



OPP

el futuro en  
desarrollo

# REGLAS DE JUEGO CONTABLES DE LA INVERSIÓN PÚBLICA

Sobre la consolidación contable de las empresas públicas en el resultado fiscal, sus problemas y posibles soluciones.

El autor quisiera agradecer a los técnicos de OPP, BCU, CND, MEF, UTE, Antel, Ancap, CPA, Cinve, Ceres, Universidad Católica, Universidad de la República, Dirección de presupuestos de Chile, CEPAL, Eurodad y FMI, por los valiosos comentarios, observaciones y opiniones que vertieron en el proceso de elaboración del informe.

El presente documento no necesariamente refleja la opinión de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto. Sus deficiencias, errores y omisiones son exclusivamente responsabilidad del autor.

Ec. Fernando Esponda

Noviembre de 2018

## RESUMEN EJECUTIVO

---

Latinoamérica presenta un importante rezago en sus niveles de inversión en infraestructura, que la diferencian de otras regiones del mundo con mayor dinamismo, limitando fuertemente sus posibilidades de desarrollo. Uruguay no es la excepción, teniendo importantes brechas de inversión de infraestructura en diferentes sectores de la economía.

El desarrollo de infraestructura en Uruguay es fuertemente dependiente de la inversión pública, en particular de las inversiones de las empresas públicas. Sin embargo, el presupuesto de inversiones de las empresas no necesariamente es el óptimo. Este desfase entre posibilidades presupuestales y necesidades de inversión ha generado un fuerte impulso a las modalidades alternativas de inversión (*leasing*, sociedades anónimas, fideicomisos, entre otros). En algunos casos el uso de estas opciones alternativas se ha basado, más que en consideraciones de eficiencia, en las diferencias entre el registro contable de estas modalidades y el de la inversión pública tradicional, en particular en relación a su impacto en el déficit fiscal.

Este fenómeno de restricción de la inversión pública y sesgo hacia modalidades alternativas no es exclusivo de Uruguay. En la literatura se recogen diferentes propuestas para combatir este sesgo: adoptar los criterios del manual de estadísticas públicas del Fondo Monetario Internacional (FMI) de 2014, utilizar modalidades alternativas de inversión, establecer marcos específicos para algunas inversiones o excluir a las empresas públicas de la consolidación fiscal.

Con el objetivo de analizar mecanismos que solucionen este sesgo, el presente trabajo profundiza en tres propuestas. En primer lugar, se analiza la propuesta de excluir a las empresas públicas del resultado fiscal, analizando los criterios teóricos planteados por el FMI para posibilitar la exclusión y la experiencia de Chile. En segundo lugar, se estudia la propuesta de excluir del resultado fiscal algunas inversiones específicas, como por ejemplo aquellas inversiones realizadas con fondos de organismos multilaterales o aquellas del sector eléctrico y petrolero.

Como tercera posibilidad, se realiza una nueva propuesta que toma como base las siguientes premisas: (i) poner en condiciones de igualdad el registro contable de la inversión pública y el de las modalidades alternativas de inversión, (ii) avanzar hacia la utilización del criterio devengado –comenzando por las empresas públicas– y el concepto de resultado operativo neto, de acuerdo a las definiciones que surgen de los manuales y documentos del FMI, y (iii) mantener a las empresas públicas dentro del resultado fiscal.

Esta propuesta consiste en consolidar a las empresas públicas en el déficit fiscal en base a los resultados de sus balances contables, de la misma forma que un holding privado evaluaría el resultado de un conjunto de empresas. De esta forma, en el déficit fiscal se recogería la evolución patrimonial de la empresa, y no solamente los movimientos de caja. Este criterio permitiría mantener la actividad de las empresas públicas dentro de las cuentas públicas y mitigar el sesgo contable, igualando el registro de la inversión pública tradicional con el de las modalidades alternativas de inversión, como sucede en la contabilidad privada.

Un cambio de regla de juego en la órbita contable debería verse acompañado de cambios en otras áreas, que atiendan particularmente las dimensiones de sostenibilidad de largo plazo y calidad de las inversiones. Este nuevo set de reglas de juego implicaría potenciar instrumentos ya existentes como el Sistema Nacional de Inversión Pública, los compromisos de gestión y el control del endeudamiento, y mejorar el marco de gobierno corporativo sobre el que las empresas toman sus decisiones.

## ÍNDICE

---

---

RESUMEN EJECUTIVO .....	1
1. MARCO CONCEPTUAL ECONÓMICO.....	4
1.1. La inversión en infraestructura y la inversión pública.....	4
1.2. La inversión de las Empresas Públicas.....	6
1.3. Estudios de caso .....	9
1.4. Discusión a nivel local.....	18
1.5. Resumen del capítulo .....	24
2. MARCO CONCEPTUAL CONTABLE .....	27
2.1. Historia del registro de la inversión pública en el resultado fiscal.....	27
2.2. Los Manuales del Fondo Monetario Internacional .....	28
2.3. Soluciones relevadas en la literatura internacional .....	31
2.4. Resumen del capítulo .....	35
3. EXPLORACIÓN DE SOLUCIONES.....	38
3.1. Introducción .....	38
3.2. Exclusión de las empresas públicas .....	39
3.3. Exclusión de proyectos puntuales .....	42
3.4. Propuesta: nueva consolidación de las empresas públicas en el resultado fiscal .....	44
4. ACCIONES COMPLEMENTARIAS AL CAMBIO EN LA CONTABILIDAD PÚBLICA.....	64
4.1. Problemas del cambio de criterio.....	64
4.2. Nuevo esquema de reglas de juego para la inversión pública .....	64
4.3. Hoja de ruta.....	68
4.4. Resumen del capítulo .....	68
5. CONCLUSIONES .....	71
6. BIBLIOGRAFÍA .....	73
7. ANEXOS.....	78
7.1. Las modalidades alternativas de inversión y su registro contable.....	78
7.2. Empresas subsidiarias de empresas públicas.....	81
7.3. Ejercicio con dividendos y recapitalizaciones.....	83
7.4. Agradecimientos.....	86



## Capítulo 1

# MARCO CONCEPTUAL ECONÓMICO

Reglas de juego de la inversión pública

# 1. MARCO CONCEPTUAL ECONÓMICO

## 1.1. La inversión en infraestructura y la inversión pública

La literatura económica destaca a la infraestructura como uno de los determinantes más importantes del crecimiento y desarrollo de un país. Estudios académicos muestran que la inversión pública en infraestructura fue el ingrediente clave en la época dorada estadounidense de las décadas de 1950 y 1960 (Aschauer, 1988). Se ha identificado una relación significativa, fuerte y de signo positivo entre inversión pública y productividad, particularmente para el caso de los países desarrollados (Aschauer, 1989). Para los países en desarrollo también se señala que la inversión pública resulta un catalizador importante para el crecimiento (FMI, 2015), particularmente si es realizada en un marco institucional adecuado que asegure la eficiencia del proceso (FMI, 2018).

En Latinoamérica los estudios muestran la existencia de un fuerte rezago en materia de infraestructura. En una conferencia reciente Alicia Bárcena –secretaria ejecutiva de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)– alertaba sobre este rezago.

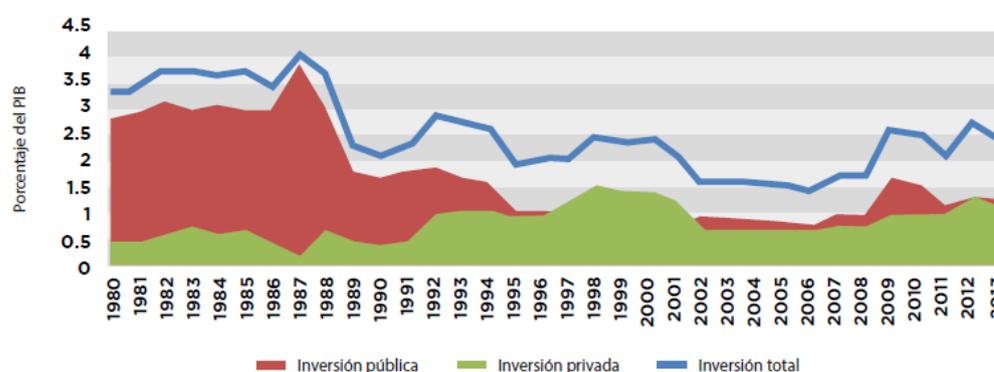
“Nuestros países siempre usan como variable de ajuste a la inversión. Y uno se pregunta, ¿por qué Asia está creciendo tanto? China crece al 6,5%, India al 7%, y nosotros no pasamos del 2,5%. En la presentación pueden ver la inversión de Asia Oriental y el Pacífico: la inversión es más del 40% del PIB, en infraestructura, en investigación, en todo. ¿Y nosotros? Ahora estamos en menos del 22%. (...)

Nosotros hemos calculado las necesidades de inversión en infraestructura para América Latina, que sería entre 5,4% y 8,6% del PIB. En la actualidad estamos en 2,2%. Así no llegaremos ni a la esquina.”

Alicia Bárcenas (2018), Conferencia Grandes Maestros, UNAM<sup>1</sup>

Un informe del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) presenta históricamente los valores de inversión en infraestructura, discriminando entre inversión pública y privada.

Figura 1 - Inversión anual pública y privada en infraestructura en América Latina y el Caribe, 1980-2013



Nota: la figura muestra la inversión de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, los únicos países en la región para los que hay información disponible de la década de 1980.  
Fuentes: datos de CAF (2013), Calderón y Servén (2010), y CEPAL (2014).

