personas Jurídicas Sección Registro Nacional de Comercio en cumplimiento de lo establecido en la Ley 17.904.

Las SA se caracterizan por la responsabilidad de los accionistas ya que éstos responderán hasta el límite de integración de las acciones que suscriban, no asumen responsabilidad personal por los negocios sociales. En este tipo de sociedad existe una separación patrimonial absoluta entre el patrimonio social y el patrimonio de cada accionista.

Por otra parte, se denomina SRL al tipo societario regulado en los artículos 223 a 243 de la Ley 16.060, caracterizado por la no responsabilidad de los socios por las deudas sociales (en principio), un régimen de constitución más flexible que la SA (no está sometido al contralor de la Auditoría Interna de la Nación, por ejemplo) y la división de su capital en cuotas sociales que no pueden representarse en valores negociables (lo cual supone un régimen especial para la cesión de la participación).

La administración y representación de la SRL corresponderá a una o más personas físicas o jurídicas, socias o no, designadas en el contrato social o posteriormente.

En caso de menos de 20 socios, las resoluciones sociales, generalmente se toman por mayoría absoluta del capital. Si la sociedad tuviera más de 20 socios, deberán deliberar en asamblea, la cual estará sujeta a las disposiciones establecidas para las sociedades anónimas.

La sociedad de hecho y la irregular es la que se constituye por un contrato válido y se exterioriza frente a terceros realizando una actividad social, pero sin haber cumplido con los requisitos de una regular constitución.

La empresa unipersonal no posee personería jurídica y el titular de la empresa responde personal e ilimitadamente por las obligaciones de esta. Esta forma de empresa es adecuada para emprendimientos de menor envergadura donde no es necesaria la constitución de una persona jurídica, otorgando ventajas en la rapidez con la que se constituye, bajo costo para su inscripción en organismos públicos, no tiene vencimientos que delimite su actividad y no existe obligación de constituir un capital mínimo en su inicio.

6 | 1.4 ACCESO A TECNOLOGÍA

El acceso tecnológico es importante para las pymes emisoras que se deben buscar. La importancia viene fundamentalmente ligada a que deben contar con apoyo tecnológico para manejar todos los aspectos operativos y administrativos de su negocio. Eso deriva no solamente en un control efectivo y una rápida capacidad de generación de información, sino en poder realizar cierres periódicos de balances financieros, en lo posible mensuales.

Los administradores del fideicomiso financiero, las clasificadoras de riesgo y los mismos inversionistas del mencionado fideicomiso, deben poder acceder a información financiera periódica generada por la pyme.

En esa línea es importante que la empresa cuente con sistemas de servidores o similares, software para administración contable de sus operaciones y otros que le permitan el correcto funcionamiento de la empresa y la generación oportuna de información.

6 | 1.5 GRADO EDUCATIVO ALTO DE QUIENES DIRIGEN LAS PYMES

Naturalmente personas con más grado educativo tienden generalmente a administrar con mayor versatilidad negocios más complejos. La dinámica de los mercados y la complejidad actual del manejo empresarial requiere de personas cada vez más preparadas.

Por otro lado, la emisión de valores de oferta privada y el involucramiento de fideicomisos financieros de oferta pública, requiere de conocimientos y destrezas más fácilmente manejadas por personas de mayor grado de educación.

6 | 1.6 ACCESO A FINANCIAMIENTO TRADICIONAL

Otro aspecto que consideramos importante al momento de definir las pymes que puedan ser emisoras, es que las mismas tengan accesos a servicios financieros e idealmente mantengan créditos vigentes con entidades de intermediación financiera. Eso garantiza que han pasado varios filtros propios de una entidad financiera regulada en el marco de la prevención del lavado de activos y que se han aplicado medidas de debida diligencia y mantienen un historial financiero aceptable. Eso también otorga seguridad respecto de la conducta de la pyme como consumidor financiero, se tiene historial de sus pagos y de su conducta en la central de riesgos.

Toda esa información es muy valiosa al momento de evaluar las pymes candidatas. Es fundamental que el fideicomiso financiero sea una alternativa real al financiamiento tradicional de las pymes solventes y de alto potencial, y no una alternativa de financiamiento para las pymes que hayan sido rechazadas en las entidades financieras, por ser justamente lo contrario.

6 | 2 PYMES PRE-CALIFICABLES PARA LA EMISIÓN DE VALORES DE OFERTA PRIVADA

Habiendo realizado el análisis de las características de las pymes en Uruguay de acuerdo con la *Encuesta Nacional del año 2017* y tomando en cuenta las características esenciales que éstas deben tener para poder calificar para ser emisoras de valores de oferta privada, se recomienda trabajar con pymes clasificadas como medianas por lo siguiente:

- a. Tienen una antigüedad promedio de 22 años.
- b. El 95% han sido formales desde un inicio.
- c. El 97% cuenta con ejecutivos, propietarios o administradores con educación superior a la primaria. El 46% tiene educación terciaria o superior.
- d. Cinco de cada 10 fundadores han tenido experiencia previa como fundador de otros emprendimientos empresariales.
- e. El 54% le vende al Estado y el 32% son exportadoras.
- f. El 99% cuenta con seguros contra accidentes.
- g. El 100% usa el internet y el 81% cuenta con celulares para uso empresarial.
- h. El 89% cuenta con programas informáticos propios.
- i. El 99% utiliza por lo menos un servicio bancario.
- j. El 25% tienen acceso pleno al crédito.
- k. El 75% ha sido fundada con capital propio.

Dentro del grupo de empresas medianas, se recomienda trabajar con empresas cuya naturaleza jurídica sea SA o SRL, por las siguientes razones:

- Son las de mayor antigüedad. Las SRL en promedio 14 años y las SA 15 años.
- Son las que más tienen seguro contra accidentes. La SRL 89% y la SA 97%.
- Son las con mayor acceso al crédito. La SRL el 12% y SA el 15%.
- El 30% de las empresas medianas son SRL y el 48% son SA.

6 | 3 CRITERIOS FINANCIEROS DE SELECCIÓN DE EMPRESAS MEDIANAS¹⁶

Una vez que, para este estudio hemos determinado trabajar con empresas medianas; de un total de 7.219 empresas clasificadas como tal, se ha procedido a depurar aquellas que son SA o SRL y que cumplen con los parámetros financieros estrictos que se explican más adelante.

Para el análisis y depuración, se utilizaron las siguientes bases de datos:

- Base de datos del INE al 31/12/2018 (INE_2018) con el listado de empresas.
- Herramienta Lince – Exante con información de estados financieros.
- Balances online de la Auditoría Interna de la Nación (AIN).
- Consultas Central de Riesgos.

Los detalles del proceso de selección se encuentran en el Anexo 2: *Informe preselección empresas medianas en Uruguay* realizado por ANDE. A continuación, explicamos de forma resumida los aspectos financieros más importantes.

- Razón Social:* se seleccionaron solo a las empresas medianas que tienen como personería jurídica Sociedad Anónima (SA) o Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL), quedando seleccionadas 5.580 empresas.
- Disponibilidad de Balance en AIN:* se seleccionaron aquellas empresas que tienen disponible su balance en la central electrónica de balances de la AIN, ya que, en estos casos se puede realizar un análisis económico y financiero. Al aplicar este filtro, quedaron un total de 1.566 empresas que cuentan con balance en AIN con información económica/financiera disponibles (en LINCE).
- Análisis económico/financiero, según información adquirida de balances AIN.* las 1,566 fueron analizadas verificando que se contaba con información suficiente en sus balances financieros.
- Análisis del endeudamiento y clasificación crediticia en el sistema financiero uruguayo:* complementando el análisis anterior, a las 1.566 empresas se les aplicaron filtros específicos según criterios financieros e indicadores económicos explicados a continuación.

6 | 3.1 CRITERIOS DE SELECCIÓN ECONÓMICO Y FINANCIERO:

Los filtros aplicados fueron los siguientes:

16. Esta sección se trabajó con la colaboración de ANDE y con información provista por el Instituto Nacional de Estadística (INE). El análisis completo está en el anexo 2. Informe de análisis las empresas medianas en Uruguay 2020, ANDE.

Cuadro 19. Filtros específicos análisis económico y financiero

FILTROS ESPECÍFICOS ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO	
1. Ventas entre USD 1 millón y USD 99 millones	
2. Resultado neto positivo en el ejercicio informado	
3. Patrimonio positivo en el ejercicio informado	
4. EBITDA positivo	
5. Capital de trabajo positivo	
6. EBITDA mayor de \$US 100 mil o que represente más del 10% sobre ventas	
7. Patrimonio mayor o igual a 500 mil	
8. Resultado operativo positivo	
9. Activo/patrimonio positivo	
10. Disponibilidades positivas	

Fuente: Informe preselección empresas medianas en Uruguay realizado por ANDE.

Adicionalmente, se aplicaron criterios de endeudamiento y clasificación crediticia en el sistema financiero uruguayo, buscando la segmentación de empresas medianas en la conformación de la base de datos de empresas candidatas que tienen endeudamiento en el sistema financiero, con buena clasificación crediticia.

Los filtros utilizados fueron los siguientes:

Cuadro 20. Filtros específicos Análisis del endeudamiento y clasificación crediticia

FILTROS ESPECÍFICOS ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO Y CLASIFICACIÓN CREDITICIA	
11. Si opere en el sistema financiero de Uruguay	
12. Total endeudamiento BCU sea mayor o igual a USD 30.000	
13. Sin deuda vencida	
14. Clasificación Central de Riesgo = 1C, 2A o 2B (mejor que 3)	

Fuente: Informe preselección empresas medianas en Uruguay realizado por ANDE.

Luego de aplicar todos estos filtros a las 1.566 empresas que contaban con la información detalladas de AIN, segregamos 334 empresas que pasaron ambos filtros. El resumen del proceso de filtración y los resultados se muestran a continuación en la siguiente tabla:

Cuadro 21. Resultados del análisis de pymes realizado por ANDE

Base INE	7,219
1) Razón Social:	-1,639
Empresas SRL o SA	5,580
2) Disponibilidad de Estados Financieros:	-4,014
Empresas con Estados Financieros disponibles:	1,566
3) Análisis económico/financiero:	-1,053
Empresas con análisis económico y financiero	513
4) Análisis sistema financiero:	-179
Empresas con análisis sistema financiero	334
Total empresas después de todos los filtros:	334

Fuente: Informe preselección empresas medianas en Uruguay realizado por ANDE.

Como se puede ver en el cuadro anterior, del total de 7.219 empresas pymes, 5.580 son SA o SRL. De esas un total de 1.566 tenían sus balances disponibles públicamente, quedando 334 después de los filtros económicos y financieros aplicados.

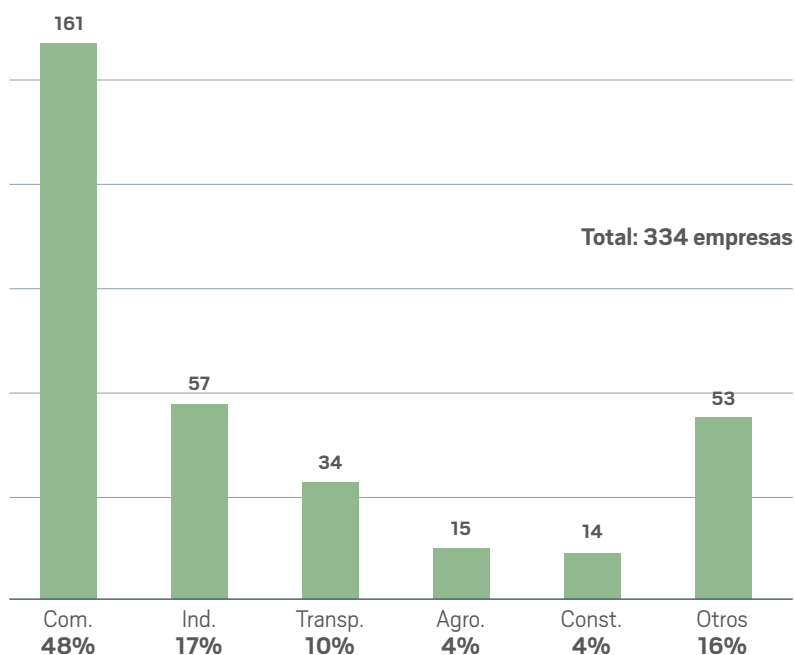
6 | 3.2 EMPRESAS MEDIANAS CANDIDATAS: TOTAL 334

Las 334 empresas que han clasificado inicialmente como candidatas para ser emisoras de valores de oferta privada para el fideicomiso financiero tienen ciertas características en cuanto a sus actividades, sectores y situación financiera, las cuales procedemos a analizar en detalle a continuación en los siguientes puntos. Se aclara que este número de empresas candidatas es a la fecha; este análisis se debería realizar anualmente y se esperaría que este número de empresas cambie.

6 | 3.2.1 SECTOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se ha procedido a clasificar a las 334 empresas de acuerdo con su sector de actividad. Un total de 15 pertenecen al sector agropecuario, 161 al comercio, 14 al rubro de la construcción, 77 a la industria, 34 al transporte y el resto a otros tipos de servicios (gráfico 10).

Gráfico 10. Cantidad de empresas por sector



Fuente: Informe Exante.

El Gestor del fideicomiso financiero deberá adicionalmente asignar los niveles de riesgo que considere apropiado a cada uno de estos sectores.

6 | 3.2.2 INDICADORES FINANCIEROS

En los cuadros a continuación se muestran algunos de los indicadores financieros de la base de datos de las 334 empresas medianas, detallando el mínimo, máximo, promedio y mediana de todas ellas:

Cuadro 22. Ventas, EBITDA y Rentabilidad

	Ventas USD (millones)	EBITDA (millones)	EBITDA % (millones)	ROA (%)	ROE (%)	Resultado Operativo (% Ventas)
MIN	1.1	0.2	2%	1%	1%	1%
MAX	8.9	4.2	94%	76%	95%	84%
PROMEDIO	5.5	0.68	13%	16%	19%	11%
MEDIANA	5.25	0.5	10%	13%	15%	8%

Fuente: Informe de análisis las empresas medianas en Uruguay 2020, ANDE.

Como muestra el cuadro 22, las ventas están en un rango de USD 1,1 millones a USD 8,9 millones anuales. El EBITDA de todas es positivo. El EBITDA como porcentaje de las ventas, está entre 2% y el 91%. El ROA y ROE son también positivos y se encuentran entre el 1% al 76% y el 95% respectivamente. El resultado operativo está en un promedio del 11% de las ventas.

Cuadro 23. Activos, Patrimonio y Resultado Neto (USD)

	Activos (miles)	Patrimonio (miles)	Resultado Neto (miles)
MIN	675	509	9
MAX	40,042.00	16,088.00	2,059.00
PROMEDIO	4,203.00	2,526.00	411
MEDIANA	3,395.00	1,986.00	294

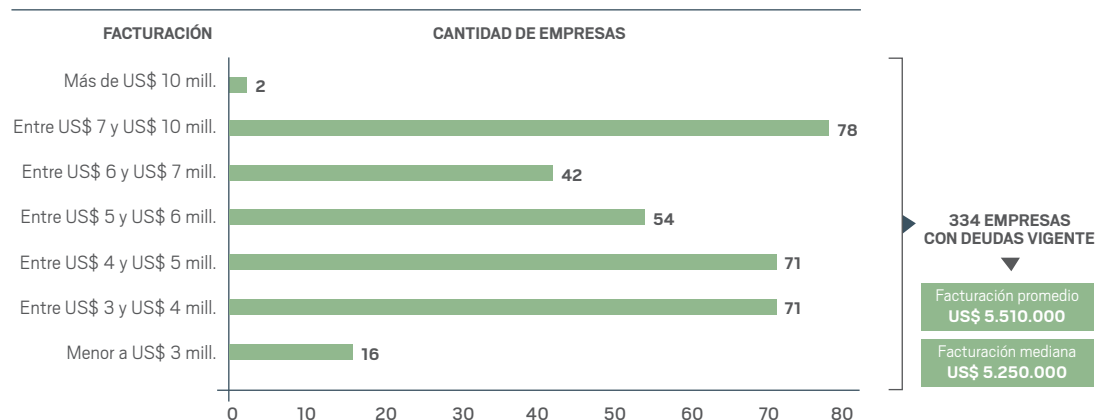
Fuente: Informe de análisis las empresas medianas en Uruguay 2020, ANDE.

El cuadro 23 nos muestra un resultado neto promedio de USD 411 mil. Las 334 empresas tienen activos en un rango de USD 675 mil y más de USD 40 millones. El patrimonio es de USD 509 mil a USD 16,08 millones. Todas tienen un resultado neto positivo que oscila entre USD 9 mil y más de USD 2 millones anuales.

6 | 3.2.3 FACTURACIÓN ANUAL

En el siguiente gráfico vemos que más del 95% de las empresas presentan ventas mayores a los USD 3 millones anuales. La facturación promedio es de USD 5.5 millones anuales.

Gráfico 11. Facturación Anual (USD)



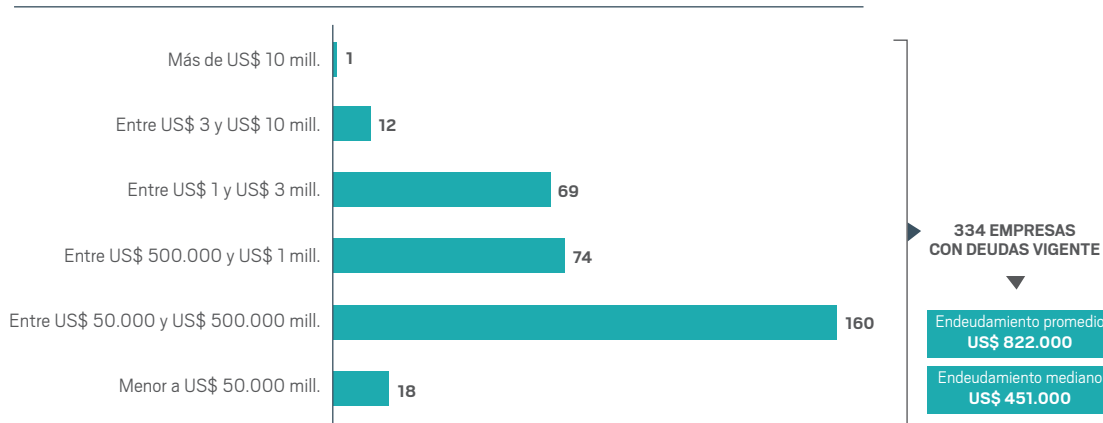
Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020.

Un total de 78 empresas facturan entre USD 7 y USD 10 millones. Este es un número de empresas importante para aquellas AFISA que busquen de alguna manera empresas medianas con niveles de facturación relativamente más altas al promedio.

6 | 3.2.4 ANÁLISIS CREDITICIO

De la muestra analizada, las 334 empresas presentaban deuda vigente total de USD 274 millones, con la siguiente composición por tramo de endeudamiento:

Gráfico 12. Rangos de Endeudamiento

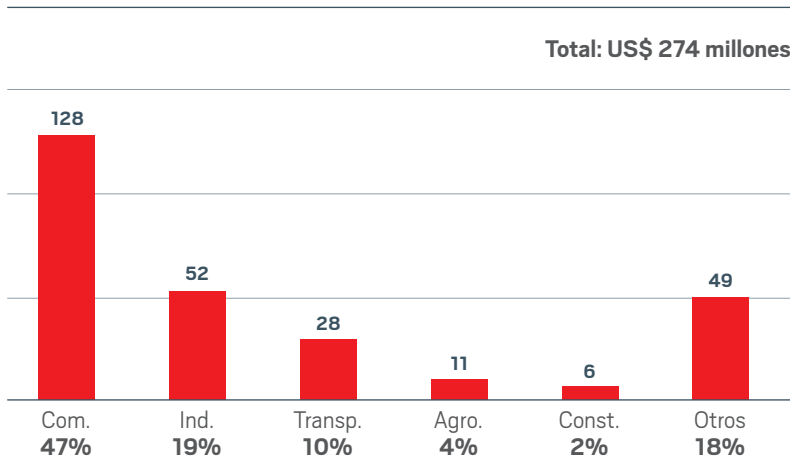


Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020.

El gráfico 12 anterior nos muestra que el endeudamiento promedio con el sistema financiero de las 334 empresas es de USD 822 mil y la mediana es de USD 451 mil. Este es un dato importante al momento de determinar los niveles máximos de apalancamiento que las empresas candidatas deberán tener y también para el Gestor que proponga reemplazar la deuda bancaria por valores de oferta privada de condiciones más atractivas para la empresa en la cual desee invertir.

El gráfico siguiente nos muestra como los USD 274 millones de deuda de las 334 empresas se encuentra distribuido entre los diferentes sectores en los cuales las empresas realizan sus actividades.

Gráfico 13. Deuda vigente por sector (US\$ millones)



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

Claramente los sectores de comercio e industrial concentran dos tercios de la deuda vigente. El siguiente cuadro es más detallado, pues nos muestra los montos de deudas y empresas deudoras por cada sector y subsector.

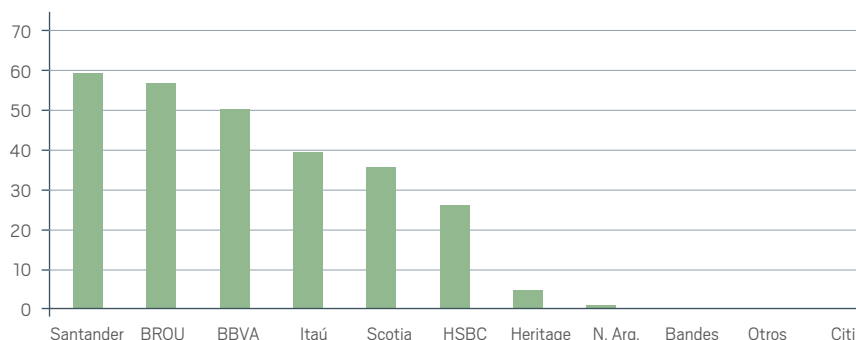
Cuadro 24. Monto de Deuda por Sector y Subsector

	Monto (miles de US\$)		Empresas	
Otros mayoristas	32.432	12%	51	15%
Comercio mayorista en el agro	29.976	11%	14	4%
Otros minoristas	20.493	7%	44	13%
Venta al por mayor de materiales de construcción	13.106	5%	7	2%
Venta de maquinaria en general	12.684	5%	13	4%
Venta minorista de textiles y vestimenta	4.707	2%	7	2%
Venta al por mayor de alimentos y bebidas	4.421	2%	8	2%
Venta mayorista de textiles y vestimenta	3.110	1%	3	1%
Venta minorista de aparatos de uso doméstico	2.657	1%	6	2%
Venta al por menor de artículos de ferretería y pinturas	2.645	1%	4	1%
Venta de vehículos automotores	1.839	1%	3	1%
Farmacias	38	0%	1	0%
SUBTOTAL COMERCIO	128.107	47%	161	48%
Otras industrias no alimenticias	24.848	9%	22	7%
Industrias metálicas	10.514	4%	15	4%
Industrias alimenticias	6.995	3%	10	3%
Industria textil y vestimenta	6.017	2%	5	1%
Papel, madera y celulosa	2.129	1%	2	1%
Industria farmacéutica, química y pinturas	1.578	1%	3	1%
SUBTOTAL INDUSTRIA	52.081	19%	57	17%
SUBTOTAL TRANSPORTE	28.391	10%	34	10%
Ganadería y lechería	5.956	2%	5	1%
Otros sector primario	3.605	1%	6	2%
Servicios agropecuarios	1.078	0%	4	1%
Agricultura	0	0%	0	0%
SUBTOTAL AGROPECUARIO	10.640	4%	15	4%
SUBTOTAL CONSTRUCCIÓN	6.241	2%	14	4%
Otros servicios	47.721	17%	51	15%
Salud	1.287	0%	2	1%
SUBTOTAL OTROS	49.008	18%	53	16%
TOTAL	274.468	100	334	100%

Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

El gráfico a continuación nos muestra que el Banco Santander concentra un 22% del total del crédito vigente de la muestra. Los jugadores que le siguen son BROU, y BBVA con shares en la muestra de entre 15% y 20%.

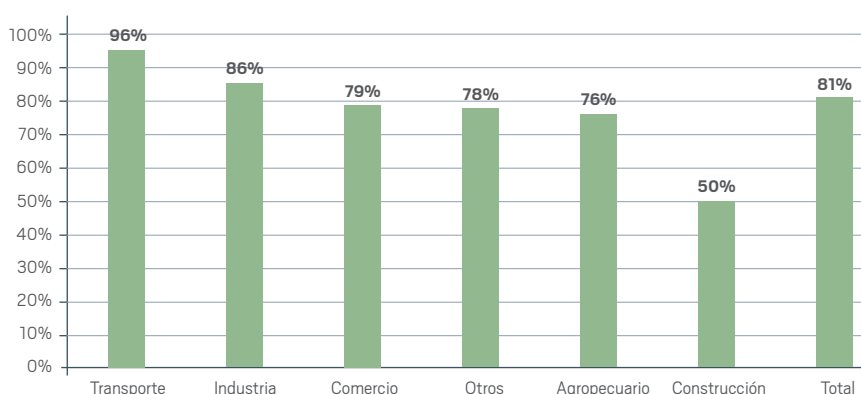
Gráfico 14. Deuda vigente por institución (Mill. US\$)



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

El siguiente gráfico siguiente nos muestra un alto nivel de dolarización de los créditos concedidos a las empresas de la muestra. Esto podría ser una razón por la cual el fideicomiso financiero sea más atractivo en moneda nacional o en UI, sirviendo de alternativa para las pymes, especialmente las no exportadoras.

Gráfico 15. Grado de dolarización por sector de actividad



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Febrero 3 del 2020

Los sectores del transporte e industria concentran porcentualmente créditos con el más alto grado de dolarización. El promedio total es del 81%, representando un riesgo cambiario muy alto. Esto realza la importancia de que fideicomiso financiero otorgue financiamientos en UI o moneda local.

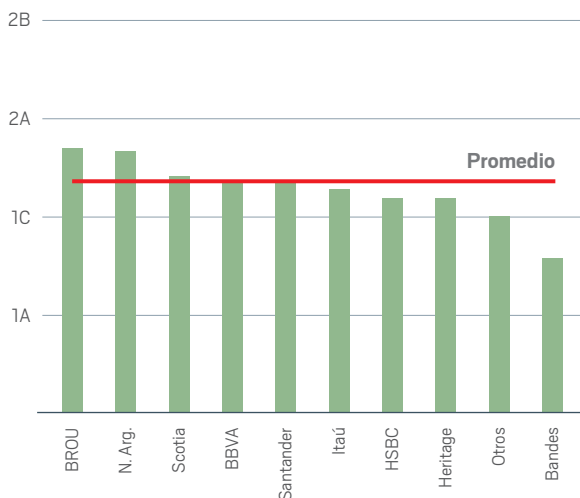
En cuanto a la calidad de los créditos vigentes de las 334 empresas, en el cuadro siguiente podemos apreciar el riesgo promedio asumido por cada institución de intermediación financiera acreedora y el riesgo promedio según sector.

Las 203 empresas de la muestra presentan una calificación promedio entre 1C y 2A¹⁷.

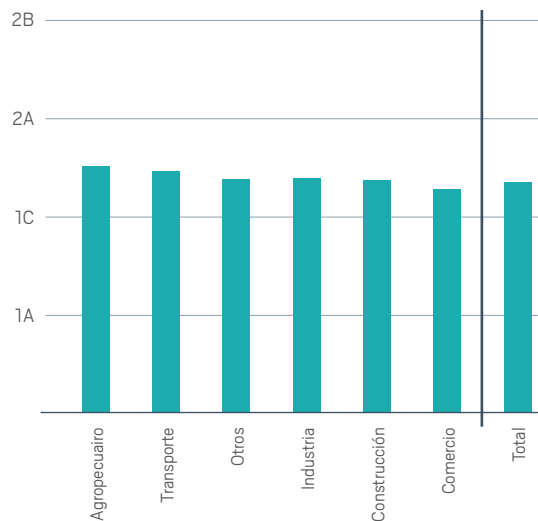
17. – Categoría 1B – Deudores con capacidad de pago muy fuerte.
 – Categoría 1C – Deudores con capacidad de pago fuerte.
 – Categoría 2A – Deudores con capacidad de pago adecuada.
 – Categoría 2B – Deudores con capacidad de pago con problemas potenciales.
 – Categoría 3 – Deudores con capacidad de pago comprometida.
 – Categoría 4 – Deudores con capacidad de pago muy comprometida.
 – Categoría 5 – Deudores irrecuperables.

Gráfico 16. Calificación de Riesgo de Cartera por Institución Financiera y por Sector

Riesgo promedio asumido por institución



Riesgo promedio según sector

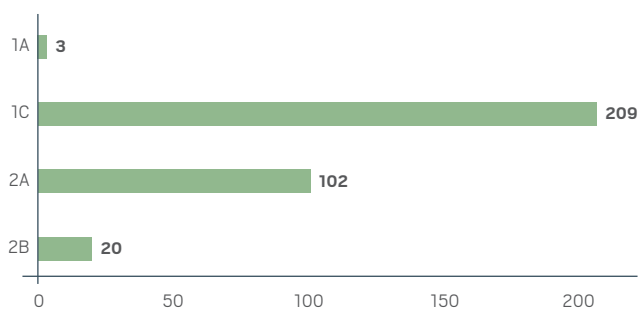


Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

El riesgo promedio según sector nos muestra claramente que el sector agropecuario y transporte son los sectores de mayor riesgo.

Con relación a la distribución de las empresas por su calificación crediticia, más del 60% de las firmas de la muestra que presentan deuda vigente ostentan una calificación promedio de 1C.

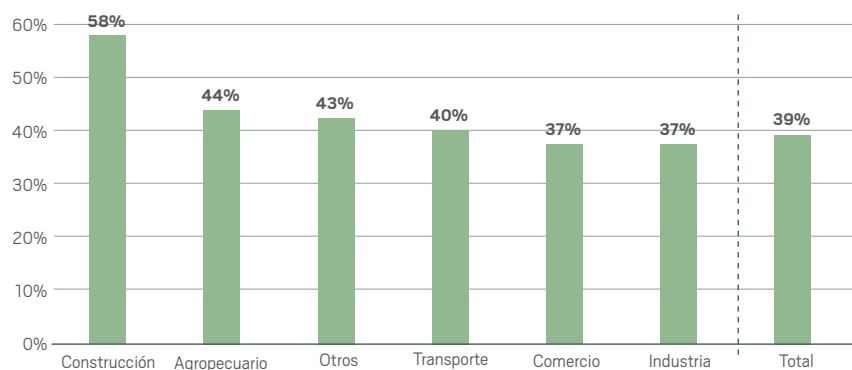
Gráfico 17. Cantidad de empresas por calificación crediticia promedio



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

Por otro lado, la construcción es el sector con mayor relación de garantías computables sobre créditos vigentes del 58%. Por encima del total promedio de 39%.

Gráfico 18. Garantías computables / Créditos vigentes



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

6 | 3.3 RESUMEN DE RESULTADOS FINANCIEROS

Por la información analizada podemos ver que la muestra de 334 empresas medianas identificadas, eventualmente podrían emitir valores de oferta privada para que sean adquiridos por el fideicomiso financiero y que, en resumen, tendrían las siguientes características financieras:

- Participan activamente en el sistema financiero.
- No presentan deuda vencida en el sistema financiero
- La mediana de facturación es de USD 5.250.000 anuales.
- 10 empresas concentran el 22% del endeudamiento vigente de la muestra, mientras que 46 acumulan la mitad.
- La muestra abarca empresas de todos los sectores de actividad.
- El sector comercial representa casi la mitad de las empresas y de la deuda vigente total de la muestra.
- Los subsectores “comercio mayorista en el agro”, “otros servicios” y “otros mayoristas” engloban más del 40% de la deuda vigente de la muestra.
- Las empresas presentan una calificación promedio entre 1C y 2A.

VII INVERSIONISTAS " " " INSTITUCIONALES

Los inversionistas institucionales son personas jurídicas que operan grandes volúmenes de activos propios o de terceros que pueden ser destinados a inversión en valores de oferta pública.

En Uruguay, los inversionistas institucionales más destacados que podrían adquirir los CP a ser emitidos por el fideicomiso financiero son las AFAP, los bancos, las compañías de seguros, entidades financieras estatales y los organismos multilaterales.

Se recomienda que el Promotor, el Gestor, el fiduciario y el intermediario de valores asignado para la colocación de los CP, en el marco de la normativa vigente, realicen una presentación completa (*roadshow*) del fideicomiso financiero a los potenciales inversionistas institucionales para intercambiar ideas y criterios; y establecer el apetito existente por la emisión.

Por su particular importancia y amplia presencia como compradores de valores de oferta pública emitidos por fideicomisos financieros en Uruguay, a continuación, profundizamos de manera particular el tema de las AFAP como inversionistas institucionales.

7 | 1 LAS AFAP

Los aportes destinados al régimen de jubilación por ahorro individual en Uruguay son administrados por personas jurídicas de derecho privado, organizadas mediante la modalidad de sociedades anónimas, denominadas Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP). A la fecha existen cuatro (4): República AFAP, AFAP Sura, Unión Capital AFAP e Integración AFAP.

Los participantes del mercado de valores han manifestado que las AFAP son muy exigentes y que los productos "*afapeables*" son muy pocos. Esta es una crítica muy común a las administradoras de fondos previsionales en varios países y generalmente se resuelven con temas de estructuración, regulación y principalmente trayendo al mercado nuevos productos financieros.

En el periodo 1998–2007, en términos de monto invertido en Uruguay, las AFAP han comprado el 43% en promedio del monto emitido. Hay que recordar que hasta abril del 2007 lo máximo de una emisión que podía comprar una AFAP era el 50%. Este límite se incrementó hasta el 100%, por lo que hace que la participación de las AFAP sea aún más importante, con la posibilidad de que se produzca una sobredemanda en la colocación de los valores emitidos, en beneficio de los emisores.

La Ley N° 19.162 ciertamente presiona a la administración de las AFAP a diversificar la cartera de inversión de los subfondos. Esto significa que el mercado de valores formal local cuenta con una especie de inversionistas institucionales cautivos con una fuerte necesidad de invertir el ahorro de los trabajadores en nuevas emisiones y en valores diferentes a los emitidos por el Estado.

Es importante que las AFAP continúen invirtiendo en los mercados de valores formales de Uruguay y se les provea de materia prima en la cual invertir, como es el caso de los fideicomisos financieros para pymes que estamos proponiendo. En estudios anteriores se ha planteado que, a falta de emisores empresariales privados, se utilicen de manera agresiva los VPE (en la forma de fideicomisos financieros o fondos de inversión), como emisores que pueden abastecer a las AFAP de valores de renta fija y variable para apoyar la diversificación de sus subfondos.

Buscando la máxima seguridad del ahorro previsional, a través de la RNCFP, el BCU establece que las inversiones de las AFAP deben canalizarse en mercados de valores formales:

“ARTÍCULO 49 (MERCADO FORMAL). Todas las transacciones locales en valores que se efectúen con los activos del Fondo de Ahorro Previsional deberán realizarse a través de mercados formales locales... Se entiende por mercados formales locales, los mercados oficiales de las bolsas de valores registradas en la Superintendencia de Servicios Financieros.”

La formalidad de los mercados para muchos inversionistas institucionales, especialmente las AFAP, es importante porque estos son los únicos que ofrecen un alto nivel de transparencia y regulación. Además, por ser mecanismos de negociación multilateral y competitiva, tienen las condiciones necesarias para el descubrimiento de precios de los valores en ellos transados.

Esos requerimientos de la RNCFP ciertamente han creado un mercado de valores cautivo de AFAP en favor de los mercados formales en Uruguay, al tener las AFAP un menú internacional muy limitado, sin más alternativa que comprar valores en el mercado local. Esta ventaja beneficia principalmente a la BVM y a BEVSA como las únicas bolsas de valores existentes en el país y por supuesto también a la introducción de nuevos productos y mecanismos de financiamiento como los que proponemos en el presente informe.

7 | 1.1 LAS AFAP: RECURSOS Y NECESIDAD DE INVERTIRLOS

Como se aprecia en el cuadro 25 a continuación el valor del fondo de ahorro previsional administrado por las cuatro AFAP a enero del 2020, asciende a \$567.707,67 millones equivalentes a USD 10.373,97 millones¹⁸. De los cuales el 66,71% se encuentra invertido en valores del Estado e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el BCU.

¹⁸. Tipo de cambio de \$38,10 por USD1,0.

Cuadro 25. Principales variables del régimen de jubilación por ahorro obligatorio (\$). Enero 2020

	millones de \$
VALOR DEL FONDO DE AHORRO	
PREVISIONAL (total de régimen)	567.707,67
AFAP SURA	101.791,39
INTEGRACIÓN AFAP	54.338,36
REPÚBLICA AFAP	317.754,90
UNION CAPITAL AFAP	93.823,02
VALOR DEL SUBFONDO DE AHORRO	
PREVISIONAL ACUMULACIÓN	467.239,54
AFAP SURA	85.518,19
INTEGRACIÓN AFAP	47.390,31
REPÚBLICA AFAP	256.646,09
UNION CAPITAL AFAP	77.684,95
VALOR DEL SUBFONDO DE AHORRO	
PREVISIONAL RETIRO	100.468,14
AFAP SURA	16.273,20
INTEGRACIÓN AFAP	6.948,06
REPÚBLICA AFAP	61.108,80
UNION CAPITAL AFAP	16.138,08

Fuente: BCU

Desde agosto del 2014, en cumplimiento de la Ley N° 19.162, se introdujo un nuevo sistema de subfondos en el régimen de AFAP. Desde entonces, el Fondo de Ahorro Previsional queda dividido en dos: el Subfondo de Acumulación en que el afiliado aporta hasta los 55 años, y el Subfondo de Retiro en el cual se aporta desde esa edad hasta el final de la vida laboral. Ambos suman \$567.707,67 a enero del 2020.

Estos subfondos son una forma menos sofisticada de los sistemas multifondos de Chile, Colombia y Perú¹⁹. Permiten a las AFAP diversificar mejor el riesgo de administración de los ahorros de sus afiliados. Por lo tanto, el Subfondo de Administración podría en principio tomar más riesgo que el Subfondo de Retiro.

Según datos del BCU a enero del 2020, el Subfondo de Acumulación tiene invertido el 46,90% de sus recursos en valores del Estado e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el BCU y un 21,44% en valores emitidos por empresas. Por otro lado, el Subfondo de Retiro tienen un portafolio en el cual se tienen invertido el 64,46% en valores del Estado e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el BCU y un 13,02% en empresas privadas, reflejando justamente el hecho de que este último subfondo debe ser menos riesgoso.

La lógica en cuanto a la toma de riesgos detrás de la creación del sistema de subfondos, nos permite deducir que el Subfondo de Acumulación podría ser el más indicado para invertir en los fideicomisos financieros con las características que proponemos en el presente estudio.

19. Los fondos de acumulación en Chile y Colombia se dividen en tres (conservados, moderado y riesgoso) y además está el de fondo de retiro.

7 | 1.2 INVERSIONES PERMITIDAS A LOS FONDOS DE AHORRO PREVISIONAL

De acuerdo con la ley N°16.713 del Sistema Previsional del 3 de septiembre de 1995 y su ley modificatoria N°18.673 del Fondo Ahorro Previsional y toda la normativa reglamentaria vigente, de dicho Fondo, puede invertir en certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos.

De acuerdo con la RNCFP en su artículo 59 (valores emitidos por empresas, fideicomisos financieros o fondos de inversión), estos valores deben:

- a. Estar inscriptos en el Registro de Mercado de Valores.
- b. Cotizar en el mercado oficial de las bolsas de valores inscriptas en el Registro de Mercado de Valores.
- c. Contar con calificación de riesgo expedida por instituciones calificadoras inscriptas en el Registro de Mercado de Valores. La calificación no podrá ser inferior a la correspondiente a la Categoría 3 para los valores a largo plazo y Categoría 2 para los valores a corto plazo, de acuerdo con las definiciones dadas por el artículo 54.

Por su parte, el Artículo 54 (categorías de calificación de riesgos), especifica:

1. "CATEGORÍAS APLICABLES A VALORES DE CORTO PLAZO:

CATEGORÍA 1: Incluye los valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de muy bajo riesgo de inversión. Son aquellos valores calificados en categorías A-1+ y A-1 o equivalente.

CATEGORÍA 2: Incluye los valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de bajo riesgo de inversión. Son aquellos valores calificados en categorías A-2 y A-3 o equivalente.

CATEGORÍA 3: Incluye los valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de mediano a alto riesgo de inversión. Son aquellos valores calificados en una categoría igual o inferior a B o equivalente.

2. CATEGORÍAS APLICABLES A VALORES DE LARGO PLAZO Y A EMISORES:

CATEGORÍA 1: Incluye los emisores o valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de muy bajo riesgo de inversión. Son aquellos calificados en categorías comprendidas entre AAA y AA - o equivalente.

CATEGORÍA 2: Incluye los emisores o valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de bajo riesgo de inversión. Son aquellos calificados en categorías comprendidas entre A + y BBB - o equivalente.

CATEGORÍA 3: Incluye los emisores o valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de mediano riesgo de inversión. Son aquellos calificados en categorías BB +, BB y BB - o equivalente.

CATEGORÍA 4: Incluye los emisores o valores de oferta pública de renta fija o de renta variable de alto riesgo de inversión. Son aquellos calificados en una categoría igual o inferior a B + o equivalente."

Claramente el fideicomiso financiero para adquisición de valores de oferta privada de pymes deberá ser calificado igual o mayor a la categoría 2 a corto plazo (A-2 y A-3) y a largo plazo (A+ y BBB -).

7 | 1.3 COMPROMISOS DE INVERSIÓN, SUSCRIPCIÓN O INTEGRACIÓN EN FECHA FUTURA

Por el artículo 61.1 de la RNCFP, las AFAP podrán asumir, previa autorización de la SSF, compromisos de inversión, suscripción o integración en fechas futuras a efectos de invertir los recursos del Subfondo de Acumulación. Esa es una ventaja muy importante que permite programar las emisiones de certificados de participación de los fideicomisos financieros.

Dichos compromisos deberán cumplir con las siguientes condiciones:

- a. Ser asumidos por un plazo no superior a los cinco años para efectuar las inversiones.
- b. La suma de los compromisos no podrá superar el 20% (veinte por ciento) del valor del activo del Subfondo de Acumulación.
- c. La suma de los compromisos asumidos más las inversiones en valores del referido literal B) no podrá superar el límite establecido para dicho literal.
- d. Cuando corresponda efectivizar el financiamiento comprometido, los valores a adquirir deberán cumplir con los requisitos exigidos en la RNCFP.

A efectos de conceder la autorización, las Administradoras deberán presentar el texto del compromiso a ser suscripto, acompañado de la siguiente información:

- a. Antecedentes del ejecutor del proyecto, junto con información suficiente que acredite su solvencia patrimonial y técnica.
- b. Condiciones del contrato en el que se fundamenta el negocio, incluyendo plan de negocios y flujo de fondos.
- c. Evaluación técnica del proyecto realizada por los órganos competentes de la AFAPA, acompañada de las actas que motivaron la solicitud de autorización.

La SSF podrá exigir información adicional a la detallada precedentemente, así como condiciones adicionales en los casos que estime.

7 | 1.4 LÍMITES DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS PREVISIONALES

Tal como establece la RNCFP, los límites de inversión de los Fondos Previsionales son los siguientes:

Límite por posición monetaria: valores nominados en moneda extranjera en una proporción no mayor al 35% (treinta y cinco por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación y el 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Retiro.

Límite de inversión por cada emisión realizada por fideicomisos financieros: la inversión de los recursos del Subfondo de Acumulación en valores de oferta pública emitidos por un mismo fideicomiso financiero, no podrá superar el 70% (setenta por ciento) de la emisión de valores en circulación.

Límite por administradora de fondos de inversión o fiduciario y su conjunto económico: la suma de las inversiones en instrumentos representativos de fondos de inversión cerrados y fideicomisos financieros administrados por una misma AFISA o un mismo fiduciario, o administradoras y fiduciarios integrantes de un mismo conjunto económico, no podrá superar el 20% (veinte por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.

7 | 1.5 CARTERA Y POTENCIAL DEL SUBFONDO DE ACUMULACIÓN DE LAS AFAP

En el siguiente cuadro podemos advertir que el Subfondo de Acumulación, a la fecha, no tienen ninguna inversión en FIC. Lo más próximo son los fideicomisitos financieros.

En el cuadro podemos ver que, después de los Bonos Globales y las Notas del Tesoro, de lejos el fideicomiso financiero es el VPE producto estrella del mercado de valores uruguayo. En moneda nacional alcanza el 7.66% y en moneda extranjera el 9.32%.

Cuadro 26. Cartera del Subfondo de Ahorro Previsional Acumulación.
Enero 2020

MONEDA E INSTRUMENTO		
MONEDA NACIONAL	% s/total	67,33
En pesos uruguayos	% s/total	33,17
Acciones	% s/total	0,22
Bonos Globales	% s/total	24,58
Certificados Dep. Plazo	% s/total	0,11
Disponib. Transitorias	% s/total	0,07
Fideicomisos Financieros	% s/total	0,30
Letras de Regulación Monetaria	% s/total	4,90
Notas de Tesorería	% s/total	1,51
Préstamos a afiliados	% s/total	1,46
Forwards	% s/total	0,02
En valores Reajustables	% s/total	34,16
Certificados de Depósito (UI)	% s/total	2,61
Certificados Dep. Indizado	% s/total	0,21
Fideicomisos Financieros (UI yUP)	% s/total	7,33
Notas BCU (UI)	% s/total	0,04
Notas del Tesoro (UI y UP)	% s/total	14,84
Notas de Crédito Hipotecarias	% s/total	0,67
Notas Multilaterales	% s/total	5,45
Obligaciones Negociables Reajustables	% s/total	3,01
MONEDA EXTRANJERA	% s/total	32,68
Bonos del Tesoro	% s/total	0,02
Bonos Globales	% s/total	1,03
Certificados Dep. Plazo	% s/total	0,33
Disponib. Transitorias	% s/total	14,09
Fideicomisos Financieros	% s/total	9,32
Notas Multilaterales	% s/total	4,78
Obligaciones Negociables	% s/total	0,57
Bonos Gobierno Extranjero	% s/total	2,56
Forwards	% s/total	-0,02

Fuente: BCU

7 | 2 EXISTE UN MERCADO DE VALORES FORMAL BURSÁTIL DE AMPLIA HISTORIA Y TRADICIÓN

En Uruguay, el mercado formal de valores bursátil está muy bien establecido en el país y representado en dos mecanismos centralizados de negociación constituidos en sociedades anónimas como lo son BVM y BEVSA. Este mercado cuenta con todas las características necesarias para los inversionistas institucionales.

BVM es una institución de objeto único cuya principal función es brindar la plataforma necesaria para la realización de los procesos de colocación, negociación y custodia de valores públicos y privados. Tiene su origen en el siglo XIX, cuando se creó la “Sociedad Bolsa Montevideana” en 1867. En 1995 se decidió incorporar a las instituciones financieras como socios especiales. En 1996 la actividad bursátil se vio favorecida con la aparición de las AFAP y la Ley del Mercado de Valores y Obligaciones Negociables. Al año siguiente, la BVM desarrolló su sistema de compensación, liquidación y custodia de valores. En 2004 adoptó la denominación actual de “Bolsa de Valores de Montevideo”. En 2008 comenzó la operativa electrónica con el SIBE.²⁰

BEVSA fue constituida el 15 de enero de 1993 por 26 instituciones financieras públicas y privadas y fue inscrita como Bolsa de Valores en el Banco Central del Uruguay el 9 de agosto de 1994, comenzando sus operaciones el 5 de septiembre de ese año.

Actualmente BEVSA cuenta con 26 accionistas de los cuales operan 21 (16 bancos privados, el BROU, el BHU, una Cooperativa de Ahorro y Crédito, una Casa Bancaria, una Caja Paraestatal de Seguridad Social), y 6 operadores especiales (BCU, BSE y las 4 AFAP). Las transacciones se realizan a través del sistema de negociación electrónica SIOPEL, su sistema de liquidación es automático y se conecta con las cuentas de moneda y valores que sus operadores mantienen en el BCU.²¹

En BEVSA encontramos 3 mercados: (i) El mercado de cambios (ii) El mercado de dinero y (iii) El mercado de valores (primario y secundario). Esta diversidad de mercados y especialmente los primeros dos, hacen de BEVSA un perfecto ejemplo de un mecanismo centralizado de negociación en el cual coexisten 3 mercados diferentes.

20. “En el Uruguay de fines del siglo XIX y principios del siglo XX, muchos emprendimientos comenzaron su vida tomando capital de riesgo del mercado. En su momento casi 50 empresas nacionales llegaron a cotizar sus acciones en la bolsa. En su recinto se vocearon compras y ventas de acciones de Funsa, Campomar & Soulas, Fábrica Nacional de Papel, Frigorífico Modelo, Ferrosnalt, MDF Metalúrgica y Diques Flotantes, Oyama, Rausa, Montevideo Refrescos, Tem, La Madrileña, Fábricas Nacionales de Cerveza, Cervecería y Maltería Paysandú, Compañía Salus, Eternit, Compañía Nacional de Cementos, Maltería Oriental, Aluminios del Uruguay, Cristalerías del Uruguay, Fibratex, Papelera Mercedes (Pamer), entre otras”. <http://www.mercadobursatil.com.uy/servlet/infoinstitucional>

21. <http://www.mercadobursatil.com.uy/servlet/infoinstitucional>

VIII PROPOSICIÓN DE VALOR DEL FIDEICOMISO FINANCIERO COMO VEHÍCULO ESPECIAL

En el informe titulado “*Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay*”, y lo que se ha comentado en este documento, se estableció ampliamente las ventajas de utilizar un VPE, como el fideicomiso financiero, para financiar a pymes mediante la adquisición de valores de oferta privada.

8 | 1 VENTAJAS PARA LAS PYMES

- a. *Monto emitido pequeño*: los valores de oferta privada podrían ser de cortes pequeños, ajustándose mejor a la realidad de las pymes.
- b. *Fideicomiso financiero con reglamento propio*: las reglas y requisitos que las pymes deben cumplir para que sus valores de oferta privada sean adquiridos por el fideicomiso financiero, serían determinadas por el mismo Gestor del fideicomiso. Es decir, quien impone las reglas, los requisitos de cumplimiento y la forma de generación de información por parte de las pymes, es el Gestor, no la SSF. Por lo que podríamos concluir que el papel de “regulador” y “fiscalizador” de las pymes, es ejecutado por el Gestor.

Cada fideicomiso financiero se estructuraría con un reglamento de inversión con las características que el Gestor vea conveniente, según el apetito de riesgo, sector pyme al que quiera llegar y otros que requiera dentro de la estrategia de inversión que busque implementar.

- c. *No hay costos de emisión y registros para las pymes*: las empresas pymes deben emitir únicamente valores de oferta privada (extrabursátiles). Así ahorrarían todos los costos de inscripción, emisión y mantenimiento que normalmente se les cobraría por realizar una oferta pública de valores.
- d. *No hay riesgo de desplazamiento de tasa*: el Gestor establecería de antemano las tasas de rendimiento para las compras de los valores de oferta privada. Esta tasa sería negociada con cada empresa pyme, sin incurrir en riesgos típicos de desplazamiento de tasa.
- e. *No hay riesgo de orfandad*: las pymes se benefician de tener un comprador seguro (el fideicomiso financiero) y no corren riesgos de negociar su emisión con varios inversionistas. Los inversionistas, encontrarán en el fideicomiso financiero, una alternativa importante de acceder a un nuevo tipo de emisores mancomunados en un solo vehículo. Ciertamente, es más atractivo comprar certificados de participación de un fideicomiso financiero conformado con valores de oferta privada de varias pymes, que tener que analizar e invertir con cada una de ellas de forma separada.

- f. *División de costos:* los costos de constituir el fideicomiso financiero, inscribirlo, administrarlo y calificarlo, quedan atomizados entre varias pymes. El potencial de ahorro en costos es alto creando un VPE altamente eficiente.
- g. *El fideicomiso financiero es el ente emisor:* es bien sabido que en Uruguay muchas empresas optan por el fideicomiso financiero para obtener financiamiento en el mercado de valores, evitando asumir los elevados niveles de requisitos de ser un emisor de oferta pública y las exigencias de contar con principios y reglamentos de buen gobierno corporativo especiales. Como el fideicomiso financiero es el emisor, el fiduciario deberá cumplir todas las normas de gobernanza corporativa requeridas, además de aquellos productos de ser emisor de oferta pública.
- h. *Ventajas fiscales:* el Régimen General de Promoción y Protección de Inversiones, en el marco de la Ley N° 16.906 y su Decreto Reglamentario N° 02/012, brindan beneficios y exoneraciones fiscales a la inversión productiva en el Uruguay, aspecto que podría ser aprovechado por las pymes emisoras.

Para acceder a estos beneficios, las pymes que emitan valores adquiridos por fideicomisos financieros podrían invertir en activos fijos y, cumpliendo la normativa vigente, lograr beneficios y exoneraciones fiscales al IRAE, al IP, a los tributos a la importación de bienes de activos fijos declarados no competitivos de la industria nacional y beneficiarse con la devolución anticipada del IVA.

- i. *Las pymes no cotizan en Bolsa, pero se financian en el mercado de valores:* ¿Se quiere que las pymes coticen como emisoras en Bolsa, o se quiere que las pymes se financien en el mercado de valores? Lo que se quiere es que se financien en el mercado de valores, aunque sea a través de un VPE y aunque no sea directamente como emisoras. Las pymes solo quieren ser financiadas, no les interesa ser emisoras directas de valores de oferta pública.
- j. *Ventajas en plazo y moneda ante financiamiento tradicional:* las pymes pueden emitir valores de oferta privada en UI, moneda nacional o extranjera²², según sus características y rubros de actividad comercial. Siendo esta una de las razones principales por la cual muchas pymes verán al fideicomiso financiero como una mejor opción. Se aclara, sin embargo, que el fideicomiso financiero deberá emitir los CP en una sola moneda.

8 | 2 VENTAJAS PARA LOS INVERSIONISTAS

- a. *Montos emitidos más grandes:* los inversionistas buscan valores con montos emitidos que justifiquen el trabajo de análisis y las horas dedicadas a la decisión de invertir. El costo de analizar una emisión es el mismo sin importar el tamaño. Obviamente varias pymes juntas, pueden lograr rápidamente la masa crítica necesaria para hacer la operación de inversión atractiva.
- b. *Diversificación:* un fideicomiso financiero compuesto por valores emitidos por varias pymes de varios sectores de la economía puede proveer los requisitos de diversificación necesarios para los inversionistas, impactando de manera positiva la calificación de riesgo de los certificados de participación del fideicomiso financiero.

22. En el caso de moneda extranjera, el Gestor deberá tener en cuenta el riesgo de tipo de cambio de la moneda para la pyme emisora o para el VPE, si el inversionista invierte en pesos.

- c. *Compran certificados de participación con calificación de riesgo:* el fideicomiso financiero sería calificado como una sola cosa. Es decir, como un VPE cuyo subyacente reflejaría el riesgo agregado y diversificado de varias pymes juntas.
- d. *Seguimiento y análisis a un solo emisor:* los inversionistas y la calificadora de riesgo deben hacer seguimiento principalmente a un solo emisor: el fideicomiso financiero. Eso facilita el análisis y el seguimiento, ahorrando tiempo y costos a todas las partes.
- e. *Liquidez:* el monto emitido por el fideicomiso financiero será siempre mayor al de una pyme por sí sola. La posibilidad de tener mayor liquidez y un mercado secundario de renta variable de certificados de participación del fideicomiso financiero es más alta.
- f. *Nueva alternativa de financiamiento:* al adquirir certificados de participación del fideicomiso financiero, los inversionistas pueden diversificar sus carteras más allá de la renta fija. En Uruguay los fideicomisos financieros ya han emitido exitosamente valores de renta variable, las cuales han sido bienvenidas por los inversionistas institucionales.

Otra ventaja es que se está promoviendo el desarrollo económico y el empleo, por apoyar el segmento de las pymes, lo cual mejora el balance social de los inversionistas.

8 | 3 VENTAJAS PARA LAS BOLSAS DE VALORES

- a. Más emisores: los fideicomisos financieros, son vehículos que actúan como emisores. Las bolsas de valores se benefician de nuevos emisores con montos emitidos considerables, tal como se indicó anteriormente, ya que hoy en día las bolsas de valores en el mundo crecen gracias a las emisiones de los VPE.
- b. Promueve el mercado de renta variable: las bolsas de valores en América Latina son mecanismos de negociación donde generalmente se transan valores de renta fija. Lo mismo sucede en Uruguay.

Pero los fideicomisos financieros emiten certificados de participación que son categorizados como renta variable. Es posible que en Uruguay nunca se llegue a tener una cantidad importante de emisores de acciones, pero con seguridad se podrían tener muchos fideicomisos financieros emisores de certificados de participación, que al final, son también renta variable.

8 | 4 VENTAJAS PARA EL REGULADOR

- a. *Oferta privada ordenada:* aunque la oferta privada de valores está recientemente en el ámbito de fiscalización del regulador, la compra de valores de oferta privada por parte de los fideicomisos financieros puede crear un mercado ordenado y con reglas de juego transparentes para las pymes que participan en ella. El regulador y supervisor tendrá una visión más clara de cómo se comporta este mercado.
- b. *Incrementa transparencia y reduce riesgo sistémico:* el mercado de oferta privada de valores en Uruguay no puede ser todavía cuantificado por su naturaleza y falta de información, pero se estima que es de una magnitud importante. La emisión de valores de oferta privada para los fideicomisos financieros coadyuvará en la generación de información y transparencia sobre este mercado.

IX CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO Y DE LOS VALORES A EMITIRSE POR PARTE DE LAS PYMES

9 | 1 CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

A continuación, veremos los aspectos regulatorios a nivel de la RNMV sobre el fideicomiso financiero. Por otro lado, entrando a aspectos de estructuración financiera, también veremos los mecanismos de garantías y coberturas que podrán otorgarse para minimizar el riesgo.

9 | 1.1 ASPECTOS REGULATORIOS

Los fideicomisos financieros que realicen ofertas públicas de valores están bajo la regulación del BCU. Los valores que se emitan sean estos de participaciones y los de derechos de crédito o mixtos, deben ser también inscritos en el RMV.

El Artículo 109 (Requisitos del Contrato de fideicomiso financiero) del RNMV, establece que el contrato de fideicomiso se incorporará la identificación del fiduciario y el fideicomitente, así como la individualización de los bienes o derechos objeto del fideicomiso. También una descripción del mandato del fideicomitente que establece claramente las responsabilidades del fiduciario, la determinación del procedimiento mediante el cual los bienes y derechos serán incorporados al fideicomiso, los términos y condiciones generales de la emisión de los certificados de participación. Igualmente, se deben incorporar el plazo o condición a que se sujeta la propiedad fiduciaria, los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si este cesare, entre otros.

En el caso que nos concierne, se quiere que se emitan certificados de participación, así que el contrato de fideicomisos debe reflejar ese aspecto.

La solicitud de autorización de oferta pública deberá ser presentada por el fiduciario, en representación del fideicomiso por el administrado optando por una emisión de valores de certificados de participación dentro de un programa global para la emisión de estos, hasta un monto máximo, que como se establece en la sección XII del modelo financiero del fideicomiso, sugerimos sea de aproximadamente USD 30 millones.

9 | 1.2 DOCUMENTACIÓN PARA PRESENTARSE

Para proceder a la oferta pública de los certificados de participación, el fiduciario deberá presentar la solicitud de autorización de oferta pública, adjuntando la documentación establecida en el artículo 112 (Documentación) de la RNMV. Entre las que destacamos las más importantes:

- i. Testimonio notarial de las resoluciones del órgano competente del fideicomitente en virtud de las cuales se autoriza la transferencia de los bienes y derechos fideicomitidos al fideicomiso.
- ii. Un ejemplar del proyecto de prospecto de emisión elaborado de acuerdo con lo establecido en el artículo 115 del RNMV.
- iii. Modelo del documento de emisión de los títulos a ser emitidos.
- iv. Informe de calificación de riesgo, expedido por empresa calificadora inscrita en el Registro del Mercado de Valores.
- v. Testimonio notarial de las garantías otorgadas debidamente constituidas según su modalidad, de existir.
- vi. Documentación que acredite el cumplimiento de la garantía real establecida en el literal c del artículo 104 del RNMV.