Fuente: BID (2015), *Financiamiento de la infraestructura en América Latina y el Caribe: ¿Cómo, Cuánto y Quién?*

El gráfico muestra una caída importante de la inversión pública a partir de 1987, explicada por dos razones fundamentales:

<sup>1</sup> Ver también CEPAL (2017), *Inversión en infraestructura en países de América Latina y el Caribe se mantiene por debajo de necesidades de la región*

“En primer lugar, el espacio fiscal se redujo como consecuencia de la adopción de políticas macroeconómicas en la década de los noventa que tenían como objeto reducir los gastos del sector público. En segundo lugar, los responsables de formular políticas creían que abrir los servicios de infraestructura a la propiedad privada compensaría la reducción en la inversión pública en infraestructura (Fay y Morrison, 2007), algo que como muestran los datos no ocurrió.”

BID (2015), *Financiamiento de la infraestructura en América Latina y el Caribe: ¿Cómo, Cuánto y Quién?*, pág 11

Esta caída en la inversión pública no se ha visto compensada por un aumento de la inversión privada, por lo que la inversión total en infraestructura no se ha recuperado. A pesar de haber disminuido, la inversión pública en infraestructura sigue siendo mayor que la privada en todos los países de la región. Para el caso de Uruguay, las estimaciones del BID muestran un nivel total de inversión en infraestructura por debajo del promedio de América Latina.

Este rezago en materia de infraestructura ha sido identificado por el gobierno uruguayo, quien en el año 2015 anunció su plan de inversión en infraestructura, del orden de los USD 12.000 millones. En el plan se proyectan inversiones en energía, vialidad, infraestructura social, vivienda, comunicaciones, agua y saneamiento, puertos e infraestructura ferroviaria. El plan de infraestructura no es exclusivamente de inversión pública, sino que combina inversión pública tradicional, inversión pública por modalidades alternativas e inversión privada.

La falta de espacio fiscal como explicación de la disminución de la inversión en infraestructura, identificada en los trabajos del BID, es también puesta de manifiesto por otros organismos internacionales. El Fondo Monetario Internacional (FMI) releva, en un documento del año 2004, diversos estudios sobre la relación entre inversión pública y ajustes fiscales.

“Existe evidencia que muestra que un conjunto importante de ajustes fiscales han recaído desproporcionadamente en la inversión pública. Por ejemplo, el Banco Mundial (1988) reporta que los recortes en inversión pública fueron en promedio más de tres veces superiores al recorte en el gasto durante los períodos de ajuste fiscal de 1980. También existe evidencia que los ajustes fiscales han tenido un impacto importante en la inversión pública de los países latinoamericanos (Servén y Solimano, 1992, and Calderón, Easterly, y Servén, 2003a). Se estima que la mitad del ajuste fiscal en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Perú durante 1990 fueron por la disminución de la inversión en infraestructura (Calderón, Easterly, y Servén, 2003a).”<sup>2</sup>

FMI (2004), *Public Investment and Fiscal Policy*, pág 9

Por su parte, la CEPAL también plantea el problema de la relación entre inversión pública y déficit fiscal, particularmente en épocas de ajuste, denominando a este problema el “sesgo anti-inversión pública”:

“En algunos países de América Latina y el Caribe, la caída de la inversión pública ha tomado dimensiones alarmantes, en parte por la dureza de los ajustes fiscales recientes. En este documento se abordan las opciones para reducir el sesgo anti-inversión pública en los períodos de consolidación fiscal. Se trata de adaptar las prácticas contables del sector privado, donde lo que se contabiliza es la depreciación de la inversión y no el gasto en sí.”

Martner y Tromben (2005), *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*, pág 5

El origen de este sesgo, como bien señalan Martner y Tromben, radica en la decisión contable de imputar a la inversión pública en el déficit fiscal con criterio caja. Esto implica que la inversión es contabilizada totalmente el año que se ejecuta, de la misma forma que un gasto. Este criterio contable genera importantes restricciones para el desarrollo de la inversión, y pone en primer plano las restricciones que la contabilidad pública genera

---

<sup>2</sup> Traducción propia, como la de todos los textos en inglés.

para el desarrollo económico. En un trabajo sobre inversión pública y reglas fiscales realizado por el BID se recorren diferentes estudios referidos al tema, identificando literatura académica que abarca un extenso período de tiempo y muestra que el problema no es novedoso:

“El tema de la contabilización de los gastos de inversión en las cuentas fiscales ha recibido una amplia atención en la literatura académica. Los primeros trabajos en esta área incluyen a Pigou (1928) y Musgrave (1939). Más recientemente, sobre inicios de los años 2000 el tema vuelve a resurgir con fuerza en la literatura, como consecuencia de la firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento entre los estados miembros de la Unión Europea y los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht (Blanchard and Giavazzi 2003, Galí and Perotti 2003).”

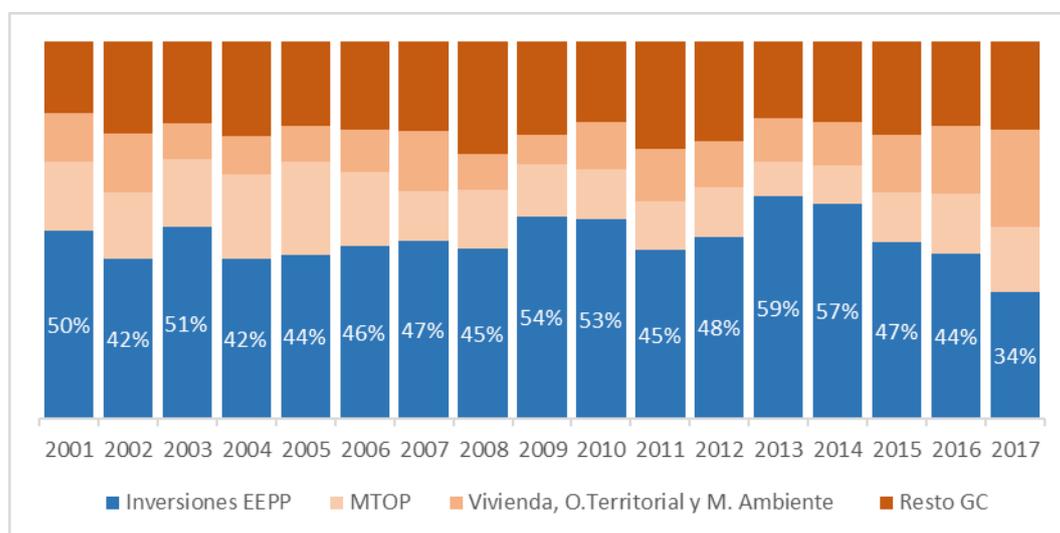
BID (2013), *Inversiones públicas y reglas fiscales*, pág 3

El problema de la contabilización de la inversión pública es de fundamental importancia en el caso de las empresas públicas, las principales desarrolladoras de infraestructura en un país como Uruguay. Si bien éstas cuentan con un sistema de contabilidad patrimonial, que es sobre el cual se elaboran sus balances contables, el entorno sobre el cual toman sus decisiones de inversión responde al impacto que tienen en el déficit fiscal, que se basa en el criterio caja.

## 1.2. La inversión de las Empresas Públicas

En Uruguay las inversiones de las empresas públicas representan una porción muy importante de la inversión pública total. El Gráfico 1 muestra la distribución de la inversión pública en el período 2001-2017. En promedio la mitad de la inversión pública ha sido realizada por las empresas públicas.<sup>3</sup>

Gráfico 1 – Serie de inversión pública, 2001-2017

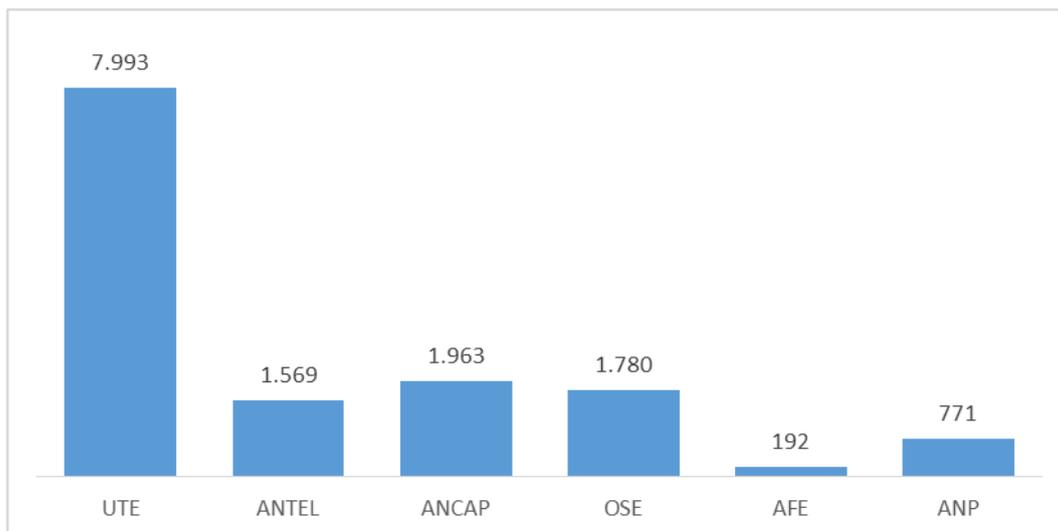


Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas, resultados del Sector Público

Las empresas públicas tienen una importancia particular en una economía como la uruguaya. Las dos empresas más grandes del país son empresas públicas: UTE y ANCAP. Estas son a su vez las únicas dos empresas uruguayas que figuran en el listado de las 500 empresas más grandes de Latinoamérica (América Economía, 2013). Medida en términos de su activo, UTE es la empresa más grande del país, con un activo que asciende a casi USD 8.000 millones (15% del PIB).