9 | 1.3 DE LA RESPONSABILIDAD

Conforme al artículo 8, de la Ley N° 17.703 del 27/10/2003, los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitidos.

9 | 1.4 DEL REPRESENTANTE DE LOS TENEDORES DE VALORES Y DE LA ASAMBLEA

Los inversionistas en el fideicomiso financiero deben de contar con un Representante de los Tenedores de valores durante la vigencia de la emisión y hasta su total cancelación. Esta obligación no será exigible cuando los valores emitidos sean acciones.

Podrán ser entidades representantes principalmente las instituciones de intermediación financiera, las bolsas de valores y los intermediarios de valores.

Las Asambleas de tenedores de valores se regirán, en cuanto a su constitución, funcionamiento y mayorías para adoptar resoluciones, por lo estipulado en los términos y condiciones de la emisión de los valores.

9 | 2 PROGRAMA DE EMISIÓN

Un programa de emisiones permite realizar emisiones múltiples a lo largo de varios años, hasta un monto tope total emitido. Esto facilita mucho el proceso de colocación de valores, pues se registra una sola vez, pero se emiten varias veces. Se aconseja utilizar esta metodología para la emisión y la colocación de los certificados de participación del fideicomiso financiero en análisis.

En Uruguay el plazo entre la inscripción del programa y la inscripción de la última serie no podrá ser superior a los cinco años. El monto máximo establecido bajo el programa global y los montos de sus respectivas emisiones, deberán estar expresados en una única moneda.

Si el programa incluyera series de más de una moneda, deberá establecerse el método de conversión a los efectos de cumplir con el monto máximo de emisión prevista.

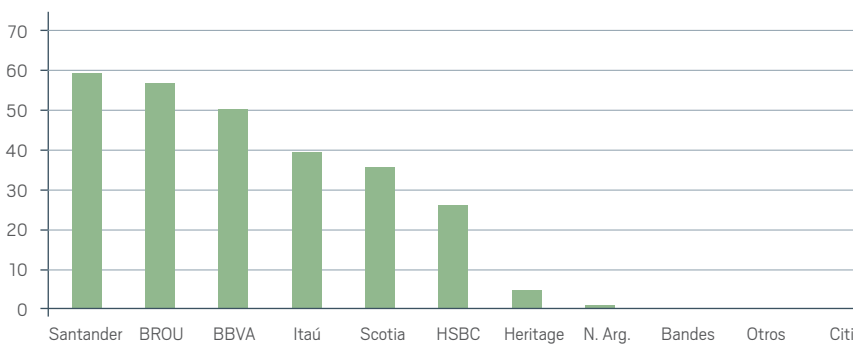
9 | 3 CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES A SER EMITIDOS POR LAS PYMES

En la sección IV (Valores a ser emitidos por las pymes en régimen de oferta privada), hemos establecido que los valores a emitirse por las pymes deben ser de contenido crediticio, ya sean ON, vales, pagarés u otros similares.

Un aspecto importante es que el financiamiento a pymes del fideicomiso financiero debe diferenciarse del financiamiento tradicional bancario. A continuación, hemos relevado información de la banca tradicional como una guía para el análisis de montos, tasas y plazos que los valores emitidos por las pymes deberían tener, para ser en lo posible, un complemento al crédito tradicional dirigido a las pymes.

Como podemos ver en el gráfico a continuación el Banco Santander concentra un 22% del total del crédito vigente de la muestra de 334 empresas. Los jugadores que le siguen son BROU y BBVA, con participaciones en la muestra de 21% y 18% respectivamente.

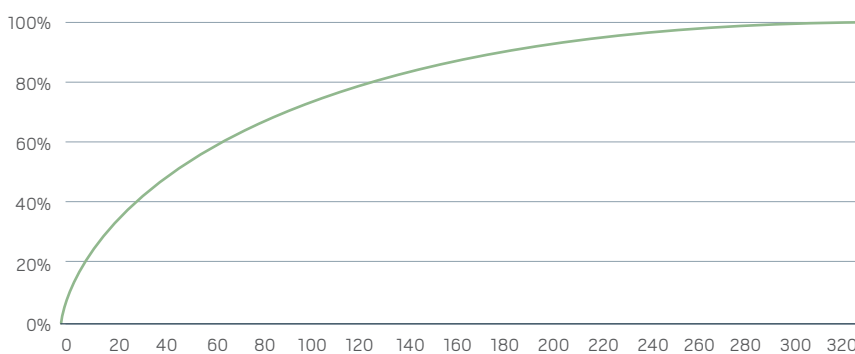
Gráfico 19. Deuda vigente por institución (Mill. US\$)



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

Por otro lado, las 10 empresas más endeudadas de la muestra concentran el 22% del crédito y aproximadamente 50 concentran el 50%.

Gráfico 20. Concentración de la deuda vigente. En % del total

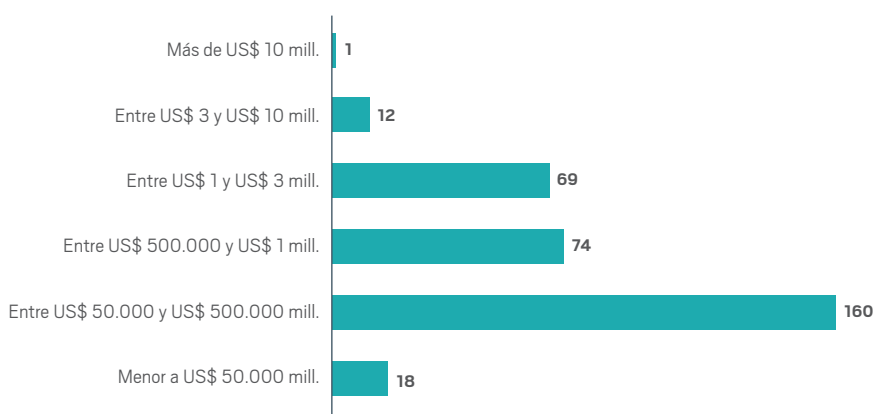


Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020.

9 | 3.1 MONTOS ESTIMADOS

De las 334 empresas pyme que hemos analizado como posibles candidatas, hemos evidenciado que el 48% (160) de ellas tienen un endeudamiento vigente entre USD 50.000 y USD 500.000 y el 43% (143) se ubican entre USD 500.000 y USD 3 millones.

Gráfico 21. Rangos de Endeudamiento



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020.

Considerando que el promedio de endeudamiento vigente es de USD 8 mil y la mediana es de USD 451 mil (ver gráfico 12), por simple deducción aritmética, el fideicomiso financiero podría comprar inicialmente valores de oferta privada a las pymes por montos equivalente a la mediana. Este monto de financiamiento sería posible a cualquier pyme que, de acuerdo con el gráfico anterior, se financia entre USD 451 mil o más. Es decir, aún empresas que requieren financiamientos de varios millones pueden acceder a este financiamiento.

9 | 3.2 PLAZOS

De un relevamiento realizado con algunas entidades financieras, entre ellas el BROU, Itaú y Scotia, hemos evidenciado que los créditos a pymes tienen plazos de un mínimo de 13 meses y un máximo de 60 meses (5 años). Siendo el plazo de 36 meses el más común.

Para que el fideicomiso financiero pueda ser una alternativa interesante, se sugiere que el plazo de los valores a emitirse por las pymes sea a 8, 7, 5 y 3 años plazo. Así, el fideicomiso financiero puede ser el mecanismo de financiamiento a mediano y largo plazo de las pymes en Uruguay.

La antigüedad de la pyme, las condiciones de su negocio y su generación de flujo de efectivo, sumado al monto del financiamiento, serán algunos de los factores decisivos al momento de establecer el plazo de financiamiento para la pyme.

9 | 3.3 PERIODICIDAD DE PAGOS

La periodicidad del pago de los valores emitidos por las pymes debe ser flexible y adaptarse a la ciclicidad del negocio de la pyme o a las condiciones más fáciles para el funcionamiento del valor de oferta privada que se emita. Se supondría que una ON, por ejemplo, sea más manejable con pagos semestrales. Los pagarés, por otro lado, podrían ser de vencimientos mensuales.

Lo importante es que tanto el Gestor como la fiduciaria pueden estandarizar los mecanismos de emisión de los valores de oferta privada, así como sus plazos de vencimiento.

9 | 3.4 TASA DE INTERÉS

La tasa de interés de los valores a emitirse en oferta privada por las pymes es una de las variables más importantes al momento de decidir financiar a una pyme. El Gestor deberá evaluar las mejores condiciones de tasa dadas las condiciones de plazo, monto y principalmente, de riesgo que se piensa asumir en la operación.

Como la propuesta es que el fideicomiso financiero sea complementario al sistema de intermediación financiera tradicional, se esperaría que las tasas de interés que se exija a las pymes, sea una tasa que, aunque puede llegar a ser mayor, se ajuste y justifique por el plazo que tenga y la diversificación de fondeo que ofrece.

Para poder tener una concepción global de las tasas de financiamiento (activas) en Uruguay, debemos mencionar que las tasas topes de interés vigentes en Uruguay a partir del 1ro de agosto del 2020, según publicación oficial del BCU, son las establecidas a continuación:²³

Para préstamos menores a 2.000.000 UI, las tasas de interés tope son las siguientes:

23. Encuesta Nacional de Mipymes, Ministerio de Industria, Energía y Minería, octubre 2017. Este grupo representa todas las Micro, Pequeñas y Medianas empresas formales del país de acuerdo al decreto 504/007; entendiéndose por formales todas aquellas que registran sus obligaciones tributarias y previsionales en los organismos del Banco de Previsión Social y la Dirección General Impositiva. Se trata de entidades jurídicas con actividad económica del sector privado que poseen Registro Único Tributario (RUT) al 31 de diciembre de 2015.

Cuadro 27. Tasas Tope de Financiamiento. Préstamos Menores a UI 2 millones (Agosto 2020)

TOPE TASA 55% por encima de la tasa media de interés			EMPRESAS				
			Grandes	Medianas	Pequeñas	Microempresas	
						Ventas <500.000 UI	Ventas ≥500.000 UI
Moneda nacional	No reajutable	Hasta 366 días	18,9100%	26,7530%	35,6500%	32,0850%	48,3985%
		367 días o más	27,4505%	24,8465%	25,7610%	24,7380%	25,9315%
	Reajustanle	UI	8,3235%		8,5715%	5,1770%	9,1295%
		UR					
Moneda extranjera	Dólares U.S.A.	Hasta 366 días	5,5645%	7,9980%	9,1295%	10,5710%	10,5245%
		367 días o más	6,6185%	8,2150%	8,5870%	8,7420%	8,8505%

Fuente: BCU

Las tasas topes²⁴ para préstamos menores a 2.000.000 UI para empresas "medianas", las tasas para 367 días o más (no reajustables) son del 24,84% anual, mientras que en UI (reajutable) es del 8,32%. La misma tasa para préstamos en dólares americanos del 8,25%.

Para préstamos mayores a 2.000.000 UI las tasas de interés tope son las siguientes:

24. En Uruguay la tasa de interés crediticia se encuentra regulada por la ley N° 18.212 "Tasa de interés y usura" donde se establece la forma de cálculo del tope que establece el Banco Central del Uruguay (BCU) en forma mensual.

Cuadro 28. Tasas Tope de Financiamiento. Préstamos Mayores a UI 2 millones (Agosto 2020)

TOPE TASA 90% por encima de la tasa media de interés			EMPRESAS				
			Grandes	Medianas	Pequeñas	Microempresas	
						Ventas <500.000 UI	Ventas ≥500.000 UI
Moneda nacional	No reajutable	Hasta 366 días	23,1800%	32,7940%	43,7000%	39,3300%	60,5530%
		367 días o más	33,6490%	30,4570%	31,5780%	30,3240%	31,7870%
	Reajustanle	UI	10,2030%		10,5070%	6,3460%	11,1910%
		UR					
Moneda extranjera	Dólares U.S.A.	Hasta 366 días	6,8210%	9,8040%	11,1910%	12,9580%	12,9010%
		367 días o más	8,1130%	10,0700%	10,0700%	10,7160%	10,8490%

Fuente: BCU

Podemos ver que las tasas tope para préstamos a empresas “medianas” por un monto mayor a 2.000.000 UI, las tasas tope para 367 días o más (no reajustables) son del 30,45% anual, mientras que en UI (reajutable) es del 10,20%. La misma tasa para préstamos en Dólares Americanos del 10,07%.

Por otro lado, en el siguiente cuadro se aprecia que, para empresas “medianas”, las tasas medias para 367 días o más (no reajustables) son del 16,03% anual, mientras que en UI (reajutable) es del 5,37%. La misma tasa para préstamos en dólares americanos del 5,30%.

Cuadro 29. Tasas Tope de Financiamiento para Empresas Medianas (Agosto 2020)

TASAS MEDIAS DE EMPRESAS DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Préstamos en efectivo			EMPRESAS				
			Grandes	Medianas	Pequeñas	Microempresas	
						Ventas <500.000 UI	Ventas ≥500.000 UI
Moneda nacional	No reajutable	Hasta 366 días	12,20%	17,26%	23,00%	20,70%	31,87%
		367 días o más	17,71%	16,03%	16,62%	15,96%	16,73%
	Reajustanle	UI	5,37%		5,53%	3,34%	5,89%
		UR					
Moneda extranjera	Dólares U.S.A.	Hasta 366 días	3,59%	5,16%	5,89%	6,82%	6,79%
		367 días o más	4,27%	5,30%	5,54%	5,64%	5,71%

Fuente: BCU

Visto lo anterior, podemos deducir que la tasa de financiamiento a pymes por sus valores de oferta privada emitidos, podrían establecerse entre 5,5% a 5 años y el 7,5% anual a 10 años. Este rango podría aplicarse para financiamientos en UI o en Dólares Americanos.

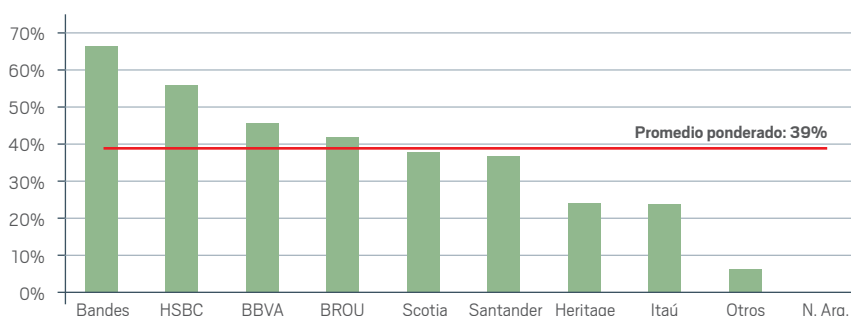
“Artículo 11. (Topes máximos de interés).
– En las operaciones de crédito en las que el capital efectivamente prestado o, en su caso, el valor nominal del documento descontado, sin incluir intereses o cargos, fuera inferior al equivalente a 2.000.000 UI (dos millones de unidades indexadas) se considerará que existen intereses usurarios cuando la tasa implícita superare en un porcentaje mayor al 55% (cincuenta y cinco por ciento) las tasas medias de interés publicadas por el Banco Central del Uruguay (BCU), correspondientes al trimestre móvil anterior a la fecha de constituir la obligación. En caso de configurarse mora, se considerará que existen intereses usurarios cuando la tasa implícita superare las referidas tasas medias en un porcentaje mayor al 80% (ochenta por ciento).”

9 | 3.5 GARANTÍAS OTORGADAS POR LAS PYMES

Para poder entender los mecanismos de garantía y su alcance para los créditos a pymes en Uruguay, a través de entidades de intermediación financiera reguladas, es importante tomar conocimiento de la información que se presenta a continuación, basados en nuestra muestra de 334 empresas “medianas”:

El gráfico a continuación nos muestra que la proporción de garantías computables sobre créditos vigentes de la muestra es algo menor al 40%, aunque se aprecian diferencias relevantes por institución. El Bandes y HSBC muestran la relación más alta del 66% y el 56% respectivamente.

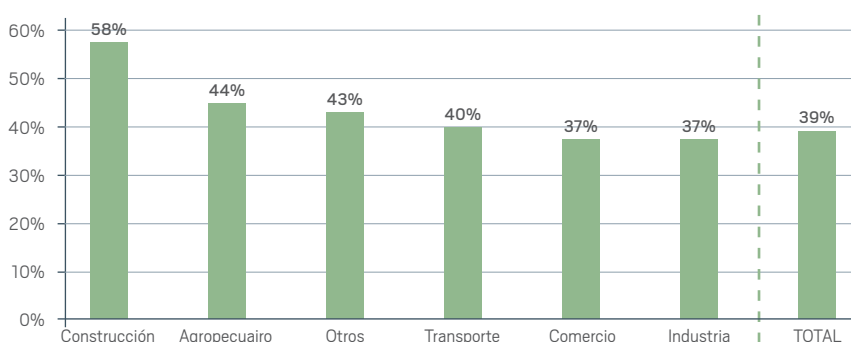
Gráfico 22. Garantías computables / Créditos vigentes



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo del 2020

Por otro lado, la construcción es el sector con mayor cobertura de garantías (58%), seguido por el sector agropecuario (44%). El promedio total es del 39%.

Gráfico 23. Garantías computables / Créditos vigentes



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo del 2020

Debemos aclarar que las pymes que reciben créditos del sistema de intermediación financiera de Uruguay tienen también una garantía de SiGa. A continuación, explicamos los mecanismos de garantías y coberturas sugeridas.

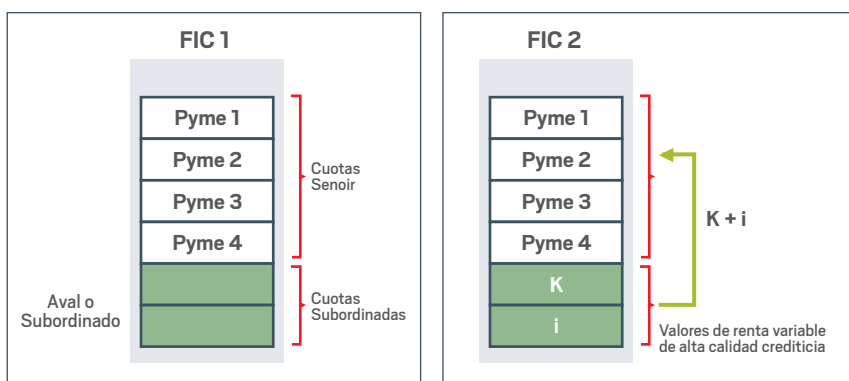
9 | 4 MECANISMOS DE GARANTÍAS Y COBERTURAS

Una de las diferencias más marcadas entre la figura del fideicomiso en Uruguay y otros de procesos de titularización en Latinoamérica, es que en Uruguay no es un requerimiento el que este VPE cuente con algún tipo de cobertura o garantía obligatoria.

Sin embargo, más allá de lo estrictamente normativo, el mercado es el que solicita las coberturas o garantías necesarias para cada fideicomiso financiero. Hoy en día en Uruguay, aunque la normativa no lo establece de manera explícita, los inversionistas institucionales, por ejemplo, exigen a los emisores información y coberturas más allá de lo que la misma SSF pueda legalmente sugerir.

Naturalmente el primer mecanismo de cobertura de riesgos de un VPE sería la propia diversificación de activos que conformen su patrimonio. Adicionalmente, para el tema de los fideicomisos financieros que estamos proponiendo, se podrían establecer dos mecanismos adicionales como los que se muestran en el gráfico a continuación y que son utilizados por los FIC²⁵:

Gráfico 24. Tipos de coberturas para FIC



Fuente: Elaboración propia.

En el FIC 1 del gráfico 24 anterior se propone emitir cuotapartes *senior* y cuotapartes subordinadas. Estas últimas absorberían cualquier faltante de flujo proveniente del pago de las ON, vales u otros similares de oferta privada de la cartera (en el ejemplo, de cuatro pymes). Ciertamente las cuotapartes subordinadas serían más riesgosas y propias de inversionistas sofisticados o promotores del vehículo.

En el FIC 2, se propone invertir una parte (70%) en ON de pymes y el resto (30%) en valores de renta fija de alta calidad crediticia, como ser bonos del tesoro o soberanos del exterior. El pago de capital (k) más interés (i) sería la cobertura para cubrir faltante de flujos de las ON de pymes. Esta especie de nota estructurada prácticamente garantizaría un monto importante del capital invertido por los inversionistas adquirientes de las cuotapartes de este tipo de FIC.

25. Las primeras notas estructuradas en Bolivia fueron estructuradas por el autor de este documento bajo el esquema de procesos de titularización para cubrir riesgos provenientes de valores de alto riesgo, flujos de ventas de hidroeléctricas, esquemas de *project finance* y otros. En Bolivia, los FIC tienen mayormente este tipo de mecanismo de cobertura.

9 | 4.1 EL SIGA COMO MECANISMO DE COBERTURA

El Sistema Nacional de Garantías (SiGa) surge por la Ley N° 18.362 y el Decreto N° 773 de 2008. El Ministerio de Economía y Finanzas, encomienda a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) la ejecución de este proyecto. En consecuencia, se crea la Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión (CONAFIN AFISA), de propiedad absoluta de CND.

El SiGa está regulado por el BCU e inicia operaciones en julio de 2009, para garantizar solicitudes de crédito para todas las empresas uruguayas que cumplan ciertos requisitos. Para acceder a la garantía, la empresa debe acudir a una institución financiera adherida al SiGa, a la que debe solicitar el préstamo.

Una opción sería que se mantenga el esquema actual y a las pymes emisoras el SiGa les otorgue los avales a sus emisiones de oferta privada para financiar capital de trabajo y activos fijos, de manera individualizada.

Otra opción, sería que, bajo un nuevo esquema, el aval de SiGa se incorpore como mecanismo de garantía para los fideicomisos financieros que inviertan en valores de oferta privada de pymes. Recalcando que el aval sería al fideicomiso como vehículo, no a las pymes individualmente cuyos valores formen parte del activo fideicomitado.

Veamos a continuación cada una de estas opciones:

GARANTÍA SIGA PARA CADA PYME

Este mecanismo sería el mismo que se utiliza con las entidades de intermediación financiera bajo la denominación de SiGa Pymes.²⁶ Este programa de garantías, ha sido establecida para que todas las micro, pequeñas y medianas empresas del Uruguay la puedan utilizar como respaldo de sus créditos, a través de las instituciones financieras adheridas al programa. De nuestra muestra, por ejemplo, están adheridos BRUO, Itaú, HSBC, Banes, Santander y Scotiabank.

Los requisitos que deben cumplir las empresas para acceder a la garantía es tener capacidad de pago y estar debidamente formalizadas. En caso de estar trabajando en el sistema financiero deberán tener operaciones vigentes al momento de la solicitud de la garantía. Adicionalmente, cada entidad financiera puede exigir sus propios requisitos.

Los préstamos con la garantía SiGa Pymes pueden ser para capital de trabajo y capital de inversión con un plazo máximo de 72 meses y un porcentaje de cobertura máximo del 70% del crédito. El monto de garantía mínimo es de UI 32.000 y el monto de garantía máximo es de UI 600.000. la garantía puede ser para créditos en dólares o pesos uruguayos.

La pyme usuaria de la garantía SiGa deberá pagar a la entidad financiera, una comisión de uso que equivale al 2% tasa efectiva anual sobre el capital remanente que se garantiza (para pesos uruguayos y UI) y 2,6% para dólares americanos.

Claramente, de utilizarse algo similar para pymes emisoras de valores de oferta privada a favor del fideicomiso financiero, será necesario ajustar las condiciones de plazo y monto de garantía realizando las gestiones correspondientes ante el SiGa.

26. <https://www.siga.com.uy/garantias/siga>

GARANTÍA SIGA PARA EL FIDEICOMISO FINANCIERO

Bajo este esquema nuevo, el aval del SiGa sería al fideicomiso financiero como un todo, no a las pymes individualmente. Este aval sería a la cartera de inversiones de valores de oferta privada de numerosas pymes.

El aval sería un mecanismo de cobertura hasta un porcentaje máximo de la cartera global de cada fideicomiso. Por ejemplo, si la mora estimada de la cartera pyme de un fondo es del 3,0%, el SiGa podría cubrir hasta un 10,0% de la cartera del fideicomiso financiero. Es decir, más del triple de la mora estimada, teniendo un impacto positivo e importante en la calificación de riesgo.

Para poder hacer esto, recomendamos la creación de un nuevo producto de SiGa denominado “Garantía SiGa Pyme Mercado de Valores”, con sus propias condiciones específicas de plazo, montos y tasas; y con un patrimonio separado.

En este sentido, para la creación de este nuevo fondo de garantía de SiGa, serían necesarios:

- a. Obtención de recursos para capitalizar el fondo de garantía.
- b. Identificación del fideicomitente (aportante de los fondos).
- c. Contrato de Fideicomiso o la definición de una nueva línea específica dentro de algunos de los contratos que se encuentran en SiGa (i.e. FOGANDE/SIGA Empresas).

Igualmente será necesario estudiar y analizar la normativa existente de SiGa, dado que se enmarca en garantías a empresas y lo que proponemos es garantizar a un fideicomiso financiero con una cartera de valores de oferta privada.

De la investigación que se ha efectuado para este trabajo, entendemos que para que el SiGa pueda considerar formalmente una propuesta como la nuestra, previa revisión normativa, se deberá:

- a. Realizar una presentación formal del proyecto, del gestor y el fiduciario, indicando tipo de operativa, antigüedad de la institución, público objetivo, capital accionario, sucursales, y toda otra información que pueda ser requerida.
- b. Presentar un resumen de presentación global del fideicomiso financiero, público objetivo, capital accionario, sucursales, y toda otra información del operador que se considere relevante.
- c. Presentar políticas/manual de crédito del Gestor o en su defecto, especificación de cómo se realizará la operativa de análisis de créditos.

GARANTÍA QUIROGRAFARIA

Queda claro que, en el caso de un préstamo de una entidad financiera para una pyme (SiGa Pyme), los requerimientos de garantías son por lo general una garantía SiGa más otras solicitadas por la entidad financiera, para cubrir el saldo del 30% no cubierto por el SiGa y, por supuesto, dependiendo del riesgo que representa cada pyme. Ese 30% es generalmente cubierto con una garantía hipotecaria, maquinaria u otra específica.

En el caso de las emisiones de valores de oferta privada, se esperaría que ese 30% sea respaldado por una garantía quirografaria. Es decir, no por una garantía específica, pero por la totalidad de sus bienes presentes y futuros de manera indiferenciada, hasta el monto total de las obligaciones emergentes de la emisión. Hacemos notar que hoy por hoy en Uruguay, la garantía quirografaria no es común en las emisiones de oferta pública.

En este sentido, las garantías requeridas para una emisión de valores de oferta privada de pymes serían menores a las garantías necesarias para calificar para un préstamo bancario. El fideicomiso financiero reduciría el riesgo por su propia diversificación, haciendo que, para una pyme, le sea muy atractivo optar por el fideicomiso financiero como fuente de financiamiento.

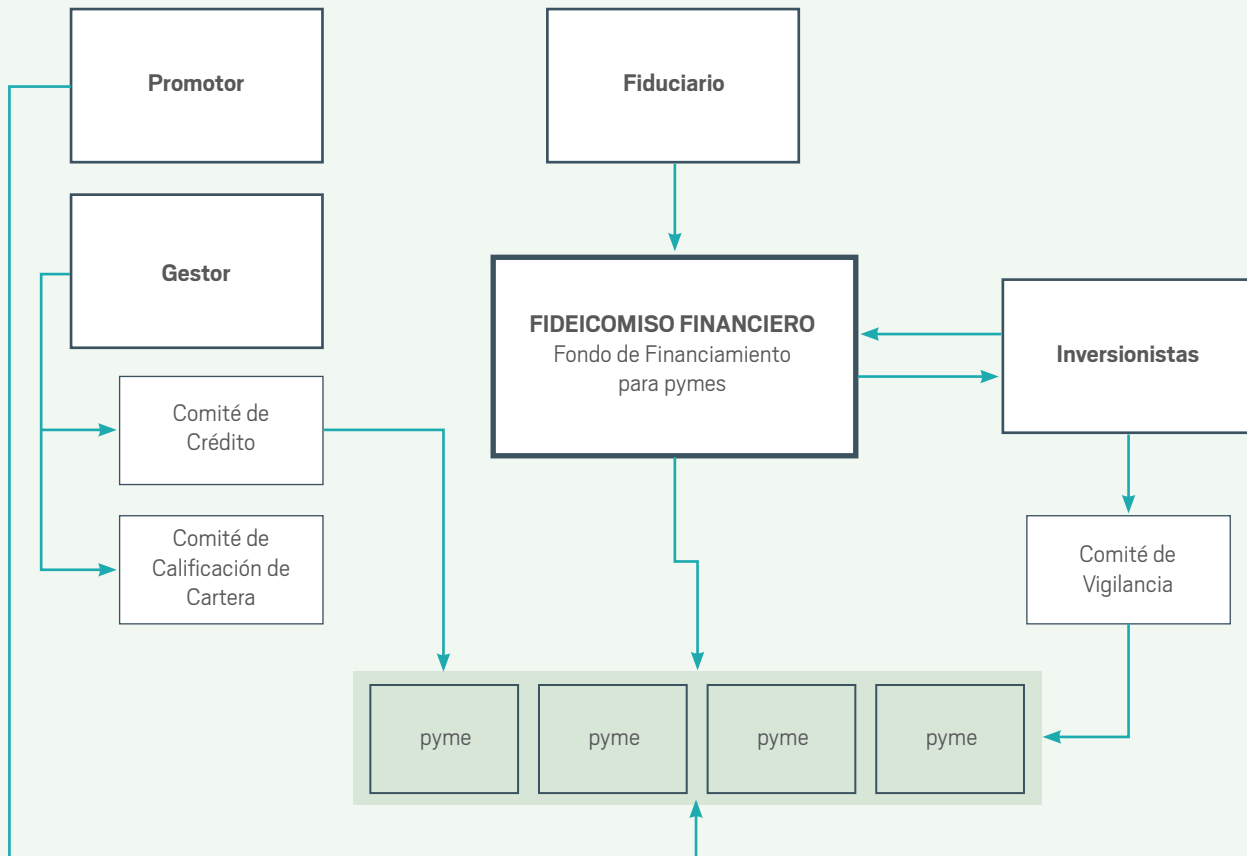
En todo caso, lo importante es que la pyme candidata para formar parte de las inversiones del fideicomiso financiero, otorgue una garantía quirografaria del 30%. El fideicomiso financiero, por su parte, debe procurar una garantía de SiGa o crear los mecanismos de cobertura indicados en la sección IX punto 3 del presente documento.

X PARTICIPANTES, SERVICIOS REQUERIDOS Y FUNCIONAMIENTO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO PROPUESTO

10 | 1 PARTICIPANTES Y SERVICIOS REQUERIDOS

Para el proceso de estructuración, selección de pymes, realización de las inversiones y la correcta administración del fideicomiso financiero en el marco de la normativa vigente en Uruguay, es necesario que el fideicomiso financiero que proponemos cuente con los siguientes participantes:

Cuadro 30. Participantes directos



Fuente: Elaboración propia

Los proveedores de servicios necesarios están establecidos en la normativa vigente. Como vimos en secciones anteriores, el fideicomiso financiero es un ente supervisado por la SSF del BCU, al igual que las AFISA que los administran. Igualmente, las bolsas de valores (BVM y BEVSA) son entidades reguladas.

10 | 1.1 PROMOTOR

El presente proyecto requiere de la participación de un Promotor que ejerza funciones puntuales en el marco de las siguientes actividades:

- I. Promover la estructuración del fideicomiso financiero.
- II. Servir de canal de comunicación a pymes.
- III. Generar un flujo continuo de pymes potenciales.
- IV. Coadyuvar a las pymes como emisoras de valores de oferta privada.
- V. Capacitar y colaborar a las pymes emisoras.
- VI. Ser inversionista ancla.

Al ser ANDE una institución que promueve el desarrollo con énfasis en las mipymes, se sugiere que sea la entidad más apropiada para el rol de Promotor y para coordinar acciones con otras instituciones para lograr el éxito del proyecto de un fideicomiso financiero para financiamiento de pymes.

I. PROMOVER LA ESTRUCTURACIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

La participación de ANDE como Promotor en la estructuración del fideicomiso financiero para pymes, podría enmarcarse en lo siguiente:

- a. Liderar el diseño e implementación del fideicomiso financiero para las pymes en Uruguay.
- b. Aportar sus recursos, experiencia y conocimientos de las pymes con el objetivo de diseñar e implementar el instrumento, en particular:
 - i. Como articulador y coordinador entre instituciones públicas y privadas: MEF, BCU, CAF, AFISA, AFAP, Bolsas de Valores, Calificadoras de Riesgos, Cámaras empresariales, entre otros actores.
 - ii. Aportar sus conocimientos técnicos sobre normativa local, modelos de evaluación de riesgos, análisis crediticios de empresas utilizadas, así como información del mercado de las mipymes y del sistema financiero uruguayo.
- c. Como integrante del Consejo de Administración del SiGa, la ANDE puede coordinar acciones con otras instituciones para incorporar mejores herramientas de apoyo en la estructuración del fideicomiso financiero, así como promover los mecanismos de garantía o coberturas para este instrumento.

La estructuración del vehículo propuesto requiere de un líder que lo organice. La falta de un liderazgo claro resultaría en la inviabilidad de este proyecto dada la gran cantidad de actividades de coordinación y organización que deben ejecutarse.

II. SERVIR DE CANAL DE COMUNICACIÓN A PYMES

Teniendo en cuenta que el Promotor sería el actor que lidere el diseño e implementación del fideicomiso financiero, deberá también asumir un rol participativo sirviendo de canal de comunicación de las ventajas del fideicomiso financiero para potenciales pymes emisoras de valores de oferta privada, realizando la difusión y comunicación del instrumento a las pymes.

Parte del éxito del fideicomiso financiero se basará en que la mayor cantidad de pymes en Uruguay conozcan de las ventajas de este nuevo mecanismo de financiamiento y tengan información clara y precisa de sus requisitos para calificar como emisor de manera inmediata o de manera posterior. En muchos casos las pymes se tomarán varios meses preparándose como emisores.

Este rol del Promotor deberá realizarse ya sea de manera global a varios grupos de pymes a lo largo del territorio uruguayo o a través de la coordinación con gremios e instituciones de apoyo a pymes en el país tales como ANDE, ANMYPE y DINAPYME, por ejemplo. La realización periódica de talleres explicativos y preparativos difundiendo el vehículo en todo el territorio nacional a potenciales pymes emisoras, es altamente aconsejable.

Claramente la falta de difusión de este mecanismo tendrá como efecto la dificultad de acceder a un universo aceptable de pymes que puedan ser potenciales emisoras y perjudicaría generar un flujo continuo de pymes para el Gestor, aspecto que tratamos a continuación.

III. GENERAR UN FLUJO CONTINUO DE PYMES POTENCIALES

Uno de los factores más complejos en la creación de un mercado de vehículos que invierten en pymes, es la tarea de “encontrar” a las pymes emisoras. Curiosamente, aunque las pymes son las más numerosas en cualquier país, son difíciles de clasificar, evaluar, contactar y establecer una relación de negocios con ellas como emisoras de valores de oferta privada.

Por esa razón es fundamental contar con las instituciones y canales necesarios que faciliten el encuentro entre pymes y el mercado de valores. Las AFISA como inversionistas, deben invertir constantemente en valores de oferta de pymes, se debe lograr un abastecimiento constante y periódico de pymes emisoras, ya preseleccionadas bajo ciertos parámetros generales, para facilitarles a dichas AFISA la realización de una evaluación rápida de las pymes en las cuales podrían invertir.

Previo acuerdo con el Gestor y la fiduciaria designada, el Promotor debe apoyar en la preselección de las pymes que podrían acceder al fideicomiso financiero, cumpliendo el rol de generador de un *pipeline* de emisores y siendo el primer nexo entre la pyme el Gestor y la AFISA.

Así como ANDE ha elaborado el documento “*Informe de análisis de empresas medianas ANDE versión junio 2020*”, especificando los criterios utilizados para conformar una lista preliminar de empresas pymes para este estudio, quien sea el Promotor, deberá actualizar dicho informe de manera periódica, utilizando los criterios de selección que el Gestor vea conveniente.

Sería perjudicial para un fideicomiso financiero de las características que estamos proponiendo, no contar con la cantidad de pymes necesarias para colocar los recursos recaudados de la emisión de oferta pública de cuotas de participación en el mercado de valores. Los inversionistas buscarán la máxima rentabilidad posible en todo momento. Esto solo se logra si una cantidad

importante de los recursos levantados del mercado se encuentran invertidos en valores de oferta privada de pymes lo más rápido posible. Cualquier remanente en efectivo financieramente se convierte en una carga que reduce la rentabilidad del fideicomiso.

IV. COADYUVAR A LAS PYMES COMO EMISORAS DE VALORES DE OFERTA PRIVADA

Una vez las potenciales pymes emisoras hayan sido identificadas de manera puntual, necesitarán asesoramiento en generar la información financiera solicitada por el Gestor. Esto abarca la preparación de estados financieros, información empresarial y toda la documentación legal que normalmente acompaña la emisión de valores de oferta privada en Uruguay.

Con toda la información necesaria en orden, el Gestor por su parte, realizaría la selección final.

La no existencia de este apoyo a las pymes dificultaría el proceso de la emisión de valores de oferta privada. En varios mercados de valores a nivel mundial, la necesidad de coadyuvar a las pymes en esta etapa ha sido identificado como una actividad esencial. Esto generalmente lo realizan a través de asesores pymes inscritos y regulados en las bolsas de valores.

V. CAPACITAR Y COLABORAR A LAS PYMES EMISORAS

Una vez las pymes se consoliden como emisoras y hayan recibido el financiamiento respectivo, deberán reportar cierta información financiera al Gestor de manera periódica para que ésta pueda hacer el seguimiento necesario y su evaluación de riesgo.

Se esperaría que la pyme sea capacitada en aquellos aspectos financieros y organizacionales que le permitan poder responder de manera oportuna a los requerimientos de información de la Gestora. El Promotor podría realizar estas capacitaciones de manera grupal a varias pymes emisoras una a dos veces al año.

VI. SER INVERSIONISTA ANCLA

Al ser este un proyecto innovador inédito en Uruguay es importante la participación de inversores ancla que con su participación coadyuven el desarrollo rápido de este mecanismo de financiamiento de pymes.

Los inversores ancla deberán ser instituciones que brinden confianza y den legitimidad al mecanismo. Se sugiere que ANDE, como agencia de desarrollo, sea uno de ellos. Adicionalmente, esto ayudaría en satisfacer los requerimientos de coinversión que solicitan las AFAP para proyectos como el que estamos presentado.

La no existencia de este inversionista ancla, reduciría el grado de confiabilidad y solvencia moral sobre el fideicomiso financiero propuesto. Es muy común que los inversionistas institucionales esperen que quienes crean en el proyecto, tengan una participación en el mismo.

Aunque en conversaciones con el mercado se ha mencionado que esta inversión debería ser de hasta un 20% del total, también se mencionó que es totalmente negociable y que en la realidad una inversión de 3% al 5% ha sido generalmente suficiente, pudiendo en este caso ser algo aún menor.

El riesgo compartido entre el Promotor y los inversionistas, en el ámbito del mercado de valores, es un elemento importante que se sugiere sea analizado con especial atención.

10 | 1.2 FIDUCIARIA (AFISA)

La participación de una AFISA es central en el presente proyecto. Como dijimos anteriormente, las AFISA son entidades reguladas por el BCU.

Se hace notar que los fiduciarios en Uruguay, de acuerdo con la norma actual, podrán actuar en fideicomisos generales o financieros, sujetos al cumplimiento de los requisitos correspondientes establecidos en la normativa. Claramente, el fiduciario de nuestro interés debe estar habilitada para gestionar fideicomisos financieros. Es decir, debe ser un Fiduciario Financiero.

Se denominan Fiduciarios Financieros aquellas instituciones habilitadas a actuar como Fiduciarios en Fideicomisos Financieros de acuerdo con lo establecido en el artículo 26 de la Ley N° 17.703 y sus disposiciones reglamentarias. Solamente pueden ser fiduciarios en un fideicomiso financiero las entidades de intermediación financiera o las AFISA.

La AFISA deberá encargarse de la constitución del fideicomiso financiero siguiendo la normativa vigente. Posteriormente deberá administrarlo y realizar las ejecuciones de las inversiones de las pymes de acuerdo con lo determinado por el Gestor en el reglamento.

La AFISA también será la encargada de la rendición de cuentas al Regulador y a los inversionistas de manera periódica según se establece en las normas vigentes y el reglamento del fideicomiso.

Hacemos notar que según la ley 18.602 que crea la ANDE esta también puede administrar fideicomisos, como lo dice el artículo 4 en su literal "I) Constituir fondos de inversión y fideicomisos y cumplir cualquiera de las funciones referidas a fideicomisos en general, financieros o de cualquier otro tipo que tengan por fin el cumplimiento de los cometidos de la Agencia de acuerdo con los lineamientos estratégicos y prioritarios, previa autorización del Ministerio de Economía y Finanzas."

Que ANDE eventualmente pueda considerar ser una fiduciaria que administra fideicomisos financieros de apoyo a las pymes, es un aspecto que debe ser analizado como un objetivo a mediano plazo.

10 | 1.3 GESTOR

El Gestor es otra figura importante, que, aunque no regulada, juega un rol fundamental en el funcionamiento del fideicomiso financiero y cumple un rol muy comparable a un administrador de inversiones, típico de un fondo de inversión.

Para nuestro caso, el Gestor debe tener experiencia profesional en el financiamiento de empresas, proyectos, y especialmente tener amplios conocimientos de las pymes. Debe, también contar con mecanismos de evaluación de riesgos y tecnología crediticia para pymes.

El Gestor deberá ser quien escoja las pymes y las recomienda a la AFISA, siguiendo un reglamento de inversión estricto y preciso para la toma de decisiones de inversión y desinversión sobre valores de oferta privada de pymes. Por lo tanto, deberá hacer seguimiento del comportamiento financiero de las pymes que forman parte del portafolio de inversiones del fideicomiso financiero.

En resumen, el Gestor deberá ser alguien calificado por su conocimiento y prestigio. Este último resultará importante para otorgar confianza al fideicomiso financiero y la calidad de su subyacente.

10 | 1.4 BOLSAS DE VALORES

Por su parte las bolsas de valores deben contar con todos los mecanismos para la emisión, colocación y cotización de las cuotas de participación emitidos por el fideicomiso financiero. Eventualmente, y tal como se había comentado en el informe anterior titulado documento “*Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay*”, se esperaba que las bolsas de valores jueguen un rol fundamental para impulsar este programa de fideicomiso financiero de pymes.

10 | 1.5 AFAP

Por su parte las AFAP, así como cualesquiera otros inversionistas institucionales, son de gran importancia en asegurar el éxito de este proyecto. Es fundamental su participación como inversionistas, pero también como colaboradores de este proyecto, coadyuvando con know-how y sugerencias para que se plasmen en los reglamentos de emisión de cada fideicomiso financiero.

Hemos tomado conocimiento que las AFAP hacen peticiones especiales antes de invertir. Por ejemplo, hay requerimientos de coinversión, limitaciones a los roles de administrador, topes en las comisiones de administración, años mínimos de experiencia y otros más que deberán ser también tomados en cuenta más adelante.

El fideicomiso financiero propuesto deberá tener por objetivo invertir en un portafolio de valores de oferta privada emitidos por empresas pymes. Las inversiones deberán ser efectuadas por el fiduciario, que contará con el asesoramiento y las recomendaciones del Gestor, siguiendo la política de inversión que se detallará en el contrato de fideicomiso.

10 | 2 FUNCIONAMIENTO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO²⁷

10 | 2.1 CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El contrato de fideicomiso establecerá que el patrimonio del fideicomiso está constituido por los activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos. El fideicomiso invertirá en un portafolio de inversiones de valores pyme de oferta privada, definidas de acuerdo con lo establecido en el contrato de fideicomiso, el contrato de gestión y siguiendo la política de inversión.

El Gestor tomará a su cargo la tarea de llevar adelante la selección, análisis y recomendación de las inversiones, de acuerdo con lo establecido en el contrato de gestión. Sin perjuicio de esto, el fiduciario mantiene la responsabilidad por la administración del fideicomiso respecto a la administración de las cuentas, emisión de los valores, contabilidad, rendición de cuentas, así como de toda obligación puesta a su cargo por la Ley y la normativa vigente.

El Gestor deberá contar con un Comité de Crédito, el cual será el órgano del Gestor responsable del análisis de las inversiones y de las pymes emisoras de estas.

El Gestor contará con un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de las inversiones de deuda conforme a los parámetros y requisitos establecidos en el Contrato de fideicomiso.

27. Esta sección ha sido elaborada usando como base la experiencia exitosa del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I y el Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM.

10 | 2.2 EL FIDUCIARIO

El fiduciario deberá examinar las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación de estas según el contrato establecido. El fiduciario podrá fundadamente oponerse a seguir alguna de las recomendaciones recibidas del Gestor, en caso de que entienda que las mismas no cumplen con lo establecido en el Contrato de fideicomiso, en el Contrato de Gestión o con la normativa vigente. En tales casos el fiduciario debe notificar al Gestor y presentar la situación de que se trate al Comité de Vigilancia, para que éste tome la decisión final al respecto. De igual manera, si el fiduciario o el gestor identifican algún posible conflicto de interés, lo deben poner en consideración y consulta al comité de vigilancia.

El manejo del efectivo, la emisión de los valores, la rendición de cuentas hacia los beneficiarios, así como la contabilidad del fideicomiso, son responsabilidad propia e indelegable del fiduciario.

10 | 2.3 EL FIDEICOMISO

El fideicomiso deberá contar con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la vigilancia permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés.

De acuerdo con los fines del fideicomiso, el fiduciario emitirá los certificados de participación con cargo al mismo y en los términos y condiciones que se indican en el respectivo prospecto.

El fideicomiso se deberá mantener vigente y válido por un plazo a ser determinado al momento de su estructuración, el cual podrá ser prorrogado por decisión de los inversionistas. Sin perjuicio de esto, el fideicomiso podrá extinguirse en forma previa, por la imposibilidad absoluta del cumplimiento de los fines para el cual fue constituido o por que los inversionistas así lo decidan dada las condiciones del mercado y los niveles de rendimientos que genera, por ejemplo.

A la extinción del fideicomiso y una vez cancelados todos los gastos del fideicomiso, el fiduciario procederá a transferir a los inversionistas los fondos remanentes que pudieran existir en el fideicomiso, según lo que se establezca en el reglamento del fideicomiso.

10 | 2.4 CONTRATO DE GESTIÓN DEL GESTOR²⁸

A efectos que el Gestor lleve a cabo todas las funciones, atribuciones y deberes de gestión, su contrato de gestión deberá establecer las siguientes funciones y responsabilidades:

- i. Designar el equipo de trabajo para la ejecución de las obligaciones a su cargo.
- ii. Designar a los miembros del Comité de Crédito del Gestor, citar a sus reuniones y controlar la agenda de este.
- iii. Llevar adelante las labores de promoción del fideicomiso, con miras a la consecución de las inversiones en deuda.
- iv. Identificar el portafolio de las potenciales inversiones en valores de oferta privada de pymes para el fideicomiso, analizar la conveniencia de la inversión en dichos activos, y presentar las potenciales inversiones al Comité de Crédito del Gestor.

28. Estas funciones y responsabilidades se han adaptado de lo establecido en los contratos y prospectos de emisión del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I y del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM.

- v. Comunicar al fiduciario las inversiones en deuda seleccionadas, para que éste las ejecute a nombre del fideicomiso.
- vi. Indicar los términos y condiciones de las inversiones en valores de oferta privada que realice el fideicomiso.
- vii. Al momento de identificar potenciales inversiones en valores de oferta privada de pymes, procurar la diversificación del portafolio de inversiones, de conformidad con las políticas consagradas en la política de inversión.
- viii. Monitorear y controlar las inversiones realizadas, de acuerdo con los mecanismos que considere pertinentes para tal efecto y aquellos que le recomiende o solicite el Comité de Crédito del Gestor.
- ix. Identificar y medir los riesgos de las inversiones en valores de oferta privada del fideicomiso.

10 | 2.5 POLÍTICA DE INVERSIONES

Normativamente en Uruguay se debe contar con una política de inversiones. Sugerimos que el fideicomiso financiero, adopte en lo posible, algunos de los requerimientos establecidos para los fondos de inversión y que pasamos a describir a continuación.

- *Límites de inversión:* la inversión de los fideicomisos financieros para valores de oferta privada de pymes, deberían ajustarse a lo dispuesto en las normas legales que los regulan, a la reglamentación que fija el Banco Central del Uruguay para los FIC y a lo que establezcan sus propios reglamentos.
- *Límite por emisor, como porcentaje del fideicomiso financiero:* se debe buscar la mayor diversificación posible tal como funciona un fondo de inversión, por lo tanto, se deberá fijar un monto máximo de inversión por cada pyme. Por ejemplo, se podría establecer que la inversión en los valores emitidos por una sola pyme, no podrán superar el 7% del activo del fideicomiso financiero.

Esta limitación no debe alcanzar a la inversión en valores emitidos o garantizados por el estado uruguayo o depósitos realizados en entidades financieras debidamente autorizadas.

- *Tope de pasivo:* dependiendo de las particularidades del fideicomiso financiero, éste podría incluir en su estrategia el apalancarse eventualmente. Sin embargo, se podría establecer que el fideicomiso no podrá contraer pasivos que en su conjunto superen el 20% del patrimonio del fideicomiso, por ejemplo.
- *Excesos de inversión:* la fiduciaria deberá mantener la inversión de los fideicomisos financieros dentro de los límites establecidos, en todo momento.

En caso de verificarse un exceso, la administradora deberá presentar ante el Gestor, dentro de los dos días hábiles de constatado el mismo, las razones del incumplimiento y el plazo en que será regularizado, quedando a lo que éste resuelva.

- *Órganos de control.* Los órganos de control y supervisión del fideicomiso se deberán dividir en: Comité de Crédito del Gestor, un Comité de Vigilancia y un Comité de Calificación de Cartera. A continuación, se explica el funcionamiento de cada uno de ellos:

10 | 2.6 COMITÉ DE CRÉDITO

El Comité de Crédito, dependiente del Gestor, deberá ser el órgano responsable del análisis de las propuestas de inversiones en valores de oferta privada de pymes presentadas por el Gestor y de la aprobación o rechazo de la realización de la correspondiente inversión.

Al Comité de Crédito, le corresponderá desarrollar, entre otras, las siguientes funciones:

- i. Aprobar o rechazar las posibles inversiones en valores de oferta privada de pymes, que sean puestas a su consideración por el Gestor.
- ii. Definir las políticas para la adquisición y liquidación de inversiones.
- iii. Hacer seguimiento sobre la evolución y desempeño de las inversiones a través de los informes periódicos que presente el Gestor.

10 | 2.7 COMITÉ DE VIGILANCIA

Las atribuciones principales del Comité de Vigilancia deberán ser el comprobar que el fiduciario y el Gestor cumplan lo dispuesto por los contratos vigentes y que no existan conflictos de interés en las operaciones realizadas.

10 | 2.8 COMITÉ DE CALIFICACIÓN DE CARTERA

Este comité, también dependiente del Gestor, deberá realizar la calificación de riesgo crediticio de los valores de oferta privada y de las pymes en las que se desee invertir.

De la experiencia de otros países hemos evidenciado que la necesidad de calificar a cada una de las empresas pymes ha sido requerido generalmente por las AFAP. Aspecto que se justifica cuando los que seleccionan a las pymes son las AFISA que, al no contar con la experiencia de análisis de pymes, buscan apoyo en una opinión especializada de riesgo crediticio.

Sin embargo, para el caso de Uruguay, se esperaría la calificación de riesgo de una calificador especializada, que no será para las empresas, sino para el fideicomiso financiero como vehículo emisor. El cual contará con el apoyo de una entidad Gestora con el suficiente conocimiento para invertir en pymes y hacerles el seguimiento necesario a través de la formación periódica de estados financieros, planes estratégicos y otros que se considere clave en el negocio de cada pyme.

10 | 2.9 MODELO DE EVALUACIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LAS PYMES

El Gestor establecerá el modelo de riesgo crediticio que usará para seleccionar a las pymes que formarán parte de la cartera del fideicomiso financiero. El riesgo de crédito debe poder ser medido adecuadamente bajo una metodología de “*scoring*” o con una estimación de pérdida esperada, que será la base para seleccionar las pymes a ser financiadas.

Se entendería al riesgo de crédito como la probabilidad de que un deudor incumpla, en cualquier grado, con el repago de sus obligaciones de modo tal que se genere una disminución en el valor presente del contrato.²⁹ Sin embargo, aplicando la definición al mercado de valores, adicionaríamos que el riesgo de crédito debe considerarse también como el riesgo de no recibir a tiempo todo el pago de intereses y capital.

29. Artículo 3, Capítulo I, Sección I, Título II Riesgo Crediticio de la Recopilación de Normas de ASFI.

El modelo deberá contemplar aspectos como (a) la probabilidad de incumplimiento y (b) la intensidad de incumplimiento. La probabilidad de incumplimiento se refiere a la probabilidad de que un deudor incumpla el pago de sus obligaciones en cualquier grado.

La probabilidad de incumplimiento se encuentra en función a una tasa de riesgo, un intervalo de tiempo y el momento o punto del tiempo donde se analiza el evento de incumplimiento. También conocida como tasa de riesgo, es una medida que permite evaluar la probabilidad condicional de incumplimiento a lo largo de un periodo de tiempo.³⁰

El modelo debe también contemplar aspectos relacionados con la gestión del riesgo crediticio, el proceso que se debe seguir a las pymes, contemplando las etapas de identificación, medición, monitoreo, control, mitigación, transferencia, divulgación y plan de acción.

Basados en las experiencias del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I y del Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM, sugerimos que la calificación de riesgo de los valores de oferta privada emitidos por las pymes se maneje utilizando los siguientes mecanismos y parámetros:

- Dos veces al año, en junio y diciembre, se deberían realizar evaluaciones para determinar la calificación de riesgo de las inversiones realizadas. Dado el número de pymes que se llegaría a tener, la evaluación debe hacerse de una manera sistematizada y según una revisión preliminar de aquellos casos que podrían ameritar atención especial.
- La evaluación interna debería ser realizada por un Comité de Calificación de Cartera que debería realizar dicha evaluación con base en los siguientes criterios:
 - i. Evaluar el desempeño cualitativo y cuantitativo de las pymes de manera individual y del sector económico al que pertenece, para detectar posibles deterioros, incluyendo el avance de la ejecución de los recursos otorgados con respecto al plan de desembolsos, la ejecución presupuestaria, las proyecciones de flujos de fondos y las razones o compromisos financieros (covenants) previamente establecidos, en caso de existir.
 - ii. Principalmente se deberá examinar la capacidad de pago, fuentes de financiamiento, soporte de capital y otros.
 - iii. El cumplimiento de los pagos de cupones de los valores de oferta privada.
- Los resultados de estas evaluaciones serían analizados por el Comité de Calificación de Cartera, quien otorgará la Calificación de Riesgo definitiva para cada inversión, clasificándolo en uno de los tres (3) niveles de riesgo:
 - i. Nivel de calificación normal: (a) Watch y (b) Mención Especial. Son inversiones que no están en periodo de no causación de intereses y sobre los cuales existe baja expectativa de pérdida, donde la pyme tiene una aceptable capacidad de pago que razonablemente debería permitirle cumplir con sus compromisos financieros o presentan un riesgo de crédito significativo, pero existe un margen de seguridad amplio.
 - ii. Nivel de calificación subnormal: (a) Sub-Estándar, (b) Dudoso y (c) Pérdida. Son inversiones que están en periodo de no causación de intereses o que, aún en el caso de no estarlo, presentan un alto riesgo de incumplimiento y dan señales de un incumplimiento inminente o una alta probabilidad de no recuperación.

30. Alejandro Vargas Sánchez y Saulo Mostajo Castelú, MEDICIÓN DEL RIESGO CREDITICIO MEDIANTE LA APLICACIÓN DE MÉTODOS BASADOS EN CALIFICACIONES INTERNAS Universidad Privada Boliviana, 2014.

- iii. Nivel de calificación sobre normal: (a) Satisfactorio Sobresaliente, (b) Satisfactorio Muy Bueno y (c) Satisfactorio Adecuado. Son inversiones en Deuda, que están al día en el pago de capital, intereses y comisiones y denotan baja expectativa de riesgo de crédito, con una adecuada capacidad de pago.
- Los niveles de Calificación de Riesgo referidos, tendría la siguiente equivalencia con las escalas utilizadas por las principales agencias calificadoras de riesgo:

Cuadro 31. Escala de calificación de riesgo crediticio

CALIFICACIÓN FONDO	S&P	Moody's	Fitch
Satisfactorio	AAA,	Aaa,	AAA,
Sobresaliente	AA+,	Aa1,	AA+,
	AA-,	Aa2,	AA-,
	AA,	Aa3,	AA,
	AA,	A1	AA,
	A+		A+
Satisfactorio Muy bueno	A, A-,	A2,	A, A-,
	BBB+	A3,	BBB+
Satisfactorio Adecuado		Baa1	
	BBB,	Baa2,	BBB,
	BBB-,	Baa3,	BBB-,
Watch	BB+	Ba1	BB+
	BB,	Ba2,	BB,
Mención especial	BB-	Ba3	BB-
	B+, B,	B1,	B+, B,
	B-	B2,	B-
Sub-estándar		B3	
	CCC+,	Caa1,	CCC+,
	CCC,	Caa2,	CCC,
	CCC-,	Caa3	CCC-,
Dudoso			CC+
	CC, C	Ca2,	CC,
		C2	CC-,
			C+,
Pérdida			CC-
	D	D	D

Fuente: Fideicomisos financieros CAF-AM I y CAF-AM II

XI COSTOS DE ESTRUCTURACIÓN Y MANTENIMIENTO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

En el trabajo de investigación que se hizo para determinar los costos de estructurar y de mantener el fideicomiso financiero, se entrevistaron a varias AFISA (ver Anexo 4) y otros participantes del mercado de valores. A continuación, se presentan los gastos promedios de las respuestas recibidas para un fideicomiso financiero de USD 30 millones.

Cuadro 32. Costos relacionados al proceso de estructuración, emisión y mantenimiento (USD)

CONCEPTO	COSTOS INICIALES	COSTOS ANUALES (promedio)
Fiduciario-Estructuración	80,000	
Fiduciario-Administración		63,000
Gestor (% sobre la cartera administrada) Variable de 0,5%-1,0% anual		333,560
Costos de búsqueda de pymes	100,000	50,000
Mecanismo de garantía o cobertura (0,80% sobre la cartera administrada)		300,325
Colocación	130,000	50,000
Bolsa 1: Derecho de registro y cotización (flat sobre la suscripción de CPs)	3,750	
Bolsa1: Mantenimiento de cotización y registro anual		2,000
Bolsa2: Mantenimiento de cotización y registro anual	7,000	7,000
Entidad Registrante de los CPs (anual)		10,000
Entidad Representante de los Inversores (anual)		10,000
Calificación de Riesgo inicial-Fideicomiso	16,667	
Revisiones de la calificación anual-Fideicomiso		12,333
Auditoría externa: informede auditoría anual + revisión limitada anual		16,000
Total Costos	337,417	854,218

Fuente: Elaboración propia

El cuadro anterior nos muestra todos los costos y gastos exclusivos del fideicomiso financiero que se generarán durante la estructuración y emisión (costos iniciales) y posteriormente durante su administración. Hemos optado por estimar los costos de mantenimiento de cotización y registro anual tanto en BEVSA como en la BVM.

11 | 1 COSTOS INICIALES

Los costos iniciales se pagan por una sola vez, y son básicamente los de estructuración, colocación, derecho de registro, búsqueda de pymes y calificación inicial del fideicomiso. Los costos totales iniciales estimados ascienden en promedio a USD 337.417.- para un monto de USD 30 millones.

Se espera que el fiduciario que estructure el fideicomiso tanto en sus aspectos legales y financieros realice un cobro que en promedio se ha cotizado en USD 80.000. La colocación debe ser efectuada por un intermediario autorizado de valores. Se ha cotizado un costo promedio de USD130.000.- Por otra parte, los pagos a las bolsas de valores por derecho de registro y cotización se estiman en USD 10.750.

Hemos incluido un monto de USD 100.000 para cubrir los costos iniciales de búsqueda de pymes. Previo a la colocación de los CP, es fundamental tener la posibilidad de contar con una cartera de 64 pymes con monto promedio de USD 451.000 en cada una.