<sup>3</sup> Se considera la inversión pública que figura en la información de resultados del Sector Público del Ministerio de Economía y Finanzas, que no toma en cuenta la inversión realizada por modalidades alternativas.

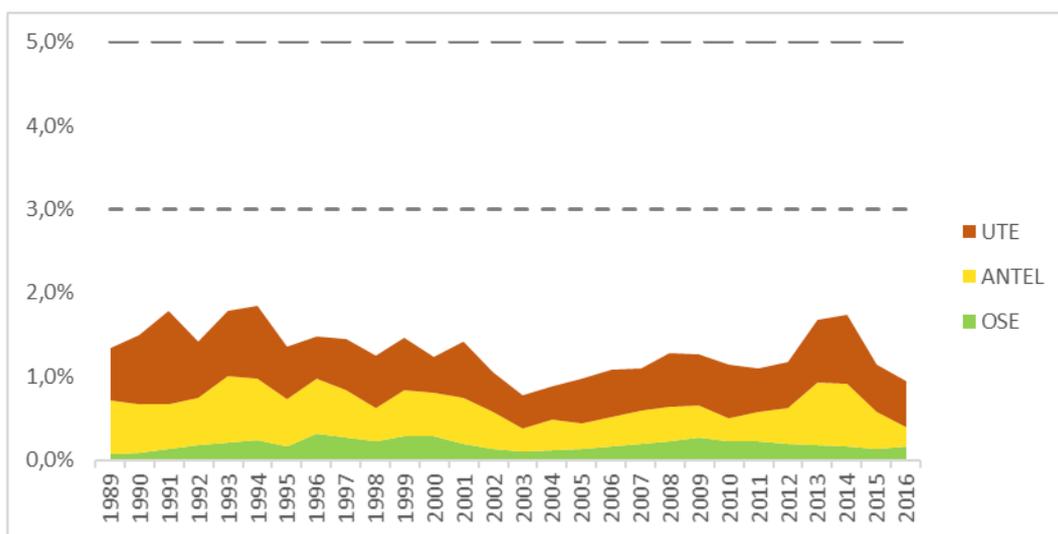
Gráfico 2 - Activos de Empresas Públicas, año 2016 (millones de USD)



Fuente: Elaboración propia, en base a Estados contables de cada empresa

El tamaño de las empresas y las características de las ramas de la actividad en que desempeñan sus negocios generan fuertes necesidades de inversión, tanto para la expansión de los servicios que brindan como para el mantenimiento del correcto funcionamiento de los activos que poseen. En un trabajo realizado para el Banco Mundial, Vélez y Tierney estiman que *“las necesidades combinadas de los sectores de telecomunicaciones, electricidad y agua potable y saneamiento, hacen necesario invertir como mínimo el 3 por ciento del PIB en estos servicios sólo para mantener los niveles actuales de cobertura y calidad, pero para lograr metas más amplias tales como el acceso universal, Uruguay debería apuntar a invertir anualmente el 5 por ciento del PIB en infraestructura.”* (Vélez & Tierney, 2010). Sin embargo, las series históricas de inversión de las empresas públicas presentan cifras inferiores a estas recomendaciones, como muestra el Gráfico 3.

Gráfico 3 - Inversiones de Empresas Públicas (% del PIB)



Fuente: Instituto de Economía, Series Históricas

Para el caso del sector eléctrico, las estimaciones son las siguientes:

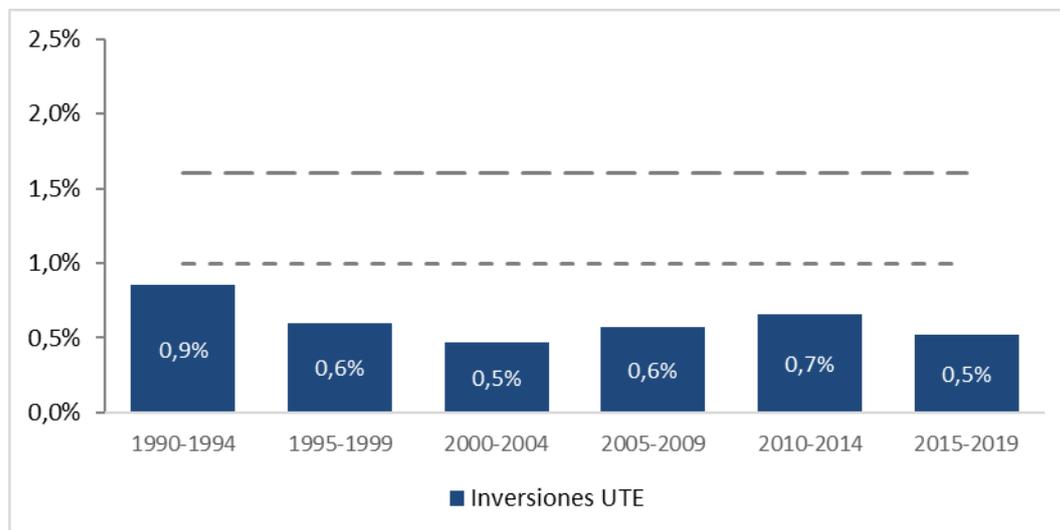
*“Simplemente para mantener el status quo, Uruguay necesita invertir anualmente el 1 por ciento del PIB en infraestructura eléctrica, pero para aumentar la generación eléctrica a través de fuentes tradicionales y*

renovables y lograr un suministro confiable, el nivel ideal de inversión es de alrededor del 1,6 por ciento del PIB.”

Vélez y Tierney (2010), *Uruguay. Notas de política. Desafíos y oportunidades 2010-2015, Financiamiento y regulación de la infraestructura*, pág 84, Banco Mundial

Si se analiza la serie histórica de inversiones de los últimos 30 años se encuentra que la inversión de UTE nunca ha alcanzado estos valores.

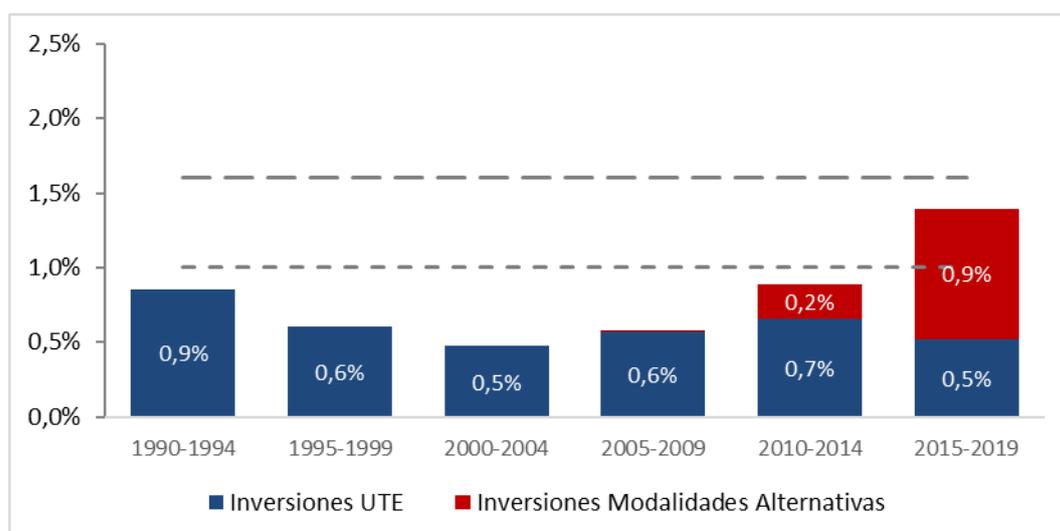
Gráfico 4 - Inversiones de UTE (% del PIB)



Fuente: Instituto de Economía, Series Históricas

Este desfase entre presupuesto destinado a inversiones y necesidades ha disparado el desarrollo de estrategias alternativas de inversión. Por ejemplo, en el caso del sistema eléctrico se ha verificado una importante inversión en el sector de energía eólica, que ha trascendido largamente al presupuesto de inversiones de la empresa. Para visualizar la dimensión de esta inversión, en el Gráfico 5 se suma a la inversión presupuestal de UTE la inversión eólica realizada a través de modalidades alternativas (*leasings*, sociedades anónimas, fideicomisos y contratos PPA).

Gráfico 5 - Inversiones de UTE e inversiones por modalidades alternativas (% del PIB)



Fuente: Instituto de Economía y estimaciones propias

El Gráfico 5 ejemplifica la estrategia seguida en los últimos tiempos para cubrir las necesidades reales de inversión. La inversión presupuestal de UTE de los últimos 20 años, que osciló entre 0,9% y 0,5% del PBI, no sería suficiente para atender las necesidades de mantenimiento y crecimiento del sector, de acuerdo a los valores recomendados en el trabajo citado. Sin embargo, cuando se suman los parques eólicos realizados mediante modalidades alternativas, se encuentran valores que se aproximan o superan los valores planteados.<sup>4</sup>

La siguiente sección se encuentra dedicada a desarrollar algunos estudios de caso del uso de modalidades alternativas de inversión por parte de las empresas públicas.