Se ha contemplado que el fideicomiso financiero, contra la colocación de los CP, reembolse la totalidad de los gastos de estructuración (USD 80.000), búsqueda de pymes (USD 100.000), calificación de riesgo (USD 16.667) y los registros iniciales de las bolsas de valores (USD 10.750); que de manera conjunta ascienden a USD 207.417. Los costos de colocación (USD130.000) serían pagados por el fideicomiso financiero directamente.

11 | 2 COSTOS ANUALES

Los costos anuales son producto de los contratos de servicios firmados previamente con el fiduciario, el Gestor, la calificadora de riesgo, y el auditor externo del fideicomiso. También hemos incluido un total de USD 50.000 anual para cubrir gastos relacionados con la búsqueda de pymes. Hacemos notar que las tarifas de honorarios de estos participantes no son reguladas, por lo tanto, deberán ser negociables.

Los honorarios del Gestor han sido estimados como un porcentaje anual variable del 0,50% anual pagadero mensual sobre el monto de cartera de valores de oferta privada de pymes administrado; mientras la cartera es menor a USD 30.000.000. Sobre este monto, la comisión sube al 1,0% anual, también pagadero mensualmente.

Adicionalmente, de acuerdo con la normativa vigente y la regulación interna establecida por las bolsas de valores, se deben pagar tasas de registro y mantenimiento por los valores emitidos y por el fideicomiso financiero. Estas tasas generalmente son reguladas. Por lo tanto, no son negociables.

El costo del mecanismo de cobertura se ha estimado en 0,80% anual, pagadero mensualmente, sobre la cartera administrada. Esta estimación surge del porcentaje hoy en día cobrada por SiGa a los créditos de pymes en el sistema de intermediación financiera. Por su puesto, si se opta por que sea pagada por las pymes, este costo no sería asumido por el fideicomiso financiero.

Hacemos notar que no estamos tomando en cuenta el pago de impuestos. Esperamos que se realicen gestiones pertinentes para la exención tributaria a este fideicomiso financiero, como se explicará más adelante en la sección XIII del modelo financiero del fideicomiso con la aplicación de impuestos.

XII MODELO FINANCIERO DEL FIDEICOMISO (SIN IMPUESTOS)

Como pudimos apreciar en la sección II (Normativa Tributaria de los VPE en Uruguay), los fideicomisos financieros en Uruguay son contribuyentes del Impuesto al Valor Agregado (IVA), Impuesto a la Renta de la Actividad Económica (IRAE) y del Impuesto al Patrimonio (IP). También es agente de retención del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas. El fideicomiso es contribuyente de IRAE por todas las rentas de fuente uruguaya que obtenga y en la medida que no estén dentro de las exoneraciones otorgadas por el Gobierno.

Por su parte, el Decreto 293/013, introdujo una modificación por la cual se hace extensiva a los fideicomisos la exoneración de IP que ya existía para determinadas sociedades que cotizan en bolsa. La exoneración es aplicable por cinco ejercicios desde la suscripción de los valores (CP) emitidos.

12 | 1 SUPUESTOS DEL MODELO

Para la realización del modelo financiero del fideicomiso se han utilizado los siguientes supuestos:

- a. Monto para emitirse: USD 30.000.000.
- b. Comisión del Gestor: 0,50% anual sobre los saldos de cartera administrada hasta alcanzar el monto de USD 30.000.000. Posteriormente asciende a 1,0% anual.
- c. Costo de cobertura: 0,80% sobre el saldo de cartera administrada.
- d. Impuestos (IRAE, IP e IVA): 0,0%. Para efectos de modelación inicial, se asume la exención fiscal para este fideicomiso.
- e. Tasa de tesorería: 1,50% anual.
- f. Plazo estimado del fideicomiso: Entre 10 y 20 años. Las proyecciones se han realizado hasta el año 10.
- g. No contemplamos gastos financieros ya que asumimos que el fideicomiso financiero modelado no contempla apalancamiento alguno.
- h. Se estima inscribir los CP en ambas bolsas de valores (BVM y BEVSA).
- i. Número de pymes: Se contempla una inversión inicial en 64 pymes desde el arranque del fideicomiso financiero el primer año. En 10 años se financian un total de 346 pymes.
- j. El financiamiento a las pymes debe ser en una sola moneda. El modelo financiero se ha establecido en USD, lo cual es perfectamente replicable en UI dada la similitud de las tasas actualmente. Se aclara que los CP a ser emitidos deben ser en una sola moneda.
- k. El monto total de cartera alcanza los USD 30.000.000 el tercer año.
- l. Dividendos: No se asume el pago de dividendos ya que los mismos son reinvertidos en cartera cada año.
- m. Características de la cartera de valores de oferta privada:

Cuadro 33. Características de los valores de oferta privada

Plazo (años)	Tasa anual	Monto financiado por pyme
8	6,95%	US\$ 451.000
7	6,25%	
5	5,75%	
3	4,75%	

(*) La tasa es aplicable a financiamientos en USD o UI.

Fuente: Elaboración propia.

Para el modelo y sus proyecciones se asume que el financiamiento a las pymes se da a través de instrumentos de oferta privada con plazos de 8, 7, 5 y 3 años. Las tasas anuales a esos plazos son del 6,95%, 6,25%, 5,75% y 4,75% respectivamente. El monto de financiamiento a todas las pymes es de USD 451.000 que corresponde a la mediana de monto de financiamiento de las pymes (ver gráfico 12).

- n. La rentabilidad anual promedio a los inversionistas en el periodo de 10 años es del 6,0% anual en USD o en UI.
- o. Se asume que los préstamos otorgados amortizan capital e interés más allá de los 10 años. Es decir, se ha proyectado a 10 años, pero se considera que el fideicomiso tiene un plazo mayor y puede ser liquidado y los CP redimidos en cualquier momento.

12 | 2 INGRESOS OPERATIVOS

Los ingresos operativos del fideicomiso financiero se componen de ingresos por la inversión en valores de oferta privada e ingresos financieros de tesorería. Los ingresos por la inversión crecen en el tiempo de manera paralela a la cartera administrada. Se hace notar que la totalidad de las utilidades del fideicomiso se reinvierte en mayor cartera cada año.

Cuadro 34. Ingresos operativos proyectados (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
INGRESOS DE LA OPERACIÓN										
Ingresos financieros por inv. valores	1,878,604	2,293,347	2,646,816	2,934,948	2,741,832	3,350,387	3,667,260	3,910,242	4,053,723	4,351,617
Ingresos financieros tesorería	17,040	92,246	45,734	18,421	3,347	5,217	10,786	3,249	7,204	5,777
Total Ingresos Netos de la Operación	1,895,644	2,385,594	2,692,550	2,953,369	2,745,180	3,355,605	3,678,046	3,913,492	4,060,927	4,357,395

Fuente: Elaboración propia.

Como se muestra en el cuadro anterior, los ingresos operativos se incrementan de USD 1.895.644.- el primer año hasta USD 4.357.395.- el décimo año.

12 | 3 GASTOS OPERATIVOS Y RESULTADOS DE LA GESTIÓN

En el siguiente cuadro podemos ver todos los gastos operativos necesarios para el funcionamiento del fideicomiso. Los gastos de emisión y mantenimiento han sido proporcionados por los diversos fiduciarios que formaron parte de nuestro trabajo de investigación.

No contemplamos gastos financieros ya que asumimos que el fideicomiso financiero modelado no contempla apalancamiento alguno. Se estima inscribir los certificados de participación en ambas bolsas de valores (BVM y BEVSA).

Cuadro 35. Gastos operativos proyectados (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	
GASTOS OPERATIVOS											
Gastos de Emisión y Mantenimiento											
Fiduciario-Estructuración	80,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Fiduciario-Administración	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	
Gestor	0,5%-1,0%	144,320	124,599	149,541	338,588	370,335	388,134	409,250	441,948	468,750	500,132
Costos de búsqueda de pymes	100,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	
Garantía (Cobertura)	0,80%	230,912	199,359	239,266	270,871	296,268	310,507	327,400	353,558	375,000	400,106
Colocación	130,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Bolsa 1: Derecho de registro y cotización (flat)	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	3,750	
Bolsa1: Mantenimiento de cotización y registro	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
Bolsa2: Mantenimiento de cotización y registro	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	
Entidad Registrante de los CPs (anual)	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	
Entidad Representante de los Inversores (anual)	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	
Calificación de Riesgo inicial-Fideicomiso	16,667	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Revisiones de la calificación anual-Fideicomiso	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333	
Auditoría externa: informe de auditoría anual	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	
Total Gastos Operativos	825,982	498,042	562,891	783,542	840,687	872,724	910,734	969,589	1,017,833	1,074,321	

Fuente: Elaboración propia.

Los gastos operativos proyectados son de USD 825 mil el primer año y se mantienen relativamente estables hasta alcanzar USD 1,0 millón el décimo año. Se hace notar que los gastos de Estructuración (USD 80 mil) y de Colocación (USD 130 mil) se pagan únicamente el primer año. Se ha estimado el costo de búsqueda de pymes em USD 100 mil para el primer año.

Debemos mencionar que la Estructuración generalmente se paga antes de emitir los valores (CP) y la Colocación se paga contra los fondos levantados de la colocación de los valores del fideicomiso. Consideramos importante el negociar con la AFISA asignada y responsable de este fideicomiso financiero, que los pagos puedan realizarse una vez colocados los CP.

Una vez establecidos los gastos operativos, se han proyectado los resultados de la gestión, los cuales se presentan a continuación:

Cuadro 36. Resultados de la gestión (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Utilidad antes de Impuestos	1,069,662	1,887,552	2,129,659	2,169,826	1,904,493	2,482,880	2,767,312	2,943,902	3,043,094	3,283,073
Impuestos										
RESULTADO DE LA GESTIÓN	1,069,662	1,887,552	2,129,659	2,169,826	1,904,493	2,482,880	2,767,312	2,943,902	3,043,094	3,283,073

Fuente: Elaboración propia.

El resultado de la gestión empieza con cerca de USD 1,0 millón el primer año hasta alcanzar los USD 3,28 millones el décimo año.

Como adelantamos, este modelo no contempla el pago de impuestos (IRAE, IP e IVA), los cuales son aplicables a los fideicomisos financieros. El modelo con la inclusión de los impuestos podremos ver más adelante en la sección XIII.

12 | 4 PATRIMONIO

El monto de la emisión de cuotas de participación se realizará por un monto de USD 30 millones. Este sería el aporte inicial al fideicomiso financiero. Producto de las utilidades anuales que crecen de manera sostenida cada año, tal como se vio en el cuadro anterior, el patrimonio se incrementa hasta más de USD 53,6 millones en el plazo de 10 años.

Cuadro 37. Patrimonio proyectado (USD)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
PATRIMONIO										
Aportes	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000
Resultado del ejercicio	1,069,662	1,887,552	2,129,659	2,169,826	1,904,493	2,482,880	2,767,312	2,943,902	3,043,094	3,283,073
Resultados acumulados		2,957,213	5,086,873	7,256,699	9,161,192	11,644,072	14,411,384	17,355,286	20,398,380	23,681,454
Dividendos										
TOTAL PATRIMONIO	31,069,662	32,957,213	35,086,873	37,256,699	39,161,192	41,644,072	44,411,384	47,355,286	50,398,380	53,681,454

Fuente: Elaboración propia.

Como habíamos anticipado, el modelo no ha considerado el pago de dividendos periódicos a los inversionistas en el periodo de 10 años analizados. Se asume que las utilidades acumuladas se reinvierten en mayor cartera.

Como resultado, el incremento patrimonial impacta de manera positiva en el valor de las cuotas de participación, tal como veremos en el siguiente punto.

12 | 5 VALOR DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN (CP)

Por la emisión de USD 30 millones, se emiten un total de 30.000 cuotas de participación con un valor nominal de USD 1.000 cada una.

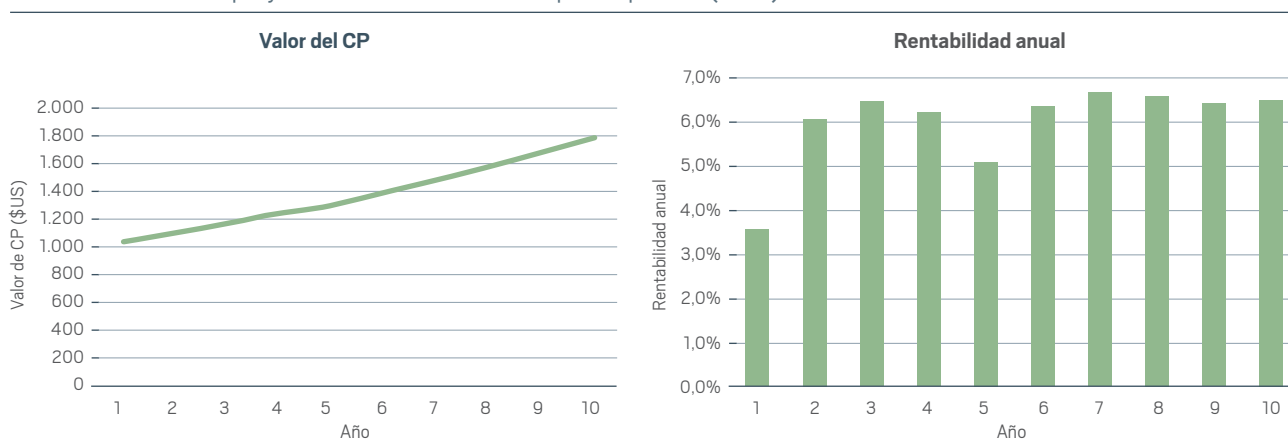
Cuadro 38. Precio proyectado de certificados de participación (USD)

	Inicial	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Cuotas de Participación	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
Cuota de participación (precio)	1,000	1,036	1,099	1,170	1,242	1,305	1,388	1,480	1,579	1,680	1,789
Pago de Dividendos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación %		3.6%	6.1%	6.5%	6.2%	5.1%	6.3%	6.6%	6.6%	6.4%	6.5%

Fuente: Elaboración propia.

El precio de los CP se ha valorado con el método que calcula el valor patrimonial proporcional. Este método resulta de la división del patrimonio neto por el número de cuotas de participación emitidas y vigentes. En el cuadro anterior podemos apreciar que el valor de la cuota se incrementa de USD 1.000 a USD 1.789 a lo largo de los 10 años.

Gráfico 25. Precio proyectado de certificado de participación (USD)



Fuente: Elaboración propia.

La rentabilidad anual de los CP es de 3,6% el primer año y de 6,5% el último año. La rentabilidad anual promedio es de 6,0% anual en USD o en UI.

12 | 6 RENTABILIDAD COMPARADA DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

A continuación, podemos apreciar las curvas de rendimiento al 18 de septiembre del 2020 elaboradas por BEVSA. Hemos tomado como referencia la Curva Uruguay en dólares americanos (CUD) y la Curva Uruguay Indexada (CUI).

La CUD es la curva spot de rendimientos de títulos soberanos uruguayos emitidos en dólares de los Estados Unidos (USD). Esta curva permite generar valuaciones razonables (*fair-value*), estimar volatilidades y correlaciones para un adecuado calibre del riesgo de tasa de interés de mercado, así como servir de base para estimar la estructura temporal de los spreads crediticios de esta deuda.³¹

La CUI es la curva spot de rendimientos de títulos soberanos uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación: Unidades Indexadas (UI) para las emisiones locales y pesos uruguayos ajustados por inflación, para las emisiones globales. Esta curva permite generar valuaciones razonables (*fair-value*), estimar volatilidades y correlaciones para un adecuado calibre del riesgo de tasa de interés de mercado, así como servir de base para estimar spreads crediticios en distintos momentos temporales.³²

Comparando con la CUD, a un año el rendimiento del fideicomiso financiero es del 3,6% anual (punto azul en el gráfico 26). Muy por encima del 0,86%. Respecto a la CUI, ese mismo rendimiento del 3,6% anual en UI, es muy superior al rendimiento de 1,03% en UI.

Claramente los rendimientos del fideicomiso financiero de +274 pbs³³ y +257 pbs a un año sobre la CUD y la CUI respectivamente, hace que las cuotas de participación sean atractivas.

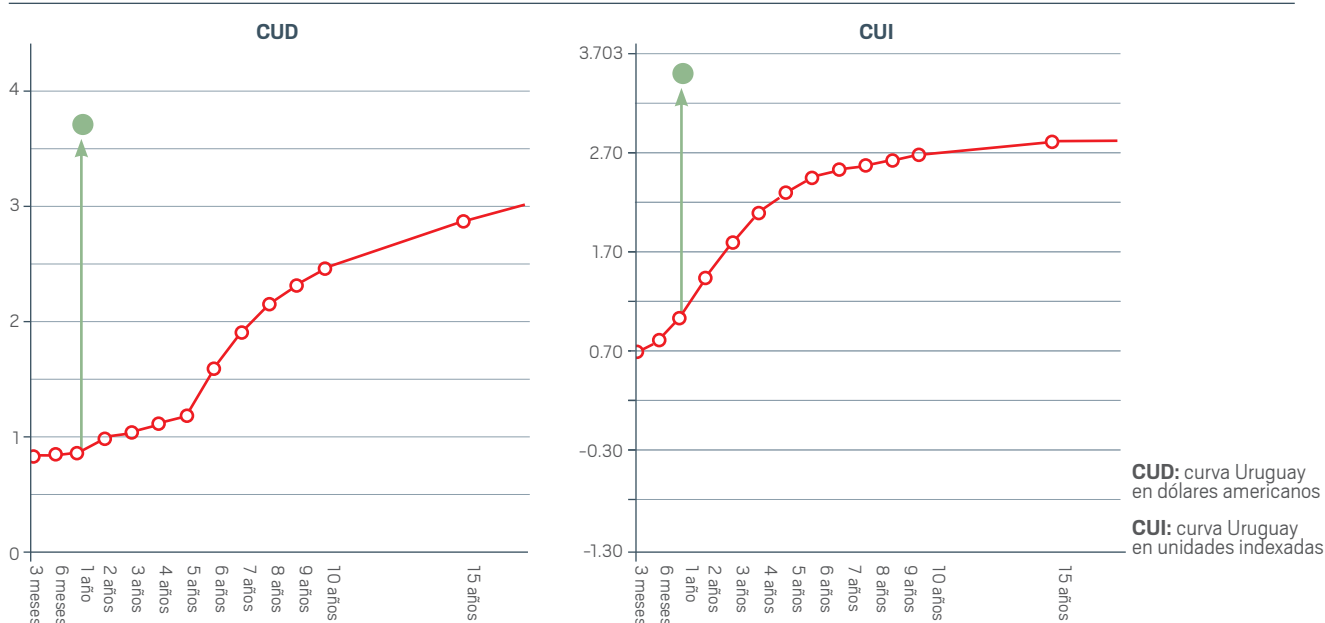
Si comparamos el rendimiento promedio del fideicomiso financiero a 10 años que es del 6,0%, claramente está muy por encima del 2,45% del CUD y el 2,67% del CUI por cerca de +350 pbs.

31. Según se indica en los documentos explicativos de BEVSA y al igual que en el caso de las demás curvas publicadas por BEVSA, la curva CUD se publica en términos de una "Curva Spot". Cabe recordar que, en tales términos, de la curva surgen las tasas de interés "spot" que pueden utilizarse (en términos *fair-value*) para descontar cada uno de los flujos prometidos por los distintos instrumentos comprendidos en el universo cuya estructura temporal la curva describe, es decir los títulos de deuda emitidos en dólares con riesgo soberano de Uruguay. web.bevsa.com.uy

32. Por tratarse de emisiones en moneda nacional indexada, esta curva resulta descriptiva de la estructura temporal de la tasa "real" de economía uruguaya. Asimismo, la comparación con la tasa "nominal" que describe la curva ITLUP permite inferir la estructura de la inflación esperada implícita en las cotizaciones de ambos tipos de instrumentos en moneda nacional. web.bevsa.com.uy

33. Punto básico o "pb". Un (1) pb equivale a 0,01% o (1/100).

Gráfico 26. Rentabilidad comparada con el CUD y CUI (%)



Fuente: BEVSA.

De las entrevistas con el mercado podemos deducir que los spreads considerados apropiados para fideicomiso financiero de pymes a 5 años deberían ser de +250 pbs sobre CUI y CUD y de +380 pbs sobre el CUI y CUD, a 8 años respectivamente. Rendimientos debajo ese spread podrían resultar poco atractivos para el mercado.

Consideramos que un rendimiento del fideicomiso financiero debajo del 4,10% a 5 años y del 5,80% a 8 años deberían considerarse los rendimientos mínimos aceptables para encarar el proyecto del presente fideicomiso financiero. Actualmente hemos proyectado un rendimiento promedio de 5,50% a 5 años y de 5,90% a 8 años. Recordemos que la rentabilidad anual promedio del fideicomiso financiero a 10 años, es del 6,0%.

12 | 7 CARACTERÍSTICA DEL FINANCIAMIENTO A LAS PYMES

El modelo financiero proyectado para el fideicomiso financiero que adquiera valores de renta fija de oferta privada de pymes, tiene las siguientes características de impacto sobre las pymes:

Cuadro 39. Características del financiamiento a las pymes (tasa y plazo promedio ponderado)

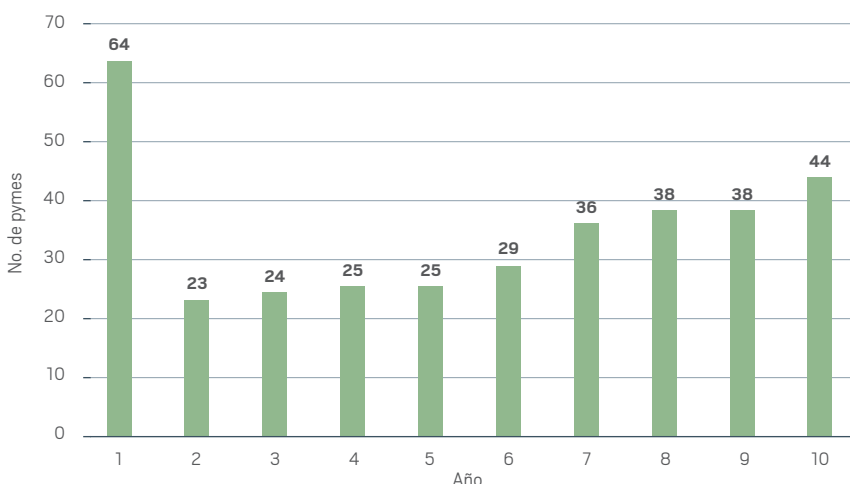
Monto total financiado en 10 años (US\$)	156,046,000
No. de pymes financiadas (a 10 años)	346
Rendimiento promedio FF	6.00%
Monto promedio finan. (US\$)	451,000
Tasa promedio pond. finan. (anual)	6.64%
Plazo promedio pond. fin. (años)	7.4

Fuente: Elaboración propia

Podemos apreciar que se logra financiar a un total de 346 pymes por un monto total de USD 156 millones en un plazo de 10 años. El monto promedio financiado sería de USD 451 mil a una tasa promedio ponderada anual del 6,64% a un plazo promedio ponderado de 7,4 años.

Se espera iniciar el fondo financiando a un total de 64 pymes. Seguidamente cada año se proyecta incorporar nuevas pymes de acuerdo con el ritmo proyectado en el gráfico a continuación:

Gráfico 27. Pymes financiadas en 10 años

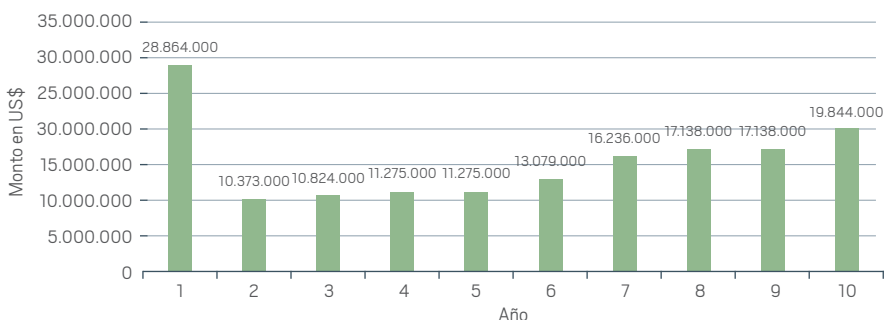


Fuente: Elaboración propia.

Con las utilidades retenidas del mismo fideicomiso financiero y el propio flujo acumulado anualmente, es posible financiar un total de 23 pymes el segundo año, 24 pymes el tercer año; y así sucesivamente hasta alcanzar un total de 346 pymes. Recordemos que un supuesto importante es que no se ha establecido la distribución de dividendos a los inversionistas en 10 años.

El monto total anual de financiamiento a las pymes se muestra en el gráfico a continuación:

Gráfico 28. Monto financiados pymes anualmente en 10 años (USD)



Fuente: Elaboración propia.

Se espera financiar un total de USD 28.8 millones el primer año, USD 10.3 millones el segundo año y así sucesivamente. Estas inversiones a partir del segundo año en adelante se realizan reinvertiendo las utilidades y las amortizaciones de capital por el pago oportuno de los valores de oferta privada.

El siguiente cuadro nos muestra la distribución de los recursos del fondo en el financiamiento de las pymes, según plazo, tasa y monto:

Cuadro 40. Características del financiamiento a las pymes

No. Pymes	246	54	24	22	346
Monto (US\$)	451,000	451,000	451,000	451,000	156,046,000
Plazo (años)	8	7	5	3	
Tasa (anual) sin impuestos	6.95%	6.25%	5.75%	4.75%	

Fuente: Elaboración propia

Como vimos anteriormente, los financiamientos se han dividido en 4 grupos de pymes a lo largo de 10 años. Un total de 246 pymes son financiadas a 8 años al 6,95% de tasa anual. Un total de 54 pymes son financiadas al 6,25% a 7 años plazo. Otro grupo de 24 pymes son financiadas a 5 años plazo al 5,75% anual y finalmente, 22 pymes son financiadas al 4,75% de tasa anual a un plazo de 3 años. El monto total financiado se reitera es USD 156 millones a 10 años.

Teniendo un total de 346 de pymes financiadas entre 3 y 8 años plazo, por temas propios de diversificación y reducción de riesgo, se esperaría que el Gestor distribuya los recursos entre pymes que abarquen diferentes industrias y sectores económicos. Como todo vehículo de inversión, el fideicomiso financiero deberá tener políticas de diversificación y concentración máxima en ciertos sectores de la economía real.

12 | 8 RENDIMIENTO MÍNIMO A LOS INVERSIONISTAS (SIN IMPUESTOS)

Considerando que el rendimiento mínimo anual promedio a los inversionistas a 5 años debe ser del 4,10% y a 8 años es del 5,80%, hemos procedido a reducir las tasas de financiamiento a las pymes tal como se indica a continuación:

Cuadro 41. Características del financiamiento a las pymes con reducción de tasas

No. Pymes	231	65	18	32	346
Monto (US\$)	451.000	451.000	451.000	451.000	156.046.000
Plazo (años)	8	7	5	3	
Tasa (anual) sin impuestos	6,95%	6,25%	5,75%	4,75%	
Tasa (anual) con impuestos	6,80%	6,25%	4,75%	3,98%	
Diferencia:	0,15%	0,00%	1,00%	0,77%	

Fuente: Elaboración propia

Reduciendo las tasas de los plazos a 8, 5 y 3 años, se obtienen una tasa de financiamiento promedio ponderada del 6,37% a 7,3 años (ver cuadro 42 abajo), comparado con 6,64% a 7,4 años indicado en el cuadro 39.

Cuadro 42. Características del financiamiento a las pymes con reducción de tasas (tasa y plazo promedio ponderado)

Monto total financiado en 10 años (US\$)	156,046,000
No. de pymes financiadas (a 10 años)	346
Monto promedio finan. (US\$)	451,000
Tasa promedio pond. finan. (anual)	6,37%
Plazo promedio pond. fin. (años)	7,3

Fuente: Elaboración propia

Bajo este esquema de tasas más bajas a las pymes, el rendimiento promedio a los inversionistas a 5 años es del 5,40% y a 8 años es del 5,80%. Por lo tanto, las tasas del cuadro 41 y la tasa promedio ponderada del 6,37% a 7,3 años, son las tasas mínimas que se pueden tener para las pymes, para que este fideicomiso financiero sea aceptable a los inversionistas, siempre que no hayan impuestos al fideicomiso financiero.

12 | 9 PLAZO PROMEDIO PONDERADO

Las tasas promedio anuales mínimas a los inversionistas del 5,40% a 5 años y del 5,80% a 8 años, son dos restricciones que obligan que los financiamientos a las pymes sea a una tasa promedio ponderada superior al 6,0% y a un plazo promedio ponderado superior a los 7 años. Eso nos lleva a concluir que el fideicomiso financiero debe ser un vehículo de financiamiento a pymes en el largo y mediano plazo.

Por lo indicado, podemos ver como en los cuadros 40 y 41, la mayoría de las pymes son financiadas a los plazos de 7 y 8 años.

XIII MODELO FINANCIERO DEL FIDEICOMISO (CON IMPUESTOS)

En el modelo financiero a 10 años del fideicomiso, hemos introducido el IRAE del 25% y el IP del 1,5% a partir del sexto año. Los intereses de valores públicos y privados están exonerados de IVA. Si bien el fideicomiso financiero estaría designado como contribuyente por ser contribuyente de IRAE, esos intereses están exonerados.

Los resultados que se presentan a continuación corresponden al mismo modelo financiero presentado en la sección anterior, siendo la aplicación del IRAE y el IP la única diferencia significativa.

13 | 1 IMPACTO DEL IRAE Y EL IP SOBRE LA TASA DE FINANCIAMIENTO A LAS PYMES

Para poder apreciar el impacto del IRAE y el IP sobre la tasa de financiamiento a las pymes, en el cuadro siguiente comparamos el modelo financiero sin impuestos y con impuestos. Para efectos comparativos, se mantuvieron fijas las primeras seis variables en ambos modelos.

Cuadro 43. Tasa promedio ponderada de financiamiento a las pymes (con y sin impuestos)

VARIABLE	SIN IMP.	CON IMP.
Plazo de financiamiento (años)	8,7,5,3	8,7,5,3
Plazo promedio ponderado (años)	7.4	7.4
Número de pymes financiadas	346	346
Monto total del fideicomiso	30,000,000	30,000,000
Monto total financiado en 10 años	156,046,000	156,046,000
Rentabilidad anual promedio	6.00%	6.00%
Tasa promedio ponderada a las pymes	6.64%	8.33%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar, la tasa promedio ponderada de financiamiento a las pymes, se incrementa del 6,64% anual al 8,33% anual. El impacto del IRAE y el IP es de un total de 219 pbs (2,19%).

Analizando en más detalles, en el siguiente cuadro vemos que la tasa anual de financiamiento a las pymes a 8 años se incrementa del 6,95% al 8,62%. Es decir, 167 pbs adicionales. Los financiamientos a 7 años se incrementan de 6,25% anual al 8,15%. Mientras que el incremento de la tasa equivale a 150 pbs y 175 pbs a 5 y 3 años respectivamente.

Cuadro 44. Tasa promedio ponderada de financiamiento a las pymes según plazo (con y sin impuestos)

	8	7	5	3
Plazo (años)	8	7	5	3
Tasa (anual) sin impuestos	6.95%	6.25%	5.75%	4.75%
Tasa (anual) con impuestos	8.62%	8.15%	7.25%	6.50%
Diferencia	1.67%	1.90%	1.50%	1.75%

Fuente: Elaboración propia

En resumen, el costo financiero promedio para las pymes se incrementa en 34,20%.

Los cálculos nos demuestran que el impacto del IRAE y el IP, incrementan de manera significativa el costo de financiamiento de las pymes.

13 | 2 RECOMENDACIÓN SOBRE ASPECTOS TRIBUTARIOS SOBRE EL FIDEICOMISO FINANCIERO

En la sección VIII inciso h) (Ventajas fiscales) del presente documento, habíamos mencionado que el Régimen General de Promoción y Protección de Inversiones, en el marco de la Ley N° 16.906 y su Decreto Reglamentario N° 02/012, brindan beneficios y exoneraciones fiscales a la inversión productiva en el Uruguay, aspecto que podría ser aprovechado por las pymes emisoras.

En el marco de la Ley N° 16.906, se establecen Estímulos Respecto a Inversiones Específicas (Capítulo II), que en el artículo 11 (Actividades y empresas promovidas) se establece que podrán acceder al régimen de beneficios, las empresas cuyos proyectos de inversión sean declarados promovidos por el Poder Ejecutivo, de acuerdo con lo dispuesto en la mencionada Ley.

También se indica que la “declaratoria promocional podrá recaer en una actividad sectorial específica, entendiéndose por tal, el conjunto de emprendimientos conducentes a producir, comercializar o prestar, según corresponda, determinados bienes o servicios.” (Art. 11). Se otorgarán los beneficios y exoneraciones fiscales aquellas inversiones que, entre otros: Generen empleo productivo directa o indirectamente y fomenten las actividades de las micro, las pequeñas y las medianas empresas, por su capacidad efectiva de innovación tecnológica y de generación de empleo productivo.

Como antecedentes de promociones realizadas mencionamos los siguientes fideicomisos financieros:

- a. **Fideicomiso Financiero Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF I:** este fideicomiso está destinado a financiar proyectos de infraestructura en Uruguay, el que será constituido de conformidad con lo dispuesto por la Ley N° 17.703 de 28 de octubre de 2003, y la actividad desarrollada por el gestor profesional del referido fideicomiso, exclusivamente por la actividad que cumpla en relación al mismo y siempre que sea una entidad nacional controlada por la Corporación Andina de Fomento o una de sus afiliadas, o una sucursal uruguaya de una afiliada de la Corporación Andina de Fomento.

Por Decretos del Poder Ejecutivo números 162/015 de fecha 9 de junio de 2015 y 269/015 de fecha 30 de setiembre de 2015, se declaró promovida la actividad del Fideicomiso, y se exoneró de IRAE, IP e IVA a las actividades promovidas. También se otorgó un crédito por el IVA incluido en las adquisiciones de bienes y servicios destinados a integrar el costo de las actividades promovidas y se admitió la deducibilidad de los intereses de los préstamos que otorgue el Fideicomiso a los efectos del IRAE.

- b. **Fideicomiso Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II CAF-AM:** por Decreto del Poder Ejecutivo N° 233/018 de fecha 30 de julio de 2018 se declaró promovida la actividad del fideicomiso, y se exoneró de IRAE, IP e IVA a las actividades promovidas. También se otorgó un crédito por el IVA incluido en las adquisiciones de bienes y servicios destinados a integrar el costo de las actividades promovidas y se admitió la deducibilidad de los intereses de los préstamos que otorgue el fideicomiso a los efectos del IRAE.
- c. **Fideicomiso Financiero I - Fondo de Inversión Departamental:** a través del decreto 165/10 de fecha 27 de mayo de 2010, este fideicomiso fue exonerado del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas y del IP, con vigencia 18 de diciembre de 2009.

Dicho lo anterior, es importante que al amparo del artículo 11 de la Ley N° 16.906 de 7 de enero de 1998 se declare promovida la actividad desarrollada por el fideicomiso financiero de financiamiento a pymes que estamos proponiendo.

CONCLUSIONES



En el presente trabajo se ha analizado el tipo de vehículo de propósito financiero (fondo de inversión cerrado y fideicomiso financiero que emita CP), los aspectos tributarios de usar ambos vehículos y la normativa pertinente del mercado de valores. Mediante un estudio de pymes y basado en la Encuesta Nacional de mipymes, industriales, comerciales y de servicios del año 2017 y un análisis de ANDE partiendo de una base de datos del INE de 7.219 pymes, de las cuales 334 se han filtrado como potenciales emisoras de valores de oferta privada.

Adicionalmente se han elaborado dos modelos financieros del fideicomiso financiero. Un primer modelo no incorpora ningún tipo de impuesto. El segundo impuesto incorpora los efectos del IRAE y el IP.

Las conclusiones del presente trabajo son las siguientes:

1. En Uruguay existe la normativa financiera suficiente para utilizar como VPE al fideicomiso financiero, que, dentro de un proceso estándar de oferta pública, podría emular el funcionamiento de un FIC, emitiendo CP.
2. En Uruguay la diferencia entre utilizar un FIC o un fideicomiso financiero de renta variable para ejecutar este proyecto, por la experiencia fiduciaria en Uruguay, hace que sea más recomendable utilizar el último.
3. Las AFISA y los fideicomisos financieros están sometidos a un ámbito de regulación, fiscalización y control riguroso y cuentan con un gobierno propio acorde a las normas vigentes.
4. Se debe incorporar una entidad que funja como Gestor del fideicomiso. Esta figura no es regulada, pero también es de vital importancia para el funcionamiento del fideicomiso.
5. Los valores de oferta privada pueden ser emitidos por las pymes sin dificultad alguna. Se establecen los vales, pagarés y ON como los instrumentos de preferencia. Se esperaría que la AFISA y el Gestor, definan los tipos de valores a ser emitidos por las pymes, de acuerdo con las políticas de inversión que se definan para el fideicomiso financiero.
6. El tamaño recomendado de las pymes es que sean empresas medianas. Se recomienda que la personería jurídica de estas empresas sea SA o SRL únicamente.
7. Se han identificado inicialmente 334 empresas medianas SA y SRL como candidatas para emitir valores de oferta privada, sujetas a revisión análisis de la AFISA y el Gestor.
8. Las AFAP serán principales inversionistas institucionales a través del Subfondo de Acumulación.
9. El rol del Promotor en el mecanismo de financiamiento propuesto en este informe es de mucha importancia. Especialmente como proveedor de pymes (medianas) a la AFISA y al Gestor para su evaluación.
10. Es también importante contar con un inversionista ancla.

11. Como mecanismo de cobertura es necesario poder obtener una garantía al fideicomiso financiero. Se sugiere hacer gestiones ante el SiGa para la creación de este nuevo tipo de garantía.
12. El modelo financiero del fideicomiso (sin impuestos) nos demuestra que este vehículo es viable. Ofrece la posibilidad de llegar a las pymes con tasas de interés de financiamiento atractivas a 3, 5, 7 y 8 años. Los inversionistas pueden participar con rendimientos superiores a los disponibles en el mercado en USD y UI.
 - Se logra financiar a un total de 346 pymes por un monto total de USD 156 millones en un plazo de 10 años. El monto promedio financiado sería de USD 451 mil a una tasa promedio ponderada anual del 6,64% a un plazo promedio ponderado de 7,4 años. De acuerdo con el modelo, se esperaría iniciar el fondo financiando a un total de 64 pymes. Se esperaría que el número final de pymes sea definido tanto por la AFISA y el Gestor, de acuerdo con la estructura final del fideicomiso financiero y las políticas de inversión que ellos determinen.
 - El financiamiento a las pymes se da a través de instrumentos de oferta privada con plazos de 8, 7, 5 y 3 años. Las tasas anuales de financiamiento a las pymes a esos plazos son del 6,95%, 6,25%, 5,75% y 4,75% respectivamente.
 - La rentabilidad anual promedio a los inversionistas en el periodo de 10 años es del 6,0% anual en USD o en UI.
 - Reduciendo las tasas de financiamiento a las pymes de los plazos a 8, 5 y 3 años al 6,80%, 4,75% y 3,98%, se obtienen una tasa de financiamiento promedio ponderada del 6,37% a 7,3 años. Bajo este esquema, el rendimiento promedio a los inversionistas a 5 años es del 5,40% y a 8 años es del 5,80%.
13. Las tasas promedio anuales mínimas a los inversionistas son del 5,40% a 5 años y a del 5,80% a 8 años, para que este proyecto sea viable. Eso nos lleva a concluir que el fideicomiso financiero debe ser un vehículo de financiamiento a pymes en el largo y mediano plazo.
14. El modelo financiero del fideicomiso (con impuestos), muestra un impacto altamente nocivo en la tasa de financiamiento de las pymes, por lo que se recomienda obtener las exenciones pertinentes al IRAE y el IP, dentro del Régimen General de Promoción y Protección de Inversiones, en el marco de la Ley N° 16.906 y su Decreto Reglamentario N° 02/012.
15. El presente estudio es una guía para la AFISA, el Gestor y quien finalmente sea el encargado de estructurar, diseñar y ejecutar los aspectos relativos al fideicomiso financiero aquí propuesto. Se esperaría se realicen cambios y ajustes a lo largo de la estructuración, adecuándose en todo momento a las condiciones del mercado.
16. Se recomienda la ejecución del proyecto de constitución del fideicomiso financiero para pymes.

ANEXO 1

CONSULTORÍA EN ASPECTOS FISCALES EN EL MARCO DEL INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO DE PYMES EN EL MERCADO DE VALORES DE FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS (FIC) (Cr. Gustavo Viñales)

El principal objeto de la consultoría fue: a) investigar y asesorar sobre los aspectos fiscales actuales del instrumento FIC a efectos de permitir y/o levantar restricciones para el acceso de las pymes al mercado de valores; b) mantener reuniones con los actores claves en la materia, c) asesorar y recomendar acciones relevantes para que se concreten estos cambios, d) plantear alternativas para que el instrumento sea un vehículo posible de implementar, e) colaborar con eliminar las barreras existentes en materia regulatoria y f) realizar un análisis comparativo desde el punto de vista tributario, con el fideicomiso financiero.

En el estudio que realizamos previamente titulado “Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay”³⁴, hicimos referencia al decreto reglamentario N° 408/012 del 19 de diciembre del 2012, estableció en su exposición de motivos que (las negrillas son nuestras):

“VISTO: la actividad desarrollada por los **fondos de inversión abiertos** en materia de administración de inversiones.

RESULTANDO: I) que la Ley N° 16.774 dispone que los fondos de inversión abiertos no constituyen sociedades.

II) Que la misma norma entiende que **carecen de personería jurídica**.

III) Que por tales motivos no verifican el hecho generador del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas, lo que implica que la renta generada deba ser pagada por los cuotapartistas.

CONSIDERANDO: conveniente **simplificar la forma de tributación de los referidos cuotapartistas designando a las empresas administradoras de los fondos de inversión abiertos agentes de retención de los impuestos a las rentas de las Personas Físicas y de los No Residentes.**”

Por lo tanto, sobre los fundamentos de la Ley N° 16.774, se dejó por fuera del IRAE (también lo estarán del IP y del IVA), a los fondos de inversión abiertos como vehículos, designándose a partir de ello a las AFISA, como agentes de retención del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y de los No Residentes (IRNR).

34. Dunn De Avila, Jaime, “Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay”, CAF, diciembre 2019.

Tributariamente, el decreto reglamentario N° 408/012, hace que los fondos de inversión abiertos (FIA) operen de forma transparente y sin tributar impuestos en cabeza propia, siendo los distintos actores involucrados quienes tributen por sus actividades, servicios o rentas. No hay duda de que esta situación, también ha contribuido a dinamizar el mercado de los FIA o al menos minimizar obstáculos para su mejor desarrollo en comparación con los FIC.

Es sobre esa experiencia que debe ampliarse el alcance del decreto N° 408/012 a los FIC, permitiendo que todos los fondos de inversión fiscalmente sean neutros y transparentes, y se facilite el trabajo de la liquidación de impuestos que de otra manera recaería sobre los inversionistas.

Para eso, es importante que esto se pueda realizar mediante una enmienda al DS 408/012 del 19 de diciembre del 2012, mediante la cual se establezca que los aspectos fiscales y la operativa de liquidación de estos en él establecidos, apliquen para los fondos de inversión, sean abiertos o cerrados. Esto se puede lograr de manera muy simple quitando la palabra “abiertos” del decreto y refiriéndose a los “fondos de inversión” de manera general

El análisis efectuado por el Cr. Gustavo Viñales, igualmente establece que sería importante emitir un nuevo decreto reglamentario de la Ley N° 16.774 específico para los fondos cerrados de inversión, de características similares al Decreto 408/012 emitido para los fondos abiertos de inversión.

El nuevo decreto por considerar debería contemplar, dos aspectos relevantes:

- I. La definición y caracterización de los fondos cerrados de inversión, en armonía con la referida Ley N° 16.774 y las normas emitidas por el BCU. Esta definición se podría dar de dos formas con las mismas consecuencias: 1) de manera propositiva adoptando la misma definición establecida en las normas del BCU; 2) hacerlo por oposición a los fondos de inversión cerrados de crédito establecidos en el artículo 30 de la Ley N° 16.774, para aislar únicamente a estos, dado su tratamiento tributario que los incluye como sujetos pasivos de IRAE por definir la totalidad de sus rentas como empresariales.
- II. La designación de las empresas administradoras de los fondos de inversión (AFISA) como agentes de retención de los Impuestos a las Rentas de las Personas Físicas (IRPF) y de los No Residentes (IRNR).

El estudio enfatiza que esta instancia es clave para definir la situación de los FIC y dar certezas jurídicas a las AFISA y demás actores, de manera que se pudiera comenzar a utilizar la herramienta de los FIC como instrumento de financiación alternativo para PYMES, en el marco de proyectos que la propia ANDE pueda promocionar en conjunto con otros actores del mercado de capitales.

Antecedentes

En el marco de la consultoría en aspectos fiscales del instrumento de Financiamiento de PYMES en el Mercado de Valores a través de Fondos de Inversión Cerrados (FIC), se presenta el Producto 3, el Informe Final.

El principal objeto de la consultoría es investigar y asesorar sobre los aspectos fiscales actuales del instrumento FIC a efectos de permitir y/o levantar restricciones para el acceso de las PYMES al Mercado de Valores; y para ello se deberán mantener reuniones con los actores claves en la materia, asesorar y recomendar acciones relevantes para que se concreten estos cambios, plantear alternativas para que el instrumento sea un vehículo posible de implementar y colaborar con eliminar las barreras existentes en materia regulatoria.

1. Producto 1 – Plan de Trabajo – se presentó un cronograma de actividades.
2. Producto 2 – Avance del informe – se presentó un análisis detallado y evolución de la normativa tributaria que alcanza a la situación de los fondos de inversión en general; la situación específica de los fondos de inversión abiertos (FIA), que en tanto no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica quedan bajo un régimen de sujetos transparentes no contribuyentes y nominados como agentes de retención; finalmente la situación específica de una subespecie, los denominados fondos de inversión cerrados de crédito, incluidos como sujetos pasivos dentro del Impuesto a las Rentas de las Actividades Empresariales (IRAE) por obtener “rentas empresariales”, y a partir de allí alcanzados por el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el Impuesto al Patrimonio (IP).
3. Producto 2 – Complemento: Anexo – Régimen tributario de los fideicomisos Financieros – dónde se presenta en detalle el tratamiento tributario de los fideicomisos financieros y sus situaciones particulares, específicamente se analiza: la deducción de los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso financiero a efectos de su liquidación del Impuesto al Patrimonio (IP); los fideicomisos financiero que emiten certificados de participación; los fideicomisos públicos o del Estado; los fideicomisos de créditos homogéneos y su tributación específica en el Impuesto al Patrimonio (IP) a una tasa del 2,8% sin restricciones en la deducción de pasivos (ídem tratamiento que los Bancos y Administradoras de crédito); los fideicomisos de recuperación de créditos del BROU tienen una exoneración específica de renta y patrimonio y que tributan IVA; finalmente, el resto de los fideicomisos financieros que tributan Impuesto al Patrimonio (IP) a la tasa general del 1,5%.

Propuesta final

Cómo comenzábamos diciendo en nuestro primer Informe, nuestro sistema tributario contiene una norma de carácter específica, la Ley N° 16.774, prevista para los Fondos de Inversión (abiertos y cerrados) que establece que los mismos no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos.

Adicionalmente, tenemos una normativa prevista exclusivamente para una categoría especial o subespecie dentro de los Fondos Cerrados, los denominados Fondos de Inversión Cerrados de Crédito, que para equilibrar la situación tributaria de los instrumentos utilizados en operaciones de securitización de activos y factoring, se estableció de forma específica que los mismos (los fondos de inversión cerrados de crédito) se encuentran alcanzados por los principales impuestos, vale decir, por el Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE), por el Impuesto al Patrimonio (IP), y por el Impuesto al Valor Agregado (IVA).

A nuestro juicio es claro que la norma original Ley N° 16.774, establece que los Fondos de Inversión (**abiertos y cerrados**) no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria, para que, por cuenta de los aportantes, realice una adecuada composición de sus activos, considerando riesgos y rendimientos; por ende, los mismos carecen de personería jurídica y por tales motivos no verifican el hecho generador del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas³⁵ – tampoco de IP e IVA – lo que implica que la renta generada deba ser pagada por los cuotapartistas.

35. Además, así lo expresa, de forma literal, el punto III) de las consideraciones del Decreto 408/012.

Vale aclarar que pueden existir casos particulares donde determinada figura que no tenga personería jurídica quedara gravada, pero son casos expresamente incluidos por la ley; en el caso de los fideicomisos financieros la ley reputa cómo rentas empresariales las obtenidas por estos y los incluye a título expreso como sujetos pasivos del IRAE, con excepción de los de garantía.

Por ello creemos que, para terminar de perfeccionar el régimen, entendemos oportuno la emisión de un decreto reglamentario, del estilo del existente para los fondos de inversión abiertos (Dic. 408/012), que reglamente de forma similar la situación de los fondos de inversión cerrados, y designe agentes de retención a las empresas administradoras de los fondos, por los impuestos a las rentas de las Personas Físicas (IRPF) y de los No Residentes (IRNR).

Adicionalmente, resultaría oportuno que el propio decreto reglamentario, especificara las características y los demás elementos que se consideren relevantes, en armonía con la normativa del BCU, de manera de definir y dar certezas jurídicas – en particular sobre el régimen tributario que los alcanza – a los fondos de inversión cerrados, o bien que por oposición, se diera una definición más concreta sobre la subespecie fondos de inversión cerrados de crédito (creados por el artículo 30 de la Ley N° 16.774 en redacción dada por la Ley N° 17.202) dado que la mencionada ley preveía que la reglamentación especificara sus características, situación que nunca llegó a reglamentarse, y de esta forma quedaría definida de una manera residual la especie genérica de fondos cerrados.

Alternativa a la designación de los FIC como agentes de retención: si no se lograra avanzar en el camino propuesto vía un decreto reglamentario que caracterizara a los fondos de inversión cerrados y designara a las administradoras de fondos como agentes de retención de los impuestos de los cuotapartistas (IRPF e IRNR), entendemos que igualmente se podrían utilizar dichos fondos cerrados, en el mismo régimen previsto por la Ley N° 16.774, cómo “figuras transparentes” desde el punto de vista tributario, pero donde los cuotapartistas deberían liquidar sus tributos por sí mismos, dado que no existe una designación específica como agentes de retención; las administradoras de fondos eventualmente deberían indicar, informar, y eventualmente hasta pagar periódicamente por los cuotapartistas en función de los rendimientos generados por cada uno de ellos, pero no están obligados como agentes de retención.

A manera de visualizar mejor esta situación, en una pregunta frecuente de la página web de la propia DGI al respecto del tratamiento de los Fondos de Inversión se indica:

“Pregunta Frecuente N° 6.2.2.1.005

¿Qué es un Fondo de Inversión?, ¿Es contribuyente de IRAE?

Un Fondo de inversión es un patrimonio de afectación independiente integrado por aportes de personas físicas o jurídicas para su inversión en valores u otros activos. No constituye una sociedad, carece de personalidad jurídica y debe ser gestionado por una sociedad administradora de fondos, a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria, para que, por cuenta de los aportantes, realice una adecuada composición de sus activos, considerando riesgos y rendimientos. Son contribuyentes de IRAE los fondos de inversión cerrados de crédito.”

A manera de resumen, reiteramos que no se debería asimilar y confundir la figura de los fondos de inversión cerrados, creados con el fin de invertir en participaciones, acciones o demás activos similares de empresas, con la figura o subespecie prevista de fondos de inversión cerrados de crédito, creados con un objeto específico previsto para la operativa de securitización de un conjunto homogéneo de derechos de crédito, con garantías hipotecarias u otras, de forma similar a la que también se realiza a través de la figuras de fideicomisos u otras sociedades.

Por todo ello entendemos que se perfeccionaría la situación tributaria de todos los fondos de inversión, si logramos caracterizar en un decreto reglamentario la figura genérica de fondo de inversión cerrado o la subespecie de los fondos cerrados de crédito, como forma de separarlos conceptualmente y dar certezas jurídicas a los agentes económicos y a la propia Administración Tributaria, y a partir de la definición o caracterización, nombrar a las empresas administradoras de fondos (AFISA), cómo agentes de retención de los cuotapartistas por los impuestos correspondientes al IRPF y al IRNR, para el caso de los fondos de inversión cerrados, dado que los mismos operan cómo figuras transparentes desde el punto de vista tributario.

Tratamiento tributario por aplicar: reiteramos que la figuras “transparentes” otorgadas a los FIA o FIC, implica que los cuotapartistas serán los contribuyentes de impuestos por los rendimientos obtenidos (y NO los Fondos), según se trate de personas físicas (IRPF – IRNR) o personas jurídicas (IRAE). Asimismo, dichos cuotapartistas tributarán en función de su personería (personas físicas o jurídicas) y en función de los activos que generan los rendimientos del Fondo en consideración, es decir y, por ejemplo, si los rendimientos provienen de:

- i. Intereses de títulos de deuda pública, así como cualquier otro rendimiento de capital o incremento patrimonial, derivados de la tenencia o transferencia de dichos instrumentos, estarán exonerados de IRPF.
- ii. Intereses de obligaciones y otros títulos de deuda, emitidos por entidades residentes a plazos mayores a tres años, mediante suscripción pública y cotización bursátil en entidades nacionales, tributarán IRPF a una tasa del 7%
- iii. Intereses u otros rendimientos de instrumentos privados, sean documentados en ONs, vales, pagarés u otros, tributarán IRPF a la tasa general del 12%.

Reflexiones y recomendaciones de pasos a seguir

A manera de recomendaciones o de como proseguir a partir de este análisis, creemos que el camino a transitar pasa en una primera etapa, de corto plazo, por avanzar en las conversaciones iniciadas con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), de manera de ver las posibilidades concretas de emitir un nuevo decreto reglamentario de la Ley N° 16.774 específico para los fondos cerrados de inversión, de características similares al Decreto 408/012 emitido para los fondos abiertos de inversión.

El nuevo decreto por considerar debería contemplar, a nuestro juicio, dos aspectos relevantes:

- i. La definición y caracterización de los fondos cerrados de inversión, en armonía con la referida Ley N° 16.774 y las normas emitidas por el BCU³⁶. Esta definición se podría dar de dos formas con las mismas consecuencias: 1) de manera propositiva adoptando la misma definición establecida en las normas del BCU; 2) hacerlo por oposición

36. Circular BCU N° 2327 el 27 de junio de 2019. Se consideran **fondos de inversión abiertos** aquellos en que la emisión de cuotapartes podrá incrementarse o disminuir en forma continua, conforme a su suscripción debido a los rescates producidos.

Son **fondos de inversión cerrados**, los que se constituyen con una cantidad máxima de cuotapartes, y las mismas, una vez colocadas, no pueden ser rescatadas hasta la fecha de disolución de este o el cumplimiento del objetivo específico que se estableciera en el reglamento del fondo. En su denominación deberán incluir, a efectos de una adecuada información a los inversores, el aditamento “cerrado” y el objetivo especial para el cual fue creado.

a los fondos de inversión cerrados de crédito establecidos en el artículo 30 de la Ley N° 16.774, de manera de aislar únicamente a éstos, dado su tratamiento tributario que los incluye como sujetos pasivos de IRAE por definir la totalidad de sus rentas como empresariales.

- ii. La designación de las empresas administradoras de los fondos de inversión (AFISA) como agentes de retención de los Impuestos a las Rentas de las Personas Físicas (IRPF) y de los No Residentes (IRNR).

Creemos que esta instancia es clave para definir la situación de los FIC y dar certezas jurídicas a las AFISA y demás actores, de manera que se pudiera comenzar a utilizar la herramienta de los FIC como instrumento de financiación alternativo para PYMES, en el marco de proyectos que la propia ANDE pueda promocionar en conjunto con otros actores del mercado de capitales.

Para una segunda etapa, de mediano plazo, se podrían analizar con mayor profundidad otros tipos de impactos tributarios a los cuáles hemos referido de manera lateral durante la consultoría, y refieren a la posibilidad de equiparar el tratamiento tributario que se entienda más conveniente para todas las herramientas o vehículos financieros utilizados con el mismo objeto de patrimonios autónomos, es decir, analizar la conveniencia o no, de aplicar figuras transparentes también para los fideicomisos financieros por ejemplo.

En cualquier caso, medidas de esta naturaleza requerirían reformas legales, por lo que necesariamente llevan implícitas otras consideraciones además de las tributarias, como ser de oportunidad y de economía política, y todas ellas se deberán validar con las autoridades del nuevo gobierno del período 2020-2025.

Producto 2

En nuestro sistema tributario encontramos una normativa general, en la Ley N° 16.774, para los Fondos de Inversión (abiertos y cerrados) que establece que los mismos no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos.

Adicionalmente, tenemos una normativa específica para los Fondos Cerrados de Inversión, pero en particular para los denominados Fondos de Inversión Cerrados de Crédito, que establece que los mismos se encuentran alcanzados por los principales impuestos, vale decir, por el Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE), por el Impuesto al Patrimonio (IP), y por el Impuesto al Valor Agregado (IVA). Según el siguiente detalle normativo, veremos que:

1. En el impuesto a las rentas, el IRAE, un impuesto anual que grava las rentas de fuente uruguaya de actividades económicas de cualquier naturaleza establece en el artículo 3° del Título 4 del Texto Ordenado 1996:
Rentas empresariales – Constituyen rentas empresariales:
A) Las obtenidas por los siguientes sujetos, cualesquiera sean los factores utilizados:
...
6. Los fondos de inversión cerrados de crédito.

Asimismo, en el artículo 9 del mismo Título, define:
Sujetos pasivos. – Serán sujetos pasivos:

- ...
E) Los fondos de inversión cerrados de crédito.

2. En el Impuesto al Patrimonio, el artículo 1º del Título 14 Texto Ordenado 1996, se establece:
Sujeto pasivo. – Créase, con destino a Rentas Generales, un impuesto anual que recaerá sobre el patrimonio de:
...
B) Quienes estén mencionados en el artículo 3º del Título 4 del Texto Ordenado 1996, que según lo que vimos en el punto anterior, los fondos cerrados de inversión de créditos se incluyen dentro del referido artículo 3º, en particular el literal A, numeral 6.
3. En el Impuesto al Valor Agregado, el IVA, es un impuesto que grava la circulación interna de bienes, la prestación de servicios dentro del territorio nacional y la introducción de bienes al país. En su artículo 6º del Título 10 del texto Ordenado 1996, se establece:
Sujetos pasivos. – Serán contribuyentes:
...
K) Los fondos de inversión cerrados de crédito.

Por otra parte, y confirmando la inclusión de los fondos cerrados de inversión de crédito en el IVA, la Consulta N° 4.026 de la Dirección General Impositiva de fecha 31/12/2003, se expide respecto de si están alcanzados por el referido impuesto, las transferencias de los créditos del originador del crédito al Fondo de Inversión y los intereses que generen dichos créditos integrantes del Fondo. En tal sentido, la DGI se expresa confirmando, que a partir de la Ley 17.296 del 21/02/2001 en la redacción dada a los artículos 566 al 571, los fondos de inversión cerrados de crédito son designados sujetos pasivos en calidad de contribuyentes del IVA y por tanto el aspecto fundamental queda dilucidado. En particular, expresa el mecanismo de cómo deben computarse el servicio de intereses prestado por el Fondo a efectos de la liquidación del impuesto, y también que a la cesión del crédito por parte del cedente al Fondo le será de aplicación la norma exoneratoria prevista en el artículo 19 del Título 10.

No obstante, y cómo mencionábamos al inicio del Informe, es imprescindible analizar la situación tributaria generada por la Ley N° 16.774 del 27/9/1996 de Fondos de Inversión e Intermediación Financiera, pues en el artículo 1º de la citada ley establece la definición de Fondo de Inversión, y dice que los mismos no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos, según el siguiente detalle (el subrayado es nuestro):

“Artículo 1º (Definición). – Fondo de Inversión es un patrimonio de afectación independiente, integrado por aportes de personas físicas o jurídicas bajo el régimen de la presente Ley, para su inversión en valores y otros activos.

Los Fondos de Inversión no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria, para que, por cuenta de los aportantes, realice una adecuada composición de sus activos, considerando riesgos y rendimientos.

El patrimonio del Fondo no responderá por las deudas de los aportantes, ni de las sociedades administradoras o depositarias.