## 1.3. Estudios de caso

---

### 1.3.1. UTE y La revolución eólica uruguaya<sup>5</sup>

---

#### La inversión en energía eólica

En los últimos años Uruguay ha asistido a una verdadera transformación de su matriz energética. Fracasada la estrategia “gas por caño o gas por cable” que se buscó implementar en los noventa, a comienzos del presente siglo el sistema eléctrico se encontraba en una situación de déficit estructural de energía firme que lo situaba en un escenario vulnerable ante sequías extremas. La recuperación de la capacidad de inversión en generación por parte de UTE contribuyó a superar las sequías de 2006 y 2008 sin cortes de energía y a brindar un escenario favorable para la elaboración de una política energética con un rol orientador preponderante del Estado. Esta estrategia, que tiene un hito importante en la concreción de un acuerdo multipartidario en materia energética, ha procurado avanzar en términos de soberanía (menor dependencia del precio del petróleo y de las importaciones), de volatilidad (menor dependencia de la hidráulica) y desde el punto de vista ambiental (aumento de la generación eléctrica en base a energías renovables).

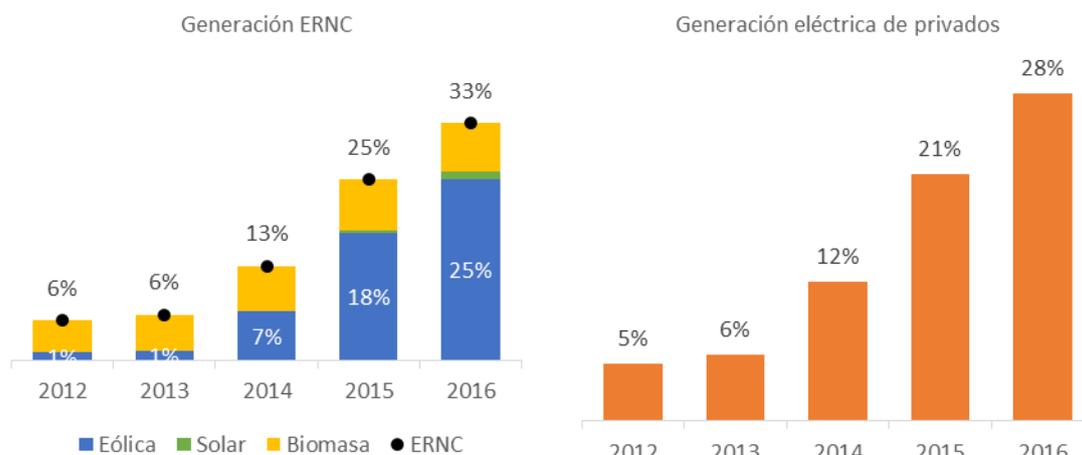
En los últimos años la matriz eléctrica uruguaya vivió cambios de gran magnitud. En el Gráfico 6 se analizan dos dimensiones diferentes de este proceso: el aumento de la generación de Energías Renovables No Convencionales (ERNC) y el aumento de la generación privada.

---

<sup>4</sup> En el Anexo se detallan los parques eólicos realizados y las particularidades del registro contable de cada modalidad.

<sup>5</sup> Un desarrollo más extenso de esta sección se encuentra en Esponda y Molinari (2017), *La dimensión contable de la revolución eólica uruguaya*.

Gráfico 6 - Generación ERNC y generación privada (% sobre generación total)



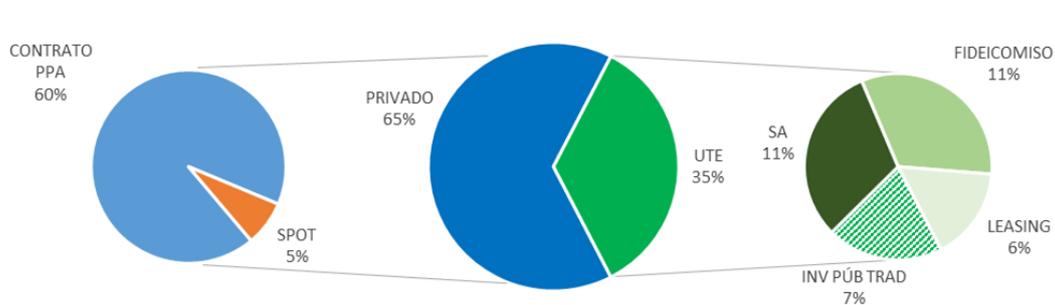
Fuente: Elaboración propia, en base a datos de ADME

El panel de la izquierda muestra el importante ascenso de la generación de ERNC sobre la generación total, fundamentalmente a partir del aumento de la generación eólica. La generación de ERNC como porcentaje de la generación total pasó del 6% en 2012 a 33% en 2016; asimismo, de un magro 1% de generación eólica en 2012, Uruguay alcanzó un 25% en 2016. El panel de la derecha presenta la otra cara de los cambios acontecidos en el sector de generación eléctrica. En 2012, el 5% de la energía provino de generadores privados, mientras que en 2016 este guarismo ascendió a 28%.

Estos cambios son dos caras del mismo fenómeno: la incorporación de energía eólica con fuerte apuesta a la inversión del sector privado. Mientras que en el año 2012 el 91% de la generación privada en Uruguay estaba asociada a la generación con biomasa (de la cual la mitad correspondía a la generación de la planta UPM), en el año 2016 la generación privada pasa a ser mayoritariamente de energía eólica (72% del total).

En particular, el fuerte crecimiento de la energía eólica en Uruguay se basó en una estrategia que combinó esfuerzos públicos y privados. El Gráfico 7 muestra la distribución de la potencia eólica instalada para el año 2016 según la modalidad de desarrollo, en dos categorías: Privado o UTE. Para el caso privado, se realiza una apertura según modalidad de inserción en el mercado (contrato PPA o mercado Spot); para el caso de UTE, se realiza una apertura distinguiendo cuatro modalidades de inversión: sociedad anónima, fideicomiso, *leasing* operativo e inversión pública tradicional.

Gráfico 7 - Potencia eólica según modalidad de desarrollo (año 2016)



Fuente: Elaboración propia, en base a datos de ADME y UTE i

El gráfico permite sacar tres conclusiones. En primer lugar, la potencia eólica instalada es mayoritariamente de propiedad privada; en segundo lugar, el tercio desarrollado por UTE fue fundamentalmente realizado a través de modalidades alternativas de inversión, correspondiendo sólo un 7% del total a inversión pública tradicional<sup>6</sup>; en tercer lugar, en su gran mayoría los parques eólicos privados cuentan con un contrato a largo plazo con UTE.

Si se analiza la totalidad de los parques eólicos, se concluye que solamente el 5% de la potencia eólica se explica por el mercado Spot; el restante 95% tiene fuerte relación con UTE, ya sea por ser un desarrollo propio o por haber sido viabilizada a través de contratos a largo plazo con la empresa pública. Este elemento es de vital importancia, y debe tenerse en cuenta en cualquier análisis del mercado eléctrico que se quiera realizar: en Uruguay el desarrollo de la energía eólica privada no se dio en el marco del juego del libre mercado, sino que se dio bajo un régimen monopsónico, en donde el gran actor estatal aseguró la compra de la energía mediante contratos por 20 años, asumiendo de esta forma el riesgo de demanda del negocio, y facilitando por esta vía la obtención de financiamiento por parte de los agentes privados.

#### Las características económicas del negocio eólico y las tasas de interés

La incorporación de generación eólica tuvo una destacada participación del sector privado, que se asentó en contratos a largo plazo con UTE. Esta participación debe analizarse a la luz de las características económicas del sector, y en particular de las características técnicas y económicas de la generación eólica. Las variables clave que determinan la eficiencia de un negocio varían dependiendo de las características económicas del mismo. Una vez asumido un “parque óptimo” y teniendo asegurado por UTE la compra de la energía eólica, el negocio eólico se transforma en un negocio básicamente financiero. En palabras de Ramón Méndez, Director de Energía durante el período 2008-2014:

"Uno tiene que entender que el negocio eólico es un negocio básicamente financiero. ¿Qué quiero decir con esto? ¿Cuál es el costo del combustible? Es gratis, básicamente. ¿Cuál es el costo de Operación y Mantenimiento? Muy bajito. ¿Cuál es, entonces, el costo de la energía? Repagar la inversión inicial. Esto significa dos cosas: primero, conseguir el mejor precio; segundo, conseguir la mejor tasa de interés."

Ramón Méndez (2015), entrevista en Radio El Espectador

Por lo tanto, en un negocio eólico en el cual la venta de energía está asegurada, la variable clave es la tasa de interés<sup>7</sup>. La pregunta en términos de eficiencia debería ser cuál es el mecanismo de inversión por el cual se obtiene una menor tasa de interés. En este marco, una posible explicación de la decisión de recorrer el camino de las modalidades alternativas de inversión, o de la apuesta por la inversión privada, podría basarse en las eventuales dificultades de la empresa pública estatal para acceder a financiamiento, o que el mismo fuese más barato para la empresa pública a través de estas opciones.

Para analizar este punto vale la pena observar la visión de las calificadoras de riesgo sobre UTE. Por ejemplo, la calificadora de riesgo Fitch ha dictaminado la calidad AAA (uy) a todas las obligaciones negociables emitidas por UTE, la máxima calificación asignada en su escala de calificaciones nacionales del país. Entre los factores relevantes asociados a esta calificación se destaca la “solidez y flexibilidad financiera [que] permite a UTE afrontar situaciones de stress”, el “fácil acceso al mercado bancario y financiero” y que UTE cuenta con una “buena liquidez” (FixScr, 2015).

---

<sup>6</sup> Se consideran: Sociedades Anónimas (P.E. Artilleros (Rouar S.A.), P.E. Valentines (Areafin S.A.)); Inversión Pública Tradicional (P.E. Juan Pablo Terra, P.E. Caracoles 1 y 2); *Leasing* (P.E. Palomas (Nicefield S.A.)); Fideicomiso (P.E. Pampa).

<sup>7</sup> Con relación al costo de la inversión, no se identificaron estudios que mostraran diferencias entre los valores de las inversiones tradicionales de UTE y de las otras modalidades analizadas.

De esta forma, la posición financiera de UTE no parecía ser una debilidad a la hora de tomar financiamiento. Por el contrario, la posición financiera de UTE operó positivamente en los desarrollos realizados a través de modalidades alternativas de inversión, en donde tanto las modalidades de sociedad anónima como de fideicomiso buscaron descargar en la empresa estatal la garantía final del repago de la deuda, mitigando por esta vía los diferentes riesgos del negocio.

Adicionalmente, la fortaleza financiera de UTE también fue decisiva en el desarrollo de generadores privados. El éxito de la inversión privada a través de contratos PPA se basó en la confianza y seguridad que transmitía que el comprador de la energía fuera UTE. Los organismos financiadores buscaron incidir, a través de los contratos, en el sentido de descargar hacia la empresa estatal la responsabilidad del repago del préstamo. Esto ha sido destacado por las principales firmas legales asesoras de los inversores. El estudio Posadas, Posadas y Vecino (2016) planteaba como uno de los motivos de éxito la “*Solidez Financiera de UTE (‘Off-taker’)*”. La firma Guyer y Regules recalca el papel de UTE y la modificación de cláusulas contractuales para dar seguridad al financiador:

“UTE entendió que estos proyectos necesitan ser financiados. UTE se encontró abierto a escuchar a los bancos internacionales (multilaterales especialmente) y sus requerimientos. Los PPA se modificaron en términos de derechos de ‘step-in’, cláusulas de arbitraje, fuerza mayor, eventos de terminación, valor de terminación, entre otros. Se hicieron ‘bankables’.”

Guyer y Regules (2015), *presentación en Lecciones aprendidas en Latinoamérica sobre PPP’s*, pág. 9

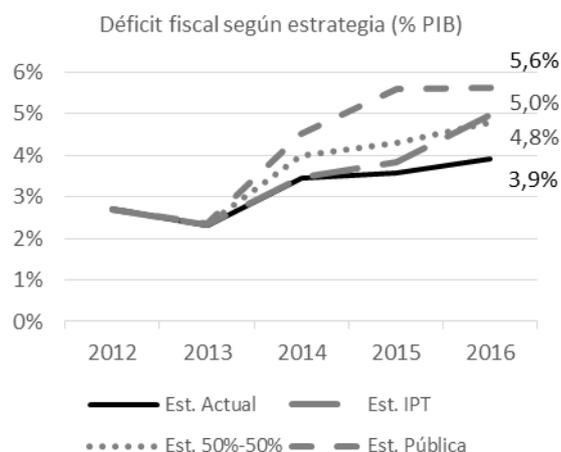
#### Aumento del déficit fiscal ante diferentes estrategias

¿Por qué el desarrollo eólico se verificó con este particular mix entre contratos PPA, fideicomisos, sociedades anónimas, *leasing* e inversión pública tradicional? Más que consideraciones económicas, la inversión eólica en Uruguay respondió a restricciones de la órbita contable. La lógica de la inversión de las empresas públicas en Uruguay se define a partir de la programación presupuestal y financiera aprobada por el Poder Ejecutivo que pauta, entre otras cosas, un tope a la inversión, considerando principalmente su impacto en el déficit fiscal. En el caso de UTE, la utilización de vehículos especiales permitió realizar estas inversiones sin que impactara en el déficit fiscal, contabilizando los aportes de capital “por debajo de la línea”.

Un ejercicio sencillo permite visualizar qué hubiera sucedido si el mix de inversión hubiera sido diferente. El Gráfico 8 muestra la evolución del déficit fiscal bajo cuatro estrategias diferentes:

- (i) **Estrategia Actual:** muestra el déficit fiscal que efectivamente se verificó;
- (ii) **Estrategia Inversión Pública Tradicional (IPT):** supone que UTE realiza todas sus inversiones eólicas (correspondientes a un tercio del total) como inversión pública tradicional;
- (iii) **Estrategia 50%-50%:** Supone que la mitad de la inversión total la hubiera realizado UTE, y la otra mitad el sector privado;
- (iv) **Estrategia Pública:** supone que toda la inversión eólica la realiza UTE.

Gráfico 8 - Déficit fiscal según diferentes estrategias de inversión eólica



Fuente: Esponda y Molinari (2017), *La dimensión contable de la revolución eólica uruguaya*

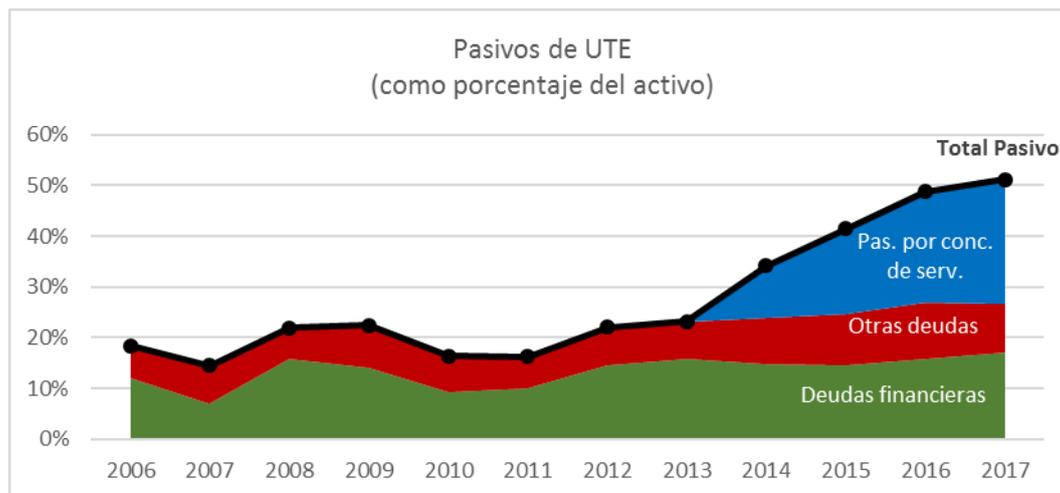
El ejercicio muestra que a pesar de las ventajas que podría tener una estrategia de mayor proporción de inversión por parte de UTE (en particular las ventajas relacionadas con un menor costo del financiamiento, factor clave para la eficiencia de este tipo de negocios), esto hubiera generado un fuerte impacto en el déficit fiscal, elevándolo a valores mayores al 5%.

#### El aumento de los pasivos no financieros

A priori, una de las virtudes de los contratos PPA con operadores privados era desarrollar inversión eólica sin alterar las cuentas de UTE. Sin embargo, conforme comenzaron a concretarse los contratos surgió en los Estados Contables de UTE una nota anexa que mostraba los pasivos asociados a este tipo de contratos. En 2009, primer año de aparición de esta nota, el valor de los compromisos asociados a los contratos era de USD 342 millones; en 2017 esta cifra ascendió a USD 6.000 millones.

Recién en el año 2014 estos montos comenzaron a aparecer directamente en el Balance Contable, conforme los parques se ponían en funcionamiento, reconociéndose como un activo y un pasivo de la empresa, bajo la categoría “Concesión de Servicios”. La paulatina incorporación de los parques implicó un aumento muy importante del pasivo, que si bien no se vio asociado al crecimiento de la categoría “pasivos financieros”, implicó la aparición del concepto “pasivos por concesión de servicios”. Este tipo de pasivos explica el importante aumento del pasivo total de la empresa de los últimos años (que se duplica), llegando a representar la mitad del total de pasivos del año 2017. El Gráfico 9 muestra la evolución del pasivo de UTE como porcentaje del activo de la empresa.

Gráfico 9 - Pasivos de UTE (como porcentaje del activo)



Fuente: Estados contables de UTE, período 2006-2017

### 1.3.2. Antel y la construcción del Antel Arena

El inicio del período de gobierno tuvo una importante discusión sobre una particular inversión de Antel: el Antel Arena. Este proyecto consiste en la realización de un estadio multifuncional de alta tecnología constructiva y de equipamientos, que permitirá realizar diferentes tipos de actividades, desde recitales y conciertos hasta espectáculos deportivos.

El lanzamiento oficial del proyecto fue realizado en abril de 2013, tras un acuerdo entre Antel y la Intendencia de Montevideo, que le concedía el predio del Cilindro Municipal por 30 años. En mayo de 2014 se implosionó el cilindro municipal, y comenzaron las obras.

En el marco de un nuevo período de gobierno y la discusión presupuestal, en el año 2015 el Poder Ejecutivo dio la orden de suspender las obras. Durante los meses en que las obras estuvieron detenidas se discutieron diversas alternativas, y la solución que terminó concretándose fue la de realizar un fideicomiso financiero para terminar el proyecto.

La propuesta de fideicomiso financiero toma nota del cambio de matriz eléctrica impulsado por la UTE, como mencionaba Mariano Arana en entrevista en Radio el Espectador:

“Por otra parte, tenemos experiencia nacional. Recientemente tenemos el proyecto de energía eólica promovido por la UTE. Un formidable proyecto que... lo que ha cambiado la matriz energética del país es entusiasmante (...) lo que se hizo con el proyecto de energía eólica Pampa en Tacuarembó, una emisión exitosísima.”

Mariano Arana en entrevista en Radio el Espectador, 10 de julio de 2015

La consideración referente al impacto del flujo de pagos está presente en la explicación del ex Intendente de Montevideo:

“Podría haber una alternativa que respete la buena gestión económica que se ha tenido en los gobiernos del Frente Amplio y generar, por ejemplo, la constitución de un fideicomiso financiero, que no afecte en su absoluto ni la empresa con la que se contrató, ni el contrato vigente. Ese fideicomiso, que no afecte la garantía del Estado, y que consiga un plazo de mayor financiamiento. Lo que se podría hacer es una cesión de las obligaciones que están en el contrato, de modo de extender el flujo de pagos en unos 12 o 15 años.”

Mariano Arana en entrevista en Radio el Espectador, 10 de julio de 2015

El Fideicomiso de Administración para el Financiamiento de la Obra del Antel Arena fue acordado el 28/10/2015, teniendo a Antel como fideicomitente y a CONAFIN AFISA como fiduciaria. El objeto del mismo consiste en *“la administración de los Bienes Fideicomitados que se transfieren al presente, y de los créditos que el Fideicomiso contraiga, con la finalidad de financiar el/los Contrato/s de Obra del Complejo Multifuncional Antel Arena, así como afrontar el pago de todos los gastos del Fideicomiso.”* De esta forma, el fideicomiso permitió destrabar la discusión y que el proyecto se reanudase.

Con respecto a la dimensión del financiamiento –que era la palabra clave en la discusión sobre la continuidad o no del Antel Arena<sup>8</sup>– vale la pena destacar que la realización del fideicomiso no implica que Antel deje de tomar la deuda asociada a la construcción del Antel Arena. El 03/11/2015 el Poder Ejecutivo autorizó a Antel a contraer un endeudamiento por USD 58 millones para financiar la construcción del Complejo Multifuncional Antel Arena. En los Estados Contables de Antel del año 2017 figuran, dentro del pasivo de la empresa, UYU 1.165 millones correspondientes al préstamo con el Banco Santander.<sup>9</sup>

Del análisis de la operación crediticia se desprende que, en rigor, la extensión del flujo de pagos mencionada en el planteo de Arana no refiere a la extensión del flujo en términos económicos, ya que perfectamente Antel podría haber realizado el contrato de préstamo directamente con el banco Santander. La expresión “extensión del flujo de pagos” cobra sentido si se analiza desde el punto de vista contable. En este caso, efectivamente la constitución del fideicomiso permite extender el impacto contable en el resultado fiscal del flujo de pagos del préstamo contraído para construir el Antel Arena.<sup>10</sup>

### 1.3.3. Ancap y sus subsidiarias

---

Un camino que han tomado las empresas públicas en las últimas décadas es la creación de sociedades anónimas. Según el Portal de Transparencia Presupuestaria de la OPP, existen 51 sociedades anónimas propiedad de las empresas públicas (ver Anexo). UTE cuenta con 8, Antel con 6, OSE con 2, ANP con 2 y AFE con 1<sup>11</sup>. La creación de empresas satélites es una dinámica que ha tenido un fuerte empuje en los últimos tiempos, y no tiene una explicación monocausal. El Instituto de Economía, desde una mirada de largo plazo, da cuenta de este fenómeno, relacionándolo en parte con el cómputo de las inversiones en el déficit fiscal:

*“En las últimas décadas se advierte un fenómeno de importancia económica y política: la creación de numerosas sociedades anónimas pertenecientes a empresas públicas. Se trata de cerca de 30 empresas, en gran parte pertenecientes a Ancap. En su mayoría habrían sido creadas porque no computan sus actividades*

---

<sup>8</sup> “La comisión que estudia cómo *financiar* el Antel Arena entregará al presidente Tabaré Vázquez un documento con tres alternativas” (El País, 21/07/2015), “Antel Arena: comisión entregará informe para su *financiamiento*” (Radio Nacional, 23/07/2015), “Gobierno evalúa alternativas para *financiar* Antel Arena” (Radio Rural, 16/07/2015).

<sup>9</sup> En los Estados Contables Consolidados aparece el Banco Santander como acreedor; en los Estados Contables Individuales de Antel, el acreedor es el Fideicomiso.

<sup>10</sup> Uno de los temas que se puso sobre la mesa en la discusión del Antel Arena fue la pertinencia de que una empresa de telecomunicaciones como Antel realizara un proyecto de estas características. El Tribunal de Cuentas había declarado al proyecto como inconstitucional en agosto de 2013, por violar el principio de especialidad de los Servicios Descentralizados. Vale decir que la solución del fideicomiso financiero no resuelve este problema.

<sup>11</sup> UTE: Areafin S.A., Interconexión Sur S.A., Arias Fideicomiso Financiero, Rouar S.A., Solfiral S.A., Central puerto S.A., Fideicomiso Financiero Pampa, Gas Sayago S.A.

ANTEL: Accesa S.A., HG S.A., ITC S.A., ANTEL participaciones LTDA., ANTEL Brasil, ANTEL Usa.

OSE: Manantial dorado S.A., Agua de la Costa S.A.

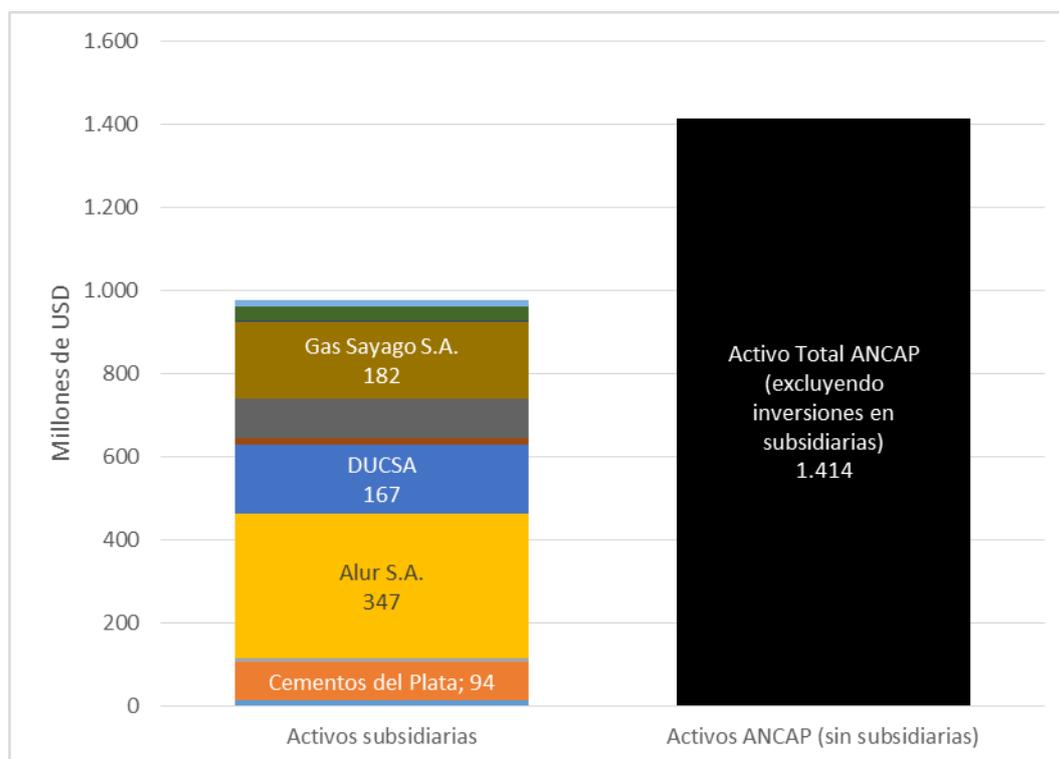
ANP: Terminal Cuenca del Plata S.A., Cursos de Agua S.A.

AFE: Self S.A.



sus activos. El Gráfico 10 presenta el total de activos de Ancap (excluyendo el rubro “inversiones en subsidiarias”) y el total de activos de sus subsidiarias.

Gráfico 10 - Activos de Ancap y de empresas subsidiarias



Fuente: Elaboración propia, en base a Estados Contables de Ancap y subsidiarias.

Según sus estados financieros, en el año 2016 los activos de todas las empresas ascendieron a USD 964 millones, destacándose ALUR (USD 347 millones), DUCSA (USD 167 millones), Gas Sayago S.A. (USD 182 millones) y Cementos del Plata (USD 94 millones). Por su parte, los activos de Ancap en sus estados financieros individuales –excluyendo las Inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos– ascendieron a USD 1.414 millones.

La realización de inversiones por parte de las empresas subsidiarias sólo computa en el déficit fiscal en la cuota parte asociada a los aportes de capital que Ancap realice en las mismas. De esta forma, gran parte de la inversión desarrollada por la empresa no es registrada en el déficit fiscal en el momento en que se ejecuta.

#### 1.3.4. UTE y el sector de transmisión eléctrica

En 2014 UTE definió avanzar en la construcción de la línea de transmisión Tacuarembó-Melo de 500 kV, que une la estación Melo B con una nueva estación en Tacuarembó, atravesando los departamentos de Tacuarembó y Cerro Largo. Esta obra forma parte del proyecto de cierre del anillo de alta tensión, un objetivo estratégico para el sistema de transmisión, que permite reforzar y dar mayor confiabilidad a la red eléctrica del país. El costo total de la obra se estimaba en USD 80 millones.

Para la construcción de la línea hubo contactos con dos entidades financiadoras: KfW y Fonplata. En el caso de Fonplata, su Directorio Ejecutivo aprobó en noviembre de 2014 un contrato de préstamo por USD 40 millones. En relación a KfW, UTE recibió por parte de dicha entidad una propuesta de financiamiento también

por USD 40 millones. Los términos del contrato de préstamo fueron aprobados por UTE en febrero de 2015, y por KfW en junio de 2015. De esta forma, se contaba con un proyecto con costo estimado de USD 80 millones, con ofertas de financiamiento asociadas, concretas y firmadas por un monto de hasta USD 80 millones.

En el marco de las directivas presupuestales para el quinquenio 2015-2019 y los topes a la inversión asociadas a estas directivas, esta obra se terminó replanificando. En julio de 2015 el directorio de UTE resolvió comunicar a FONPLATA y a KfW la decisión de no continuar con el proceso de financiamiento para el proyecto. A su vez, la resolución incluye en sus considerandos que UTE evaluaría la posibilidad de realizar el proyecto mediante la utilización de algún vehículo especial que hiciera compatible las necesidades de UTE con las políticas determinadas por el Poder Ejecutivo. El vehículo especial elegido finalmente fue el *Leasing Operativo*. Adicionalmente al contrato de *leasing*, en donde UTE se compromete al pago de una cuota mensual, la empresa propietaria de la línea firmaría también un contrato de Operación y Mantenimiento con UTE.

El proceso analizado muestra que la elección de la modalidad de *leasing* para realizar una línea de transmisión no se fundamentó en consideraciones de tipo económico. La justificación para realizar una inversión de este tipo por esta modalidad fue la necesidad de realizar inversiones por fuera del espacio fiscal, basado en el registro contable diferencial que tiene esta modalidad con relación a la obra pública tradicional.

Si bien este es el primer caso de línea de transmisión de UTE realizada mediante *leasing*, no es el primer caso de modalidad alternativa de inversión en el área de transmisión. La convertidora de frecuencia, necesaria para la interconexión eléctrica con Brasil, fue realizada a través de una sociedad anónima, ISUR S.A., 98% propiedad de UTE y 2% propiedad de la CND, quien licitó y asignó la construcción al consorcio AREVA (contrato en el cual UTE se constituye como fiador solidario). El monto de la inversión, de USD 150 millones, fue financiado con préstamos de Citibank y Latin American Investment Bank Bahamas Limited (en donde UTE participa como garante de las operaciones). ISUR a su vez firmó con UTE un contrato de cesión de uso durante 30 años, por el cual UTE le paga a ISUR un canon mensual. De esta forma, la inversión de la convertidora no figuró como inversión de UTE, y su registro no apareció como inversión en el momento que se realizó, sino que aparecerá como gasto a lo largo de 30 años, de acuerdo a las cuotas mensuales que UTE le paga a ISUR S.A. (y que figuran en sus estados contables como arrendamientos financieros).

En la actualidad UTE tiene previstos aproximadamente USD 350 millones de inversión mediante modalidades alternativas (Línea Tacuarembó-Melo, Línea SGU-SAL, Segunda conexión Punta del Tigre, Línea Salto-Tacuarembó, entre otros),<sup>12</sup> por encima del presupuesto de inversiones total para el quinquenio de USD 1.250 millones.

#### 1.4. Discusión a nivel local

---

El problema de la contabilización de las inversiones de las empresas públicas en el déficit fiscal es un tema que ha tenido también abordajes a nivel local. Se puede encontrar esta preocupación en intervenciones de un variado rango de personas: altas jerarquías del Poder Ejecutivo, parlamentarios, presidentes de empresas públicas, analistas de cámaras empresariales, sindicalistas, académicos y analistas privados.

---

<sup>12</sup> alguna de estas inversiones puede encontrarse en Uruguay XXI (2017) "Proyectos de inversión en infraestructura".

El actual director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto y Ministro de Economía entre 2008 y 2010, Cr. Álvaro García, planteaba el tema en el Seminario sobre Regulación de Empresas Estatales organizado por la Unidad Reguladora de Servicios de Energía y Agua (URSEA):

“Increíblemente, lo que en una empresa se registra como un activo fijo, como un bien a amortizar durante varios años, a efectos de la contabilidad pública es un gasto del año, por lo tanto aparece totalmente en el déficit fiscal. Si uno incrementa las inversiones de manera importante, va a aparecer en el numerito mágico, que es el que miran los economistas al final del año y determinan si las cosas estuvieron mal o estuvieron bien.”

Álvaro García (2015), *Presentación en Seminario de la URSEA*

Sobre este tema también opinaba el Ec. Fernando Lorenzo, Ministro de Economía entre 2010 y 2013.

“Quiero aclarar algo que es importante. En el resultado fiscal, que es el que se divulga mensualmente, no están las pérdidas y ganancias de las empresas públicas, sino las diferencias entre ingresos y gastos. Si las empresas públicas dan ganancias, no importa... Si una empresa pública está gastando por inversiones de altísima rentabilidad USD 2.000.000.000 –una gran inversión–, esa cantidad va al déficit, aunque en la contabilidad patrimonial haya activo, pasivo y no tenga ningún cambio. No mezclemos el concepto de contabilidad patrimonial con lo que el Ministro de Economía y Finanzas tiene que hacer, que es atenerse al Manual de estadísticas de las finanzas públicas vigente en Uruguay, el cual responde a una metodología internacional que nuestro país hizo suya y que es auditada, entre otros, por el Fondo Monetario Internacional. Es el manual que se utiliza para el registro contable y, para mí, tiene un problema, porque hace que las inversiones de las empresas públicas sean consideradas costos, cuando en la contabilidad patrimonial no lo son.”

Fernando Lorenzo (2015), *Intervención en la Comisión Investigadora de la situación Económica y Financiera de Ancap*

También se encuentran opiniones en este sentido dentro de miembros del Poder Legislativo. Alejandro Sánchez, presidente de la cámara de diputados durante el año 2015, desarrollaba el tema en entrevista en radio El Espectador

“Emiliano Coteló (EC) —Otro tema que aparece en la declaración final del congreso es una defensa fuerte de las empresas públicas y sus inversiones. Suena a respuesta, a reivindicación de la gestión en esa materia del gobierno Mujica, que está cuestionada y no solo desde afuera, desde adentro mismo del FA. Voy a un punto dentro de ese capítulo, una propuesta que se hace para “actualizar los criterios del cálculo del resultado fiscal, con el cometido de que la inversión productiva pública sea considerada como lo que es, un activo y no un gasto. De esa manera se evita que se distorsione el déficit fiscal”. ¿Cómo llegaron a este planteo?

Alejandro Sánchez (AS) —Es un viejo planteo. Los manuales de contabilidad pública, que fueron creados y recomendados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), tienen un sesgo antiinversión del Estado. Cada vez que el Estado invierte en algo tiene que ser considerada toda la inversión en ese año, se tiene que incorporar al balance de ese año, y además es incorporada como un gasto, porque el Estado no tiene —la Administración Central principalmente— contabilidad patrimonial. Una empresa privada invierte en una máquina y no pone en el balance de ese año todo el gasto de esa máquina, porque eso lo va a hacer más productivo en el futuro, entonces se incorpora la vida útil de ese activo productivo en los diferentes años y va poniendo la depreciación de ese capital, que es un activo que logró, para tener un balance más razonable. En el caso de la administración pública es lo contrario, y ese es el manual del año 86 del FMI, ahí estaba el auge del neoliberalismo. Luego hay unos buenos materiales de la Cepal cuestionando esa forma de medir. Hoy la Cámara de Lores en Inglaterra terminó inventando las PPP, que son una forma de escaparse a esto. Como si hago la inversión pública pura me entra toda en el déficit y me genera un problema de desequilibrio, se inventan instrumentos por afuera. Muchas veces es ir al derecho privado, generar participación público-privada, para que no me entre en el déficit toda la inversión. Pero generar esos mecanismos —lo dice la

Cámara de los Lores— para tener una contabilidad diferente le sale mucho más caro, porque si lo hace el Estado va, toma deuda, toma un préstamo, invierte.

EC —Entonces, ¿qué es lo que ustedes están planteado que sea viable? Porque a raíz de ese documento ayer consultábamos, por tomar una fuente, a la economista Gabriela Mordecki, coordinadora del Grupo de Análisis Macroeconómico del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Udelar, y ella hacía una síntesis parecida a la que acaba de realizar usted y decía que este criterio de contabilidad pública que está vigente en Uruguay, que está incorporado en los manuales del FMI, es el que utilizan entre otros las calificadoras de riesgo, los inversores, quienes prestan dinero a la hora de evaluar y comparar el déficit de los países. Por lo tanto, decía, si Uruguay aplica otro criterio va a quedar descolgado del mundo.

AS —Claro, es un gran problema. Pero el Uruguay puede aplicar el criterio que ya recomendó el FMI en el año 2001, por ejemplo, que es aceptado a nivel internacional. Si yo hago una escuela, una inversión en una escuela, no es una inversión productiva, es una inversión social, porque esa escuela no me va a dar ganancias. Pero si yo creo un proyecto de inversión para la generación de energía eléctrica, un molino de viento, eso sí me va a dar ganancia, esa es una inversión productiva. Lo que tiene que hacer Uruguay es decir “estamos de acuerdo con el manual del 2001”, que es superior al del 86. Plantea no incorporar las inversiones productivas como un gasto, sino como un activo.

Además México acaba de plantear un método diferente y ha sido aceptado a nivel internacional. Dice: nuestras inversiones energéticas –solo para la energía– las vamos a encapsular aparte. Esto ha sido aceptado por las calificadoras de riesgo, por el FMI y por el concierto de las naciones. Lo que hay que discutir es cómo actualizamos en función de lo que hoy ya nos están planteando los organismos internacionales. Insisto, estamos en el manual 86.”

Alejandro Sánchez (2017), *Entrevista radial en programa En perspectiva*

En el ámbito de las empresas públicas también se encuentran opiniones respecto al problema de la contabilización de la inversión. El Ing. Gonzalo Casaravilla, presidente de UTE desde el año 2010, realizaba el siguiente planteo en la presentación de cierre del III Congreso Latinoamericano de Energía Eólica:

“Me llamó la atención una cuenta que nunca había hecho y que está muy buena, que muestra la inversión eólica hasta el año 2016, en donde sólo USD 134 millones fueron hechos dentro del espacio fiscal. Todo lo demás fue hecho fuera del espacio fiscal. Desde el punto de vista del espacio fiscal –que es en definitiva la diferencia entre lo que entra y lo que sale a nivel del gobierno nacional– terminamos el año 2016 con un 4% de déficit fiscal. Si hubiésemos hecho todas estas inversiones dentro del espacio fiscal, si las hubiese hecho UTE, hubiésemos llegado a un déficit de 5,7%.

Acá de fondo, lo que estoy asumiendo es que inversiones pertinentes generan “déficit”. Esto es algo macabro sobre lo que tenemos que reflexionar, porque si una inversión es buena porque es productiva, porque tiene una rentabilidad cierta, etc, nunca puede uno asociarlo a un “déficit”. El problema es que uno cuando tiene que hacer inversiones, tiene que endeudarse, tiene que generar déficit.

Hoy la locura que tenemos que gestionar, que está pasando aquí y en el mundo, es que los gobiernos tienen que cuidar su espacio fiscal, y asociado con esto, cuando se analizan las inversiones, aunque la rentabilidad sea muy buena, como uno no puede ocupar espacio fiscal, entonces no puede hacerlas. ¿Y qué empresa en el mundo puede desarrollarse sin invertir? El sector eléctrico en Uruguay crece todos los años un 2%. Eso le requiere, a una empresa que tiene USD 7.000 millones de activos, inversiones de expansión e inversiones de reposición, si no esto se va al diablo. Entonces uno debe para invertir apalancarse, endeudarse. Pero uno no lo puede hacer porque si no ocupa espacio fiscal. Ese es el nudo gordiano que hay que solucionar, si no las empresas públicas están condenadas a desaparecer como tales, porque tienen que sistemáticamente trasladar a la inversión privada las inversiones necesarias para el negocio.”

Gonzalo Casaravilla, (2017), Presentación en el III Congreso Latinoamericano de Energía Eólica

Asimismo, la Ing. Carolina Cosse, ex presidenta de Antel en el período 2010-2015 y actual ministra de Industria, Energía y Minería, planteaba su disposición a analizar el tema y el condicionamiento que se impone a las formas de inversión en entrevista realizada por La Diaria.

“En el suplemento *Dinamo* de la diaria se mencionó la necesidad de modificar la contabilidad en las empresas públicas en relación a las inversiones, lo que impactaría en el déficit. ¿Está de acuerdo con esa idea?

Estoy. Me parece muy interesante, es algo para estudiar, porque a veces puede estar condicionada una forma de invertir por la legislación y no por la conveniencia para la empresa o para el país. Sería excelente tener un espacio de reflexión.”

Carolina Cosse (2017), Entrevista en La Diaria

También es posible encontrar este tema en análisis de diferentes sectores sociales. Un documento realizado por el Centro de Estudios Económicos de la Industria de la Construcción (CEEIC) planteaba el tema de la siguiente forma.

“La inversión en infraestructura ha quedado condicionada en las últimas décadas no solo porque el margen de maniobra del sector público es limitado en cuanto a los recursos de los que dispone, sino además por la incidencia que puede tener sobre las cuentas públicas de las administraciones, aspecto este último que se ha transformado en una consideración esencial para los gobiernos a la hora de evaluar bajo qué modalidad llevar a cabo una inversión. (...)

Siguiendo a la OCDE (2008), para llevar a cabo una inversión los gobiernos pueden optar entre: i) utilizar el presupuesto operativo corriente, ii) acudir al endeudamiento público o iii) utilizar un intermediario o socio privado. Mientras las dos primeras opciones implican realizar inversiones dentro del presupuesto (*on-budget*), la tercera las coloca fuera del mismo (*off-budget*), generando en última instancia distintos efectos sobre las cuentas públicas.

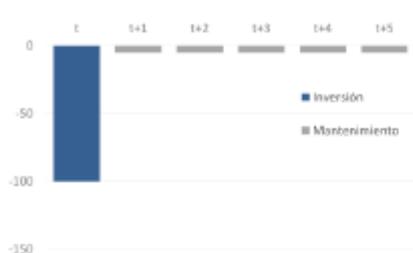
Los gráficos que se incluyen a continuación ilustran cómo impactan en el resultado del sector público los costos de una inversión según qué alternativa sea la utilizada. A modo de ejemplo, se considera un proyecto de inversión de 5 años, que requiere de 100 unidades monetarias (u.m.) para la construcción de un activo de infraestructura a ejecutar el primer año (momento “t”) y de 5 u.m. anuales para su mantenimiento. Se asume también que no hay cargo directo a los usuarios sino que es el gobierno el que hace los pagos correspondientes cuando es necesario.

El Gráfico 1 muestra el impacto sobre el resultado fiscal de una inversión realizada directamente por el Gobierno utilizando fondos presupuestales existentes: la inversión necesaria de 100 u.m se contabiliza en el momento inicial “t”, mientras las erogaciones realizadas desde el momento “t+1” por concepto de mantenimiento se contabilizan período a período.

Por su parte, el Gráfico 2 exhibe las consecuencias de tomar deuda pública para realizar la inversión necesaria de 100 u.m. La dinámica es similar al caso anterior, con la diferencia de que a las erogaciones anuales por concepto de mantenimiento se suman las realizadas por concepto de intereses sobre las obligaciones contraídas.

Finalmente, el Gráfico 3 ilustra el impacto fiscal cuando es un intermediario o socio privado quien asume la deuda para la inversión inicial de 100 u.m. En este caso y manteniendo el supuesto de que no hay cargo directo a los usuarios, el gobierno realizará pagos al intermediario a partir del momento “t+1”, que serán utilizados por concepto de amortización de deuda e intereses, así como para el mantenimiento.

**Gráfico 1. Financiamiento con fondos presupuestales**

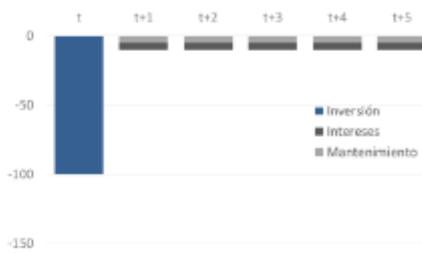


El Gráfico 1 muestra el impacto de una inversión realizada directamente por el Gobierno utilizando fondos presupuestales existentes.

El Gráfico 2 exhibe las consecuencias de tomar deuda pública.

El Gráfico 3 ilustra el impacto cuando es un intermediario o socio privado quien asume la deuda para la inversión inicial.

**Gráfico 2. Financiamiento con endeudamiento público**



**Gráfico 3. Financiamiento mediante intermediario privado**



Fuente: en base a OCDE (2008)

El organismo plantea que a pesar de los diferentes efectos que los modelos de provisión de infraestructura tienen sobre las cuentas públicas, su elección debería realizarse siguiendo el criterio de mayor eficiencia sin que su tratamiento presupuestario tenga en ello alguna influencia. Por este motivo, los criterios contables deberían diseñarse con especial cuidado y persiguiendo la neutralidad, puesto que de otro modo podrían generar incentivos perversos que afecten la decisión sobre la elección del modelo y en última instancia, los beneficios que la sociedad obtenga de ello.”

Centro de Estudios Económicos de la Industria de la Construcción (2015), *Financiamiento de infraestructura: apuntes sobre la experiencia internacional y reflexiones para el caso uruguayo*, pág. 8-9.

Desde el sector sindical también hay planteos en esta dimensión. Gabriel Soto, presidente de la Agrupación de Funcionarios de la UTE entre 2014 y 2017, planteaba lo siguiente.

“Es ahí que encontramos el tope de endeudamiento y particularmente el modo de contabilidad de las finanzas públicas. Este último determina que las inversiones sean contabilizadas como gastos en el año fiscal corriente y no se amorticen en el tiempo, lo que determina un desfase en los equilibrios macroeconómicos que genera y aumenta el déficit fiscal.”

Gabriel Soto, Suplemento Dínamo de La Diaria, 26 de junio de 2017

Existe también literatura académica local referida a esta temática. El Observatorio de Energía y Desarrollo Sustentable de La Universidad Católica del Uruguay, en un libro sobre