Los acreedores del Fondo no podrán hacer efectivos sus créditos contra los aportantes, cuya responsabilidad se limita a sus aportaciones.”

Adicionalmente, el artículo 30 de la mencionada ley, en agregado dado por Ley N° 17.202 del 24/09/1999, dentro del Capítulo De los Fondos de Inversión y la Securitización de Activos. Fondos de Inversión Cerrados de Crédito, se establece:

“Artículo 30. (Constitución de los fondos). – Se podrán constituir fondos de inversión cerrados cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, con garantías hipotecarias, cuya titularidad se transmita a favor del fondo.

La reglamentación especificará las características y los elementos que deben reunir los derechos de crédito que sean adquiridos por fondos de inversión cerrados de crédito, pudiendo, asimismo, admitir créditos con modalidades de garantía distintas a la hipotecaria.

Otorgado el contrato y obtenida la aprobación del reglamento, integrarán de pleno derecho el activo y pasivo del fondo los bienes, derechos y obligaciones que se determinen en dicho documento.

Con cargo a estos fondos la sociedad administradora podrá emitir diversas clases de valores, representativos de cuotapartes de condominio o de crédito, o valores mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de copropiedad sobre el remanente. Cuando sólo se emitan valores representativos de crédito, se deberá establecer a quiénes corresponderán los derechos de copropiedad sobre el remanente, si lo hubiera.”

Posteriormente, el Decreto reglamentario 408/012 del 19-12-2012, estableció en su exposición de motivos que (el subrayado y negritas es nuestro):

“VISTO: la actividad desarrollada por los fondos de inversión abiertos en materia de administración de inversiones.

RESULTANDO:

I) que la Ley N° 16.774 dispone que los fondos de inversión abiertos no constituyen sociedades.

II) que la misma norma entiende que carecen de personería jurídica.

III) que por tales motivos no verifican el hecho generador del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas, lo que implica que la renta generada deba ser pagada por los cuotapartistas.

CONSIDERANDO: conveniente simplificar la forma de tributación de los referidos cuotapartistas designando a las empresas administradoras de los fondos de inversión abiertos agentes de retención de los impuestos a las rentas de las Personas Físicas y de los No Residentes.”

Vemos por tanto cómo – sobre los fundamentos de la Ley N° 16.774 – se dejó por fuera del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas, y por tanto también lo estarán del Impuesto al Patrimonio y del IVA, a los fondos de inversión **abiertos**, designándose a partir de ello a las empresas administradoras de fondos de inversión abiertos cómo agentes de retención del impuesto a la renta de las Personas Físicas (IRPF) y de los No Residentes (IRNR).

Esta situación ha permitido – desde el punto de vista tributario – que los fondos de inversión **abiertos** operen de forma transparente y sin tributar impuestos en cabeza propia, siendo los distintos actores involucrados quiénes tributen por sus actividades, servicios o rentas. Creemos que esta situación, sin ser definitiva, ha contribuido a dinamizar el mercado de fondos abiertos de inversión o al menos minimizar obstáculos para su mejor desarrollo.

Por otra parte el Decreto 408/012 mencionado, nada dice de los fondos cerrados de inversión; creemos por tanto, que sobre esa misma experiencia de los fondos abiertos de inversión, es que debería reglamentarse actualmente la situación tributaria propia de los fondos cerrados de inversión, de manera que, sobre las bases de un diseño que otorgue garantías suficientes sobre la transparencia de los actores involucrados en la operativa y la efectiva tributación de los mismos sin alterar la recaudación general (por sus servicios, rentas o patrimonio), permitan que la “herramienta” fondo de inversión sea efectivamente neutra y transparente, cómo se prevé en la Ley N° 16.774, para de esa forma operar sin obstáculos que encarezcan sus costos de administración y demás costos indirectos, cómo asesoramientos y demás generados en la gestión de riesgos del propio Fondo.

En resumen, a nuestro juicio, la norma original – Ley N° 16.774 – establece que los Fondos de Inversión (**abiertos y cerrados**) no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria; por ende, los mismos carecen de personería jurídica y por tales motivos no verifican el hecho generador del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas, y por tanto de IP e IVA, lo que implica que la renta generada deba ser pagada por los cuotapartistas. Para terminar de perfeccionar el régimen, entendemos oportuno la emisión de un decreto reglamentario, del estilo del existente para los fondos de inversión abiertos, que reglamente de forma similar la situación de los fondos de inversión cerrados, pues entre otras cosas, la ley original no los distingue especialmente.

Por otra parte, existe y seguirá existiendo – que en nada afecta el régimen de fondos de inversión (abiertos y cerrados) – una situación tributaria específicamente prevista y creada por ley – figura nacida por Ley N° 17.202 posterior y adicionada a la N° 16.774– para los fondos de inversión cerrados de crédito, con un objeto específico y tratamiento tributario equiparable a los fideicomisos, y que establece que los mismos se encuentran alcanzados por los principales impuestos.

A manera de cierre, creemos que no se debe asimilar y confundir la figura de los fondos de inversión cerrados, creados con el fin de invertir en participaciones, acciones o demás activos similares de empresas, con la figura prevista de fondos de inversión cerrados de crédito, creados con un objeto específico previsto para la operativa de securitización de un conjunto homogéneo de derechos de crédito, con garantías hipotecarias u otras, de forma similar a la que también se realiza a través de la figuras de fideicomisos.

Régimen tributario de los fideicomisos Financieros

En el régimen tributario previo a la Reforma Tributaria los fideicomisos que no fueran considerados empresas (por su actividad que combinara capital y trabajo) no eran tratados como contribuyentes de impuestos, y se consideraban figuras “transparentes” de forma similar a la prevista para los Fondos de inversión.

En 2007 tratamiento tributario de la figura de los fideicomisos cambia radicalmente con la entrada en vigor de la Ley N° 18.083 de Reforma Tributaria. A partir de esta normativa, actualmente vigente, se consideran rentas empresariales cualesquiera sean los factores productivos utilizados para su obtención, incluyendo a las obtenidas por los fideicomisos – con la única excepción de los de Garantía – y designándoselos como sujetos pasivos del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas (IRAE), del Impuesto al Patrimonio (IP) y del Impuesto al Valor Agregado (IVA).

No obstante, esta situación de marco normativo, presentamos a Uds. las posibles excepciones al régimen general, que afectan la tributación de los fideicomisos Financieros:

1. Deducción de los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso financiero a efectos de su liquidación del Impuesto al Patrimonio (IP):

- a. De oferta pública: el pasivo es deducible siempre que verifiquen condiciones del literal E) del artículo 15 del Título 14 T.O.96
- b. Privado: en principio es un pasivo no deducible, excepto que los títulos sean nominativos y que sus tenedores sean organismos estatales o fondos de ahorro previsional, situación prevista al final del literal E) del referido artículo 15.

“Título 14, Artículo 15º.- El patrimonio de las personas jurídicas, de las personas jurídicas del exterior y el afectado a actividades comprendidas en el Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE), se avaluarán, en lo pertinente, por las normas que rijan para dicho impuesto.

El valor de los inmuebles urbanos y suburbanos, a excepción de los que sirven de asiento a explotaciones industriales o comerciales realizadas directamente por sus propietarios, se computará por el mayor entre el valor real y el determinado conforme a las normas aplicables para la liquidación del IRAE, vigente al cierre del ejercicio.

El valor de los bienes inmuebles rurales se computará:

A) En el caso de las entidades comprendidas en el artículo 52 de este Título, por el mayor valor entre el determinado de acuerdo al inciso tercero del literal A) del artículo 9º de este Título y el determinado de conformidad con las normas aplicables para la liquidación del IRAE.

B) Para las restantes entidades, el mismo se determinará conforme al inciso tercero del literal A) del artículo 9º citado. Los bienes muebles del equipo industrial directamente afectados al ciclo productivo y que se adquieran con posterioridad al 1º de enero de 1988, se computarán por el 50% (cincuenta por ciento) de su valor fiscal.

Facúltese al Poder Ejecutivo a conceder a las industrias manufactureras y extractivas una deducción complementaria de hasta el 25% (veinticinco por ciento) del patrimonio ajustado fiscalmente, en función de la distancia de su ubicación geográfica con respecto a Montevideo.

Sólo se admitirá deducir como pasivo:

A) El promedio en el ejercicio de los saldos a fin de cada mes de las deudas contraídas en el país con:

- 1. Los Bancos públicos y privados.*
- 2. Las Casas Financieras.*
- 3. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito comprendidas en el artículo 28 del Decreto-Ley Nº 15.322, de 17 de setiembre de 1982.*
- 4. Las empresas cuya actividad habitual y principal sea la de administrar créditos interviniendo en las ventas de bienes y prestaciones de servicios realizadas por terceros, o la de realizar préstamos en dinero, cualquiera sea la modalidad utilizada a tal fin.*
- 5. Los fondos de inversión cerrados de crédito.*

6. *Los fideicomisos, con excepción de los de garantía. Las entidades acreedoras mencionadas en el inciso anterior deberán entregar al deudor anualmente una constancia de los referidos saldos, dentro de los 90 días de la fecha de determinación del patrimonio.*

B) Las deudas contraídas con Estados, con organismos internacionales de crédito que integre el Uruguay, con la Corporación Nacional para el Desarrollo y con instituciones financieras estatales del exterior para la financiación a largo plazo de proyectos productivos.

C) Las deudas contraídas con proveedores de bienes y servicios de todo tipo, salvo préstamos, colocaciones, garantías y saldos de precios de importaciones, siempre que dichos bienes y servicios se destinen a la actividad del deudor.

Las deudas a que refiere este literal, cuyo acreedor sea una persona de Derecho Público no contribuyente de este impuesto, no serán deducibles.

D) Las deudas por tributos y prestaciones coactivas a personas públicas no estatales, cuyo plazo para el pago no haya vencido al cierre del ejercicio.

E) Las deudas documentadas en debentures u obligaciones, siempre que su emisión se haya efectuado mediante suscripción pública y que dichos papeles tengan cotización bursátil. Las deudas emitidas a partir de la vigencia de esta ley documentadas en obligaciones, debentures y otros títulos de deuda, siempre que en su emisión se verifiquen simultáneamente las siguientes condiciones:

1. Que tal emisión se haya efectuado mediante suscripción pública con la debida publicidad de forma de asegurar su transparencia y generalidad.

2. Que dichos instrumentos tengan cotización bursátil.

3. Que el emisor se obligue, cuando el proceso de adjudicación no sea la licitación y exista un exceso de demanda sobre el total de la emisión, una vez contempladas las preferencias admitidas por la reglamentación, a adjudicarla a prorrata de las solicitudes efectuadas.

Asimismo serán deducibles las deudas documentadas en los instrumentos a que refiere el presente literal, siempre que sean nominativos y que sus tenedores sean organismos estatales o fondos de ahorro previsional (Ley N° 16.774, de 27 de setiembre de 1996)."

2. Fideicomiso financiero que emite certificados de participación:

- a. De oferta pública: exoneración del Impuesto al Patrimonio (IP) por un período de hasta 5 años, por la parte que se suscriba públicamente en Bolsa. Se le da el mismo tratamiento que a las sociedades anónimas que cotizan en Bolsa.

“Título 14, Artículo 41º bis. – Facúltese al Poder Ejecutivo a exonerar total o parcialmente del Impuesto al Patrimonio, el patrimonio de las sociedades y de los fideicomisos financieros que realicen suscripciones públicas en bolsa de acciones o de certificados de participación. Dicha exoneración podrá otorgarse hasta por cinco ejercicios fiscales. En caso de ejercerse la facultad a que refiere el inciso anterior y durante el período que se aplique la exoneración, la tenencia de tales acciones o certificados de participación se considerará activo gravado a los efectos del cálculo del pasivo computable para la determinación del patrimonio gravado.
Fuente: Ley 18.627 de 2 de diciembre de 2009, artículo 137º.
Ley 18.719 de 27 de diciembre de 2010, artículo 826º.”

“Decreto 30/015, ARTÍCULO 35.- Entidades que cotizan en bolsa. Exoneración. Exonerase parcialmente del Impuesto al Patrimonio por cinco ejercicios fiscales, el patrimonio de las sociedades que realicen suscripciones públicas de acciones en bolsa. El primer ejercicio en que aplicará la exención será el de la propia suscripción.
El porcentaje del patrimonio a exonerar estará dado por el cociente entre el valor nominal de las referidas acciones y el total del capital integrado. Para realizar dichos cálculos se tomarán en cuenta las primas de emisión.
Las exoneraciones previstas en el presente artículo serán aplicables en las mismas condiciones al patrimonio de los fideicomisos.”

3. Fideicomisos públicos o del Estado quedan exonerados de todo tributo, sujeto a las siguientes condiciones:

- Integración exclusiva con los activos provenientes de organismos del Estado.
- Si fueran partidas en efectivo, tienen que originarse en la ejecución del Presupuesto Nacional.
- En caso de que sean créditos deben estar comprendidos en la inmunidad impositiva, es decir que quedan fuera los créditos por servicios.

“Ley 18719 (Presupuestal), ARTÍCULO 833.- Los fideicomisos que sean constituidos o estructurados, exclusivamente por la cesión de créditos de organismos del Estado, las transferencias financieras originadas en la ejecución del Presupuesto Nacional, así como por los bienes muebles e inmuebles que por donación, herencia o cualquier otro título hubieran recibido dichos organismos, estarán exonerados de toda obligación tributaria que recaiga sobre su constitución, su actividad, sus operaciones, su patrimonio y sus rentas. Dichos créditos deberán provenir de actividades comprendidas en la inmunidad impositiva a que refiere el artículo 463 de la Ley N° 16.226, de 29 de octubre de 1991.”

4. Los fideicomisos de créditos homogéneos tributan el Impuesto al Patrimonio (IP) a una tasa del 2,8% y no tienen restricciones en la deducción de pasivos (ídem tratamiento que los Bancos y Administradoras de crédito).

“Título 14 Artículo 16º.- Las referencias contenidas en este Título relativas a Bancos y Casas Financieras se extenderán a las empresas cuya actividad habitual y principal sea la de administrar créditos.

interviniendo en las ventas de bienes y prestaciones de servicios realizadas por terceros, o la de realizar préstamos en dinero, cualquiera sea la modalidad utilizada a tal fin.

No estarán comprendidas en las disposiciones de este artículo las asociaciones y las cooperativas de cualquier naturaleza, con excepción de las de ahorro y crédito comprendidas en el artículo 28º del Decreto Ley Nº 15.322, de 17 de setiembre de 1982 y aquellas cuyo monto total de monto administrado supera las UR 150.000 (unidades reajustables ciento cincuenta mil).”

5. Los fideicomisos de recuperación de créditos del BROU tienen una exoneración específica de renta y patrimonio. Tributan IVA.

“Decreto 208/007 Artículo 25

Exonérese de impuestos a los Fondos de Recuperación de Patrimonios Bancarios, creados en virtud de lo dispuesto por el artículo 16 de la Ley Nº 17.613, de 27 de diciembre de 2002 y a los fideicomisos de los que sea titular el Banco de la República Oriental del Uruguay. Dicha exoneración no comprende al Impuesto al Valor Agregado.”

6. Resto de los fideicomisos financieros tributan Impuesto al Patrimonio (IP) a la tasa general del 1,5%.

“Título 14 - Artículo 45º.- Tasas. - Las tasas del impuesto se aplicarán sobre el patrimonio gravado según la siguiente escala:

A) Las personas físicas, núcleos familiares y sucesiones indivisas:

1) Por hasta 1 vez el mínimo no imponible de sujeto pasivo.....	0,70%
2) Por más de 1 vez y hasta 2 veces	1,10%
3) Por más de 2 y hasta 4 veces.....	1,40%
4) Por más de 4 y hasta 6 veces.....	1,90%
5) Por más de 6 y hasta 9 veces.....	2,00%
6) Por más de 9 y hasta 14 veces.....	2,45%
7) Por el excedente	2,75%

A partir del año 2008, las tasas correspondientes a las escalas 6) a 7) se reducirán en un 0,25% anual. Dicha reducción no podrá determinar una tasa inferior al 2% en los ejercicios comprendidos entre el año 2008 y el año 2010 inclusive. A partir del año 2011, las tasas correspondientes a las escalas 2) a 7) se reducirán en un 0,20% anual. Dicha reducción no podrá determinar una tasa inferior al 1% en los ejercicios comprendidos entre el año 2011 y el año 2015 inclusive. A partir del año 2016, las tasas correspondientes a las escalas 1) a 7) se reducirán en un 0,10% anual. Dicha reducción no podrá determinar una tasa inferior al 0,10%. En el caso de los sujetos no residentes que no tributen el Impuesto a las Rentas de los No Residentes, el abatimiento de tasas a que refieren los incisos anteriores tendrá como límite inferior la alícuota del 1,5%.

B) Las obligaciones y debentures, títulos de ahorro y otros valores similares emitidos al portador: 3,5%

C) Las personas jurídicas contribuyentes, cuya actividad sea Banco, Casa Financiera o se encuentren comprendidas en el artículo 16: 2,8%

D) Los restantes contribuyentes: 1,5%”

ANEXO 2



INFORME PRESELECCIÓN EMPRESAS MEDIANAS EN URUGUAY ELABORADO POR ANDE INFORME PRESELECCIÓN EMPRESAS MEDIANAS EN URUGUAY

I. Objetivo y Alcance:

En el marco del proyecto, impulsado por ANDE en cooperación con CAF, para que las pymes de Uruguay accedan a financiamiento a través del Mercado de Valores, se está trabajando en el diseño de un fondo de inversión cerrado (FIC).

En el diseño de este vehículo financiero es de gran relevancia analizar las características de las pymes del Uruguay que participarán del mismo, en particular las empresas medianas que son a las que en una primera instancia focalizaremos. Con el objetivo de poder preseleccionar las empresas con ciertas características que las haga atractivas para los inversores (razón social, ratios económico/financieros, endeudamiento en el sistema financiero uruguayo y clasificación crediticia en el mismo).

En el presente documento se resume el proceso de selección de las empresas: las bases utilizadas como inputs, los criterios de selección realizados, así como un análisis a nivel agregado de las empresas seleccionadas.

II. Características generales de empresas medianas en Uruguay:

El sector de micro, pequeñas y medianas empresas de Uruguay, se define por el Decreto N° 504/0076 Art. 8, en el cual se establece una categorización de las unidades económicas entorno al personal ocupado y la facturación anual siguiendo de los parámetros que se presentan a continuación:

Tipo de empresa	Personal ocupado	Facturación anual en UI
Microempresa	1 a 4 personas	2.000.000
Pequeña empresa	5 a 19 personas	10.000.000
Mediana empresa	20 a 99 personas	75.000.000

Según la Base de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) al 31/12/2018 hay un total de 185.901 empresas registradas a la fecha.

Si analizamos la cantidad de empresas según su categorización por tamaño de empresa, se segmentan de la siguiente forma:

Tamaño	Cantidad	%
Microempresa	153.388	83%
Pequeña empresa	23.809	13%
Mediana empresa	7.219	4%
Grande empresa	1.484	1%
(en blanco)	1	0%
TOTAL	185.901	100%

De las 185.901 empresas identificadas por el INE, 7.219 son empresas categorizadas como medianas según Decreto antes mencionado, lo cual representan un 4% del total de empresas en Uruguay.

Considerando datos de la Encuesta nacional de mipymes del MIEM edición 2017³⁷ algunas de las características descritas en la encuesta para las empresas clasificadas como medianas y que consideramos relevante a conocer son:

- 75 % de las empresas iniciaron actividad con capital propio, el 14% con préstamo de Bancos y 9 % con préstamos familiares.
- 78 % de las empresas tienen personería jurídica S.A o S.R.L.
- Alto grado de formalidad.
- El 51% de las empresas cuentan con local propio.
- 80 % son dirigidas por hombres, con edad promedio de 53 años.
- Grado educativo incrementa con el tamaño de la empresa, un 43% de los dueños de empresas medianas tienen un grado educativo terciario o universitario.
- La experiencia incrementa con el tamaño de la empresa, un 49% de los dueños de empresas medianas tuvieron otra empresa antes.
- La media de empleados contratados es de 43.
- Generan el 22% del empleo del país, mientras que las micro general el 51%.
- La relevancia del Estado crece conforme aumenta el tamaño de las empresas. En 2017 el 22 % de las micro, el 40 % de las pequeñas y el 54 % de las medianas le vendieron a algún organismo del Estado.
- 90% tienen algún programa informático y el 70% innovó en los últimos 2 años.
- Hubo un aumento de la antigüedad de 2 años en las empresas medianas.
- Existe un alto grado de asociatividad.

III. Proceso de Preselección de empresas medianas

Se detallará a continuación las bases de datos e información utilizada para realizar la preselección de empresas, así como los criterios utilizados.

Nos referimos a preselección ya que la selección específica de las empresas la realizará las AFISAS en el diseño de los fondos, que, por tamaño, facturación, sectores de actividad, antigüedad u cualquier otra característica identificará las empresas a participar en el fondo de inversión.

37. https://www.miem.gub.uy/sites/default/files/encuesta_nacional_de_mipymes_industriales_y_de_servicios_2017_0.pdf

III | 1 Bases de datos utilizadas para la preselección de empresas medianas:

Con el objetivo de desarrollar una base de datos de empresas medianas susceptibles de ser financiadas a través del mercado de valores se relevaron los distintos medios de acceso a información pública de empresas en Uruguay.

Para el análisis se utilizan las siguientes bases de datos:

1. Base de datos del INE al 31/12/2018 (INE_2018) con el listado de empresas.
2. Herramienta Lince – Exante con información de estados financieros
3. Balances online de la Auditoría Interna de la Nación (AIN).
4. Consultas online en Central de Riesgo BCU.

1. Base de datos del INE al 31/12/2018.

El INE a través del instrumento Directorio de Empresas y Establecimientos que tiene por objetivo identificar el universo de las unidades productivas del país dispone del listado de empresas de Uruguay.

Para nuestro análisis utilizaremos del listado de Registro Único Tributario (RUT) y el tramo mipymes (categorización por tamaño de las empresas).

2. Base de datos Herramienta Lince - Monitor de Estados Financieros de Exante

Lince es una herramienta desarrollada por Exante que sistematiza información histórica de los estados financieros de empresas disponibles públicamente en la Auditoría Interna de la Nación y en bases de datos de comercio exterior. Es de utilidad para poder realizar análisis financieros de forma eficiente a nivel de empresas e industrias. Así como también, poder realizar análisis comparativos por sector de actividad y entre empresas.

La herramienta contiene al 19/03/2020 un total de 1.923 empresas cargadas con la información de la AIN, esta información se sistematiza en 51 variables y ratios, tales como: ventas anuales, EBITDA, ROA, ROE, Resultados operativos, Patrimonio, Capital de trabajo, Activos/Patrimonio, Disponibilidades, entre otros. La herramienta cuenta con actualizaciones mensuales notificadas por Exante.

3. Balances online de la Auditoría Interna de la Nación (AIN).

Con el fin de ampliar la base de datos de Lince de las empresas preseleccionadas accedimos a descargar la información de estados financieros de forma online disponible en la página de la AIN. Una vez descargados los Balances se incorporó esta información a Lince.

4. Consultas online Central de Riesgos BCU:

Con el fin de disponer de información sobre comportamiento financiero de las empresas preseleccionadas analizamos si las mismas participan en el sistema financiero, que nivel de endeudamiento tiene, la deuda vencida y vigente y las clasificaciones crediticias por institución bancaria.

III | 2 Criterios de Preselección de empresas medianas

Sobre la última Base de datos de INE (año 2018) se consideraron las 7.219 empresas medianas de todo el territorio nacional con el objetivo de preseleccionar empresas susceptibles de participar en un FIC.

Para esto, se aplican los siguientes filtros:

1. Razón Social.
2. Disponibilidad de Balance en AIN.
3. Análisis económico/financiero, según información adquirida de Balances AIN.
4. Análisis del endeudamiento y clasificación crediticia en el sistema financiero uruguayo.

A continuación, se detalla en forma simplificada el proceso realizado para la preselección de las empresas medianas:

En primera instancia, se seleccionan solo a las empresas que tienen como personaría jurídica Sociedad Anónima (SA) o Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL), quedando seleccionadas 5.580 empresas.

En segundo lugar, se seleccionan aquellas empresas que tienen disponible su balance en la central electrónica de balances de la AIN, ya que, en estos casos se puede realizar un análisis económico y financiero.

Luego de aplicar este filtro, obtuvimos una base de 1.566 empresas que cuentan con balance en AIN con información económica/financiera disponibles (en LINCE).

De las 1.566 empresas que contaban con la información detallada del Balance le aplicamos los filtros específicos 3) y 4), llegando a una muestra final de 334 empresas que se analizarán en los capítulos posteriores.

A continuación, se detallan cualitativa y cuantitativamente, los filtros realizados a las bases de empresas medianas:

1. Primer criterio de selección – Razón social:

En este primer filtro, partimos de la Base de INE de 7.219 y eliminamos las empresas cuya razón social no es SRL o SA, quedando así una primera selección de 5.580 empresas.

2. Segundo criterio de selección-Disponibilidad de Balance en AIN:

En este segundo criterio se busca identificar que porción de las 5.580 cuentan con Balance disponible en AIN para poder realizar análisis económicos y financieros de estas empresas. Contando con 1.566 empresas que cumplen con esta condición.

3. Tercer criterio de selección-Análisis económico y financiero:

En este punto se aplicaron criterios adicionales de selección con el objetivo de continuar segmentando la base de empresas, buscando aquellas con características atractivas para la estructuración del fondo de inversión cerrado (FIC).

Los filtros aplicados fueron los siguientes:

Filtros específicos análisis económico y financiero:

- (1) Ventas entre 1MM y 9MM
- (2) Resultado Neto positivo en el ejercicio informado
- (3) Patrimonio positivo en el ejercicio informado
- (4) EBITDA positivo
- (5) Capital de trabajo positivo
- (6) EBITDA mayor de USD 100 mil o que represente más del 10% sobre ventas.
- (7) Patrimonio mayor o igual a 500 mil
- (8) Resultado operativo positivo
- (9) activo/patrimonio positivo
- (10) Disponibilidades positivas

4. Cuarto criterio de selección- Análisis del endeudamiento y clasificación crediticia en el sistema financiero uruguayo:

Para este criterio se aplican nuevos filtros con el objetivo de continuar con la segmentación de empresas medianas en la conformación de la base de datos de empresas candidatas para el Fondos de Inversión Cerrado, y preseleccionando de esta forma, aquellas empresas que tienen endeudamiento en el sistema financiero, con buena clasificación crediticia y comportamiento.

Los filtros utilizados fueron los siguientes:

Filtros específicos Análisis del endeudamiento y clasificación crediticia:

- (11) Operar en el sistema financiero de Uruguay
- (12) Total de endeudamiento Central de Riesgos sea mayor o igual a USD30mil
- (13) Deuda Vigente
- (14) Clasificación BCU³⁸ igual a 1C, 2A o 2B.

Luego de aplicar todos estos filtros a las 1.566 empresas que contaban con la información detalladas de AIN, segregamos 334 empresas que pasaron ambos filtros.

38. - Categoría 1A - Operaciones con garantías autoliquidables admitidas
- Categoría 1C - Deudores con capacidad de pago fuerte
- Categoría 2A - Deudores con capacidad de pago adecuada
- Categoría 2B - Deudores con capacidad de pago con problemas potenciales
- Categoría 3 - Deudores con capacidad de pago comprometida
- Categoría 4 - Deudores con capacidad de pago muy comprometida
- Categoría 5 - Deudores irrecuperables

En la siguiente tabla se resumen los filtros que fueron aplicados:

Base INE	7.219
1. Razón Social	-1.639
Empresas SRL o SA	5.580
2. Disponibilidad de Estados Financieros	-4.014
Empresas con Estados Financieros disponibles	1.566
3. Análisis económico/financiero	-1.053
Empresas con análisis económico y financiero	513
4. Análisis sistema financiero	-179
Empresas con análisis sistema financiero	334
TOTAL EMPRESAS DESPUÉS DE TODOS LOS FILTROS	334

IV. Análisis empresas preseleccionadas:

Principales características de las empresas seleccionadas:

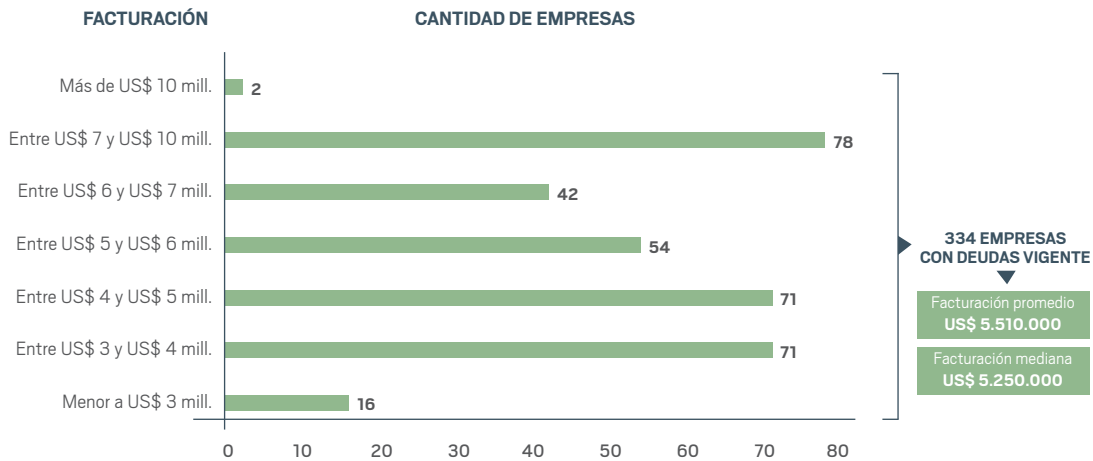
Entendemos que las 334 empresas medianas seleccionadas bajo los criterios antes descriptos son empresas que cumplen con características necesarias y atractivas para financiarse a través del mercado de valores. Conformando así la base de datos de empresas preseleccionadas candidatas a participar del primer fondo de inversión cerrado.

Se detallan algunas de las variables de la base de datos detallando el mínimo, máximo, promedio y mediana de cada una de ellas:

	Ventas_US \$ (millones)	EBITDA (millones)	EBITDA % (millones)	ROA (%)	ROE (%)	Resultado Operativo (% Ventas)	Resultado No Operativo (% Ventas)	Activos (miles)
MIN	1,1	0,2	2%	1%	1%	1%	-33%	675
MAX	8,9	4,2	94%	76%	95%	84%	27%	40.042,00
PROMEDIO	5,5	0,68	13%	16%	19%	11%	-1%	4.203,00
MEDIANA	5,25	0,5	10%	13%	15%	8%	-0,8%	3.396,00

	Patrimonio (miles)	Resultado Neto (miles)	Resultado No Operativo	Resultado Operativo	Capital de Trabajo	Activo / Patrimonio	Disponibilidades	Deuda Vigente en BCU
MIN	509	9	-1.235,00	36	21	1	1	30.605
MAX	16.088,00	2.059,00	1.492,00	3.318,00	12.591,00	9,1	3.429,00	19.131.891
PROMEDIO	2.526,00	411	-65	571	1.554,00	1,88	310	820.517
MEDIANA	1.986,00	294	-43	439	1.222,00	1,6	172	444.170

En el cuadro siguiente, se observa los distintos niveles de facturación de las empresas preseleccionadas, destacando que el promedio de facturación es USD 5.510.000, observando que 120 de ellas facturan entre USD 6 millones y USD 10 millones.

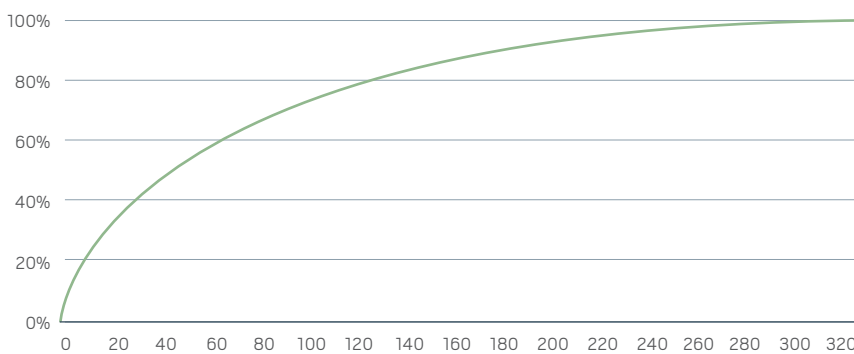


Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020.

Análisis crediticio-central de riesgo BCU

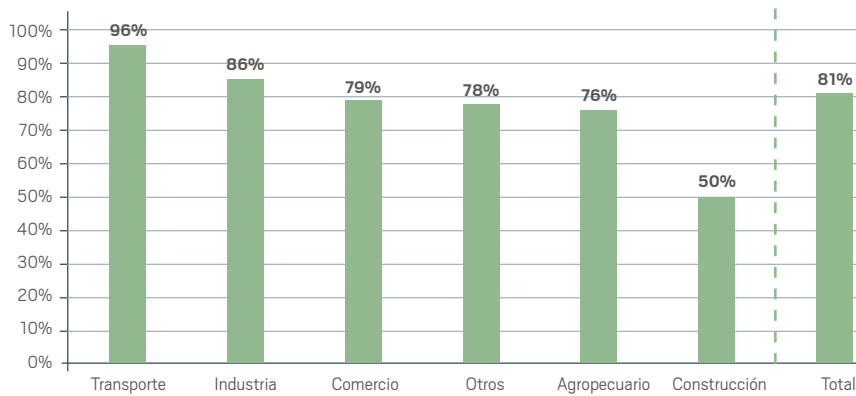
De la muestra analizada, las 334 empresas presentaban deuda vigente con la siguiente composición por tramo de endeudamiento:

CONCENTRACIÓN DE LA DEUDA VIGENTE. EN % DEL TOTAL



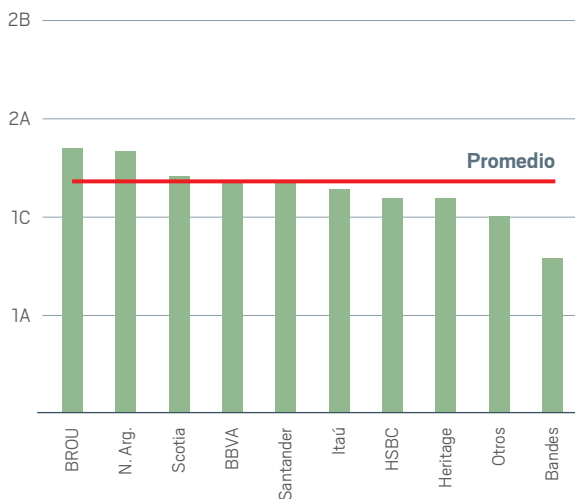
Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020.

GRADO DE DOLARIZACIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD

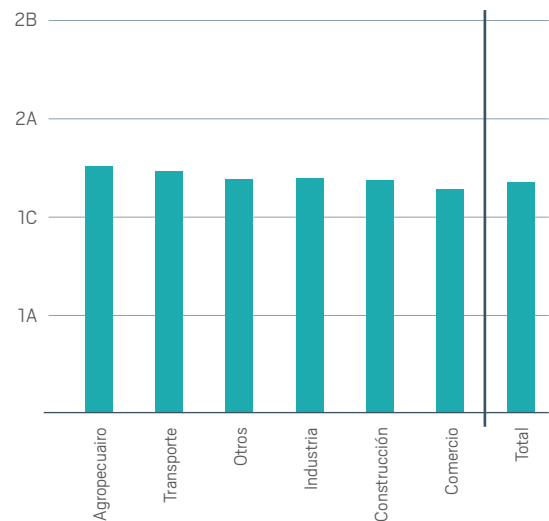


Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Febrero 3 del 2020

RIESGO PROMEDIO ASUMIDO POR INSTITUCIÓN



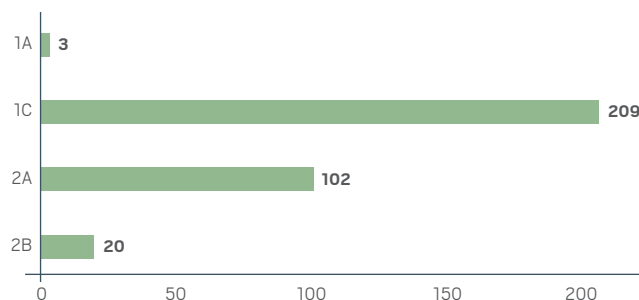
RIESGO PROMEDIO SEGÚN SECTOR



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

El riesgo promedio según sector nos muestra claramente que el sector agropecuario y transporte son los sectores de mayor riesgo. En relación con la distribución de las empresas por su calificación crediticia, más del 60% de las firmas de la muestra que presentan deuda vigente ostentan una calificación promedio de 1C.

CANTIDAD DE EMPRESAS POR CALIFICACIÓN CREDITICIA PROMEDIO



Fuente: Análisis Central de Riesgos de empresas seleccionadas, Exante. Mayo 11 del 2020

Las principales conclusiones de las 334 empresas medianas son:

- Participan activamente en el sistema financiero.
- No presentan deuda vencida en el sistema financiero.
- La mediana de facturación es de USD 5.250.000 anuales.
- 10 empresas concentran el 22% del endeudamiento vigente de la muestra, mientras que 46 acumulan la mitad.
- La muestra abarca empresas de todos los grandes sectores de actividad.
- El rubro comercial representa casi la mitad de las empresas y de la deuda vigente total de la muestra.
- Los subsectores “comercio mayorista en el agro”, “otros servicios” y “otros mayoristas” engloban más del 40% de la deuda vigente de la muestra.
- Las empresas presentan una calificación promedio entre 1C y 2A.

ANEXO 3



1. Ley 16.774 de Fondos de Inversión del 27 de septiembre de 1996

En Uruguay los fondos de inversión están normados por la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de septiembre de 1996. En el Artículo 1 (Definición), esta Ley establece de manera precisa que un “Fondo de Inversión es un patrimonio de **afectación independiente**, integrado por aportes de personas físicas o jurídicas bajo el régimen de la presente ley, para su inversión en **valores y otros activos**.”

Los aspectos mencionados respecto a ser un patrimonio de afectación independiente son fundamentales e importantes desde el punto de vista tributario (como se verá más adelante), pues al ser integrado por aportes de personas, genera implicaciones tributarias para las mismas. Esto es más evidente cuando el mismo Artículo 1 establece también que “Los Fondos de Inversión no constituyen sociedades, **carecen de personalidad jurídica** y deben ser gestionados por una **sociedad administradora de fondos**” (una AFISA en nuestro caso), “a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria, para que, por cuenta de los aportantes, realice una adecuada composición de sus activos, considerando riesgos y rendimientos.”

Respecto a la inversión de los fondos de inversión en valores y otros activos, queda evidente la posibilidad de que éstos puedan invertir en obligaciones negociables, pagarés, vales u otros similares de renta fija, emitidos por pymes, siempre que se cumplan los requisitos establecidos por la SSF en la normativa vigente.

En el Artículo 9 (Independencia de los Fondos). – se establece que la AFISA “podrá administrar varios Fondos de Inversión, debiendo en todo caso asegurar la total independencia patrimonial de cada Fondo. A tales efectos deberá adoptar las medidas necesarias incluyendo contabilidades separadas.” De igual manera “las operaciones relativas al patrimonio de la sociedad administradora también se contabilizarán separadamente de las de cada Fondo.”

Un aspecto importante que ha surgido de conversaciones con el BCU es que los FIC deberán contemplar un reglamento propio que cumpla lo establecido en los artículos 15 y 16 de esta Ley.

El Artículo 15 (Autorización y reglamento del Fondo), indica que “la autorización de cada Fondo de Inversión será solicitada por la AFISA al BCU, presentando el reglamento del Fondo.”

El reglamento es elaborado por la AFISA y regirá las relaciones entre la misma y todos los inversionistas (cuotapartistas). “Una vez aprobado el reglamento se entenderá automáticamente autorizado el Fondo.”

En el Artículo 16 (Contenido del reglamento del Fondo), se establece las características fundamentales que regirán la creación y el funcionamiento del FIC. El reglamento del Fondo deberá contener:

- a. El plazo de duración del Fondo, el cual podrá ser ilimitado. Esto es fundamental dado que emitirá valores de renta variable, por lo que al igual que una empresa emisora de acciones, las cuotas no tienen obligación de tener plazo.
- b. La especificación de si el Fondo tendrá un monto máximo.
- c. El valor nominal y, si fuera el caso, la cantidad de cuotapartes, indicando si se solicitará su cotización en algún mercado de valores. En nuestro caso deberá ser la BVM o el BEVSA.
- d. La política de inversiones, indicando el tipo o tipos de activos en que se propone invertir y las metas propuestas. En nuestro caso se debe especificar claramente que se invertirá en ON, vales o pagarés u otros similares de pymes que han sido emitidos bajo el régimen de oferta privada y fuera del mercado de valores.
- e. Los procedimientos de emisión y reembolso o rescate, especificando, si los hubiere, plazos y condiciones para los mismos.
- f. Normas para la dirección, administración y representación del Fondo.
- g. Criterios para la determinación de los resultados y su distribución entre los cuotapartistas.
- h. Requisitos para la modificación del Reglamento.
- i. Normas para la disolución y liquidación del Fondo.
- j. Régimen de comisiones y gastos por administración, custodia y otros servicios, si los hubiere, con expresión de sus límites.

El artículo 19 (Valuación), es un tema importante. El BCU podrá fijar normas o criterios de valuación de las cuotapartes a los efectos de su suscripción o su rescate. Este aspecto está más elaborado en la RNMV más adelante.

El Artículo 21 (Integración de las carteras), es uno de los más importantes para nuestros propósitos, pues en este se establece en qué tipo de valores o activos podrán invertir los fondos de inversión en Uruguay. De manera específica este artículo indica:

“Art. 21. - (Integración de las carteras) Los activos de los Fondos de Inversión podrán estar compuestos por:

- a) Valores inscriptos en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.
- b) Valores públicos nacionales o extranjeros.
- c) Depósitos a la vista o a plazo fijo en empresas de intermediación financiera.
- d) Valores emitidos y cotizados en mercados oficiales de terceros países, y que hayan sido autorizados por el órgano competente de dicho país.

e) Otros activos y valores que autorice el Banco Central del Uruguay.”

Nosotros proponemos que, apelando al inciso e) los **FIC inviertan en ON, vales, pagarés, letras de cambio o similares de ofertas privadas**. Hoy se permite a los fondos de inversión en Uruguay invertir en ofertas privadas en el extranjero ¿Por qué no permitirlo en Uruguay? Esa pregunta fue materia de conversación y análisis del BCU.

En fecha 23 de diciembre del 2019, ANDE emitió una nota de consulta al BCU sobre si en el mencionado inciso e) se contemplarían las ON, pagares, letras de cambio y vales de oferta privada. A lo que el BCU respondió que, “dada la discrecionalidad del Banco Central del Uruguay, no quedan excluidos los valores por usted mencionados per se. Sin embargo, vía consulta normativa no podemos anticipar la decisión de autorizar o no los mismos, la que dependerá de la información que se aporte en el trámite correspondiente.”

La respuesta es importante pues queda viabilizada la posibilidad de que los FIC adquieran ON, vales, pagarés, letras de cambio o similares de ofertas privadas. Por su puesto y como sería de esperar, la SSF deberá analizar caso por caso. Es decir, cada trámite de aprobación de reglamento y política de inversión de cada FIC deberá presentarse especificando los valores de oferta privada mencionados, sus características de emisión, adquisición, valuación, liquidación y otras.

El Artículo 22 (Políticas de inversiones), es importante para establecer los criterios en materia de inversiones que tendrá el FIC. Al ser un fondo de inversión orientado a pymes, la política debe ser establecida con la flexibilidad suficiente que permita invertir en la mayor cantidad de pymes a cambio de un nivel de riesgo razonable.

En esa línea, las políticas de inversión deberán establecer, entre otros:

- a. El máximo porcentaje del Fondo que podrá invertirse en valores de una misma pyme.
- b. El máximo porcentaje de valores de una misma pyme que podrá ser adquirido por el FIC.
- c. El porcentaje mínimo de recursos del FIC que deberán invertirse en valores de renta fija de pymes u otros valores.
- d. El máximo porcentaje de depósitos en instituciones de intermediación financiera.

Las políticas de inversión son profundizadas por la RNMV, la cual analizaremos más adelante.

Una característica peculiar de esta Ley de Fondos de Inversión es que no distingue a los fondos cerrados de inversión (FIC) de los fondos abiertos de inversión (FIA).

Lo más cercano que encontramos, es lo que menciona en el Art. 20. “(Rescate) Los cuotapartistas tendrán derecho a exigir el rescate cuando el plazo del Fondo fuere superior a quince años y no cotizare en Bolsa...” quedando claro en ley que un fondo puede o no cotizar en una bolsa de valores.

Podemos deducir que la antigüedad de la mencionada ley ha hecho que muchos aspectos necesarios para el buen funcionamiento de los fondos de inversión no fueron contemplados. Aspecto, que, sin embargo, se salva con la RNMV, que prueba ser un instrumento ágil y necesario para actualizar permanentemente los detalles no tratados por normas de rango legal superior.

2. Ley 17.202 del 24 de septiembre de 1999, modificatoria a la Ley 16.774

Como indicamos, dado que en Uruguay la Ley de Fondos de Inversión 16.774 del 27 de septiembre del 1996, es muy escueta y no tipifica los fondos de inversión en abiertos o cerrados, se debe revisar su ley modificatoria N° 17.202 del 24 de septiembre de 1999, en la cual se introduce la noción de “fondo de inversión cerrado de créditos”, en el ámbito de la securitización de activos (las negrillas son nuestras):

“ARTICULO 30. (Constitución de los fondos). – Se podrán constituir **fondos de inversión cerrados** cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos homogéneos o análogos de **derechos de crédito, con garantías hipotecarias**, cuya titularidad se trasmita a favor del fondo.

La reglamentación especificará las características y los elementos que deben reunir los **derechos de crédito que sean adquiridos** por fondos de inversión cerrados de crédito, pudiendo, asimismo, admitir **créditos con modalidades de garantía distintas** a la hipotecaria.

Con cargo a estos fondos la sociedad administradora podrá **emitir diversas clases de valores, representativos de cuotas partes de condominio o de crédito, o valores mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de copropiedad sobre el remanente.**

Cuando sólo se emitan valores **representativos de crédito**, se deberá establecer a quiénes corresponderán los derechos de copropiedad sobre el remanente, si lo hubiera.

Art. 33. (Transferencia o cesión de créditos). La transferencia o **cesión de los créditos** que se integren a un fondo de inversión cerrado de créditos **en favor de la sociedad administradora** en representación del fondo podrá operarse por alguna de las siguientes formas: ...”

Claramente la Ley N° 17.202 de 1999 se adelanta a la Ley de fideicomisos N° 17.703 de octubre del 2003 introduciendo la “securitización” a través de la figura de un fondo de inversión, cuando en realidad corresponde a la figura del fideicomiso financiero. Lo que la Ley N° 17.202 llama “fondo de inversión cerrado de créditos” en realidad es un patrimonio autónomo (fideicomiso) de cartera de créditos en procesos de securitización, aspecto que debemos tomar en cuenta para no confundir con el tipo de vehículo especial (fondo de inversión) que pretendemos crear.

3. Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV)³⁹ y los Fondos de Inversión.⁴⁰

La RNMV es el cuerpo normativo más importante para efectos de los FIC para pymes que pretendemos desarrollar. Esta norma establece que:

Fondos de inversión abiertos y cerrados

La RNMV establece que:

“ARTICULO 84 (Fondos de inversión abiertos y cerrados).– Se consideran fondos de inversión abiertos aquellos en que la emisión de cuotas partes podrá incrementarse o disminuir en forma continua, conforme a su suscripción en razón de los rescates producidos.

Son **fondos de inversión cerrados**, los que se constituyen con una cantidad máxima de cuotas partes, y las mismas, una vez colocadas, no pueden ser rescatadas hasta la fecha de disolución del mismo o el cumplimiento del objetivo específico que se estableciera en el reglamento del fondo. En su denominación deberán incluir, a efectos de una adecuada información a los inversores, el aditamento “cerrado” y el objetivo especial para el cual fue creado.”

³⁹. Actualizada al 22 de enero del 2020

⁴⁰. La RNMV es una recopilación normativa llevada a cabo por el BCU de manera periódica.

Esta definición clara se complementa con el Artículo 85 (Cotización en una bolsa de valores que establece que cuando se trate de un FIC, “deberá señalarse en forma destacada en la documentación a entregar a los inversores, como asimismo en los prospectos o folletos de emisión, si el fondo cotizará o no sus cuotas partes en una bolsa de valores”).

Aunque la RNMV deja como opcional la cotización en una bolsa de valores, en realidad es un aspecto obligatorio bajo estándares internacionales, siendo esa la diferencia más importante entre un FIC y un FIA. Sugerimos que el FIC de pymes cotice en una bolsa de valores local.

Respecto a la valuación del patrimonio de los FIC, la RNMV establece en su Artículo 155 lo siguiente:

“Artículo 155 (valuación del patrimonio de los fondos). La valuación del patrimonio de los Fondos de Inversión, que reúnan las características previstas en el primer párrafo del artículo 84, deberá realizarse a precio de mercado.

A tales efectos, los valores públicos y privados locales se valuarán aplicando los criterios de valuación establecidos por el Banco Central del Uruguay para las inversiones de los Fondos de Ahorro Previsional, en el Capítulo VII del Título II del Libro Segundo de la Recopilación de Normas de Control de Fondos Previsionales, y sus Comunicaciones reglamentarias.

...

Los criterios utilizados para valorar instrumentos financieros no comprendidos en las alternativas anteriores requerirán autorización previa del Banco Central del Uruguay.”

La valuación del patrimonio del FIC es un aspecto que deberá ser autorizado previamente por el BCU para los FIC de pymes, ya que los pagarés, vales y ON sin oferta pública no estarían contemplados dentro del Artículo 155. El reglamento del FIC deberá establecer los criterios de valuación adecuados que deberán estar debidamente respaldados.

El artículo 161 (Tope de pasivo), establece que “Los fondos de inversión no podrán contraer pasivos que en su conjunto superen el 50% del patrimonio del fondo.” Aspecto importante que establece la posibilidad de apalancamiento para los fondos de inversión. Es decir, posibilita que los FIC puedan prestarse temporalmente recursos para financiar la compra de mayor cartera o enfrentar necesidades de liquidez inmediata.

Por otro lado, respecto a la integración de carteras de los FIC, aplicaría lo siguiente:

“Artículo 162 (fondos cerrados – integración de carteras). – La integración de carteras de los fondos de inversión cerrados será analizada caso a caso para su autorización. A tales efectos la administradora de fondos de inversión interesada en la inscripción de fondos de este tipo podrá presentar una nota especificando las características de dichos activos para su aprobación previamente a la presentación del reglamento. No serán aplicables a los fondos de inversión cerrados, los límites por emisor establecidos en el presente Capítulo.⁴¹

...

Los criterios utilizados para valorar instrumentos financieros no comprendidos en las alternativas anteriores requerirán autorización previa del Banco Central del Uruguay.”

41. El Capítulo II de Política de Inversiones de la RNMV, en su Artículo 157 (Límite de inversión), establece los límites de inversión a los cuales deben someterse los fondos de inversión, además de lo establecido en sus propios Reglamentos. Artículo 157 (límites de inversión).

En el Artículo 158 (Límite por emisor, como porcentaje del fondo de inversión) inciso a), se establece que No podrán superar el 20% del activo del fondo de inversión los depósitos o valores emitidos o garantizados por una misma institución o conjunto económico.

Por su parte el artículo 160 (límite por emisor, como porcentaje de la serie), establece para el caso de valores de renta fija, como límite el 50% del monto emitido y en circulación de la serie de que se trate.

ANEXO 4



Se han realizados entrevistas con las siguientes entidades:

- **Reguladores y entidades del estado:** BCU, Dinapyme, SSF, Ministerio de Economía y Finanzas de la República Oriental del Uruguay y SiGa.
- **Bolsas de Valores:** BVM y BEVSA.
- **Calificadora de Riesgos:** CARE.
- **Fiduciarias:** Conafin AFISA (de la Corporación Nacional para el Desarrollo), República AFISA, TMF Uruguay AFISA, Winterbotham Fiduciaria AFISA, SURA.
- **AFAP:** República AFAP, Union Capital AFAP.
- **OTROS:** ANAFAP, NOBILIS.

ANEXO 5



IMPLEMENTACIÓN DEL VPE: FUTURAS ACCIONES DE CADA ENTIDAD INVOLUCRADA

A continuación, se plantean de manera general las actividades más importantes que deben realizar cada una de las partes involucradas en la promoción, estructuración y manejo del fideicomiso financiero.

I. PROMOTOR

Las actividades que debe realizar en orden de temporalidad son las siguientes:

ETAPA PREVIA

1. Formalizar ante sus instancias de gobierno su rol de Promotor y líder de la constitución del primer fideicomiso financiero de financiamiento a las pymes en Uruguay.
2. Definir su participación como inversionista ancla.
3. Estructurar un equipo de personas con conocimiento del mercado pymes y del mercado de valores uruguayo para ejecutar el rol de Promotor.
4. Hacer gestiones pertinentes para lograr la exención fiscal al fideicomiso financiero.
5. Hacer gestiones ante el SiGa para la implementación de la garantía (cobertura) al fideicomiso financiero.
6. Establecer formalmente los procedimientos para la generación de información de pymes candidatas a emisoras de valores de oferta privada.
7. Realizar una presentación completa (*roadshow*) del fideicomiso financiero a los potenciales inversionistas institucionales para intercambiar ideas y criterios; y establecer el apetito existente por la emisión.

ETAPA DE ESTRUCTURACIÓN

8. Realizar la contratación de los servicios fiduciarios y de Gestor.
9. Conjuntamente el Fiduciario y el Gestor, escoger a la entidad calificadora de riesgo.
10. Supervisar la elaboración de los documentos necesarios para la implementación del fideicomiso financiero y su posterior inscripción en las Bolsa de Valores y el RMV.
11. Liderar el *roadshow* a potenciales inversionistas.
12. Establecer la lista inicial de pymes emisoras de valores de oferta privada.
13. Coadyuvar a las pymes emisoras en la generación de información necesaria a ser solicitada por cualquiera de las partes (Gestor, Fiduciario, Calificadora de Riesgos, Regulador u otros).

ETAPA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN

14. Definir el listado final de pymes calificables emisoras de valores de oferta privada según criterios elaborados por el Gestor.
15. Realizar labores de capacitación a las pymes como emisoras en aspectos relacionados con el cumplimiento oportuno de generación y entrega de información definida por el Gestor a las partes pertinentes.
16. Realizar la inversión como inversionista ancla.

ETAPA DE INVERSIÓN

17. Establecer un cronograma de capacitación periódica a las pymes emisoras, ya sea sobre temas específicos de emisores o de otros aspectos que se hayan establecido como necesarios por el Gestor.
18. Realizar anualmente la actividad 11.

II. FIDUCIARIA (AFISA)

ETAPA PREVIA

1. Suscribir todos los acuerdos que sean necesario con el Promotor para ser la fiduciaria financiera encargada del proyecto de estructuración del fideicomiso financiero.
2. Definir un cronograma de trabajo de estructuración del fideicomiso financiero.
3. Realizar una presentación completa (*roadshow*) del fideicomiso financiero a los potenciales inversionistas institucionales para intercambiar ideas y criterios; y establecer el apetito existente por la emisión.
4. Estandarizar los mecanismos de emisión de los valores de oferta privada.

ETAPA DE ESTRUCTURACIÓN

5. Redactar el Contrato de Fideicomiso y preparar toda la demás documentación requerida por norma para la constitución del fideicomiso.
6. Redactar el Prospecto de Emisión.
7. Participar del roadshow.
8. Participar del proceso de selección de la calificadora de riesgos.
9. Establecer los lineamientos para el funcionamiento del Comité de vigilancia del fideicomiso financiero.
10. Establecer el modelo final del fideicomiso financiero.

ETAPA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN

11. En cumplimiento de la normativa vigente, realizar la emisión de los CP.

ETAPA DE INVERSIÓN

12. Bajo su rol de fiduciario realizar las actividades que le correspondan.
13. Participar activamente de las actividades que le sean encomendadas en el Contrato de emisión y el Prospecto de Emisión, así como de cualquier otro reglamento interno de funcionamiento del fideicomiso financiero.

III. GESTOR

ETAPA PREVIA

1. Suscribir todos los acuerdos que sean necesario con el Promotor para ser el Gestor del fideicomiso financiero.
2. Definir un cronograma de trabajo de preparación de reglamentación interna de apoyo a su gestión.
3. Estructuración del fideicomiso financiero.
4. Estructurar un equipo de personas con conocimiento del mercado pymes y del mercado de valores uruguayo.
5. Establecer formalmente los procedimientos para la solicitud de información de pymes candidatas a emisoras de valores de oferta privada.

ETAPA DE ESTRUCTURACIÓN

6. Redactar el Contrato de Gestión, la Política de Inversiones, el modelo de evaluación de riesgo y análisis crediticio de las pymes.
7. Conformar un comité de crédito órgano responsable del análisis de las inversiones y de las pymes emisoras de estas. Y deberá conformar un Comité de Calificación de Cartera encargado de realizar la evaluación interna de las inversiones.
8. Elaborar criterios para la selección de las pymes, especialmente en el ámbito financiero.
9. Escoger y recomendar a la AFISA las pymes en las cuales se realizará la inversión inicial.
10. Definir los niveles de riesgo que considere apropiado a cada uno de los sectores.
11. Determinar las reglas y requisitos que las pymes deben cumplir para que sus valores de oferta privada sean adquiridos por el fideicomiso financiero. Por lo que podríamos concluir que el papel de “regulador” y “fiscalizador” de las pymes.
12. Establecer de antemano las tasas de rendimiento para las compras de los valores de oferta privada.
13. Redactar los reglamentos de funcionamiento de los comités de crédito, vigilancia y calificación de cartera.
14. Participar activamente de la redacción del Contrato de Fideicomiso y del Prospecto de Emisión.
15. Participar del *roadshow*.
16. Realizar una presentación completa (*roadshow*) del fideicomiso financiero a los potenciales inversionistas institucionales para intercambiar ideas y criterios; y establecer el apetito existente por la emisión.
17. Participar del proceso de selección de la calificadora de riesgos.
18. Establecer los lineamientos para el funcionamiento del Comité de vigilancia del fideicomiso financiero.
19. Participar activamente en la construcción del modelo final del fideicomiso financiero.
20. Estandarizar los mecanismos de emisión de los valores de oferta privada.

ETAPA DE INVERSIÓN

21. Bajo su rol de Gestor realizar las actividades que le correspondan.
22. Participar activamente de las actividades que le sean encomendadas en el Contrato de Gestión, el Contrato de Fideicomiso y el Prospecto de Emisión, así como de cualquier otro reglamento interno de funcionamiento del fideicomiso financiero.

23. Escoger periódicamente a las pymes en las cuales se deberá invertir.
24. Hacer seguimiento del comportamiento financiero de las pymes que forman parte del portafolio de inversiones del fideicomiso financiero.
25. Solicitar información financiera a pymes.
26. Mantener y velar por las políticas y manual de crédito establecidos.
27. Revisar los criterios de selección de pymes.

IV. AFAP

Las AFISA son inversionistas institucionales. Formalmente no pueden tener una participación en la estructuración de ningún proceso de oferta pública. Sin embargo, como parte del *roadshow*, y en el marco de la normativa vigente, se debe procurar su participación en los siguientes aspectos:

ETAPA DE ESTRUCTURACIÓN (*Roadshow*)

1. Intercambio de ideas y sugerencias respecto a las características del fideicomiso financiero y las pymes preseleccionadas.
2. Lograr que las AFAP, previa autorización de la SSF, asuman el compromiso de inversión, suscripción o integración en fechas futuras a efectos de invertir en el fideicomiso financiero, los recursos del Subfondo de Acumulación.

ETAPA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN

3. Realizar la inversión establecida en el punto 2 anterior

ANEXO 6



PLAN DE PROMOCIÓN DEL VPE PARA SER DESARROLLADO POR LA ANDE

El plan de promoción del fideicomiso financiero como el VPE elegido debe indicar las bondades del mismo tanto para los participantes (AFISA, Regulador, autoridades de gobierno, entidades estatales, inversionistas y pymes).

El plan debe tener dos componentes:

- Promoción interna: Regulador, autoridades de gobierno y entidades estatales.
- Promoción externa: Participantes del mercado (AFISA, AFAP, Bolsa de Valores y otros) y las pymes de manera individual y a través de gremios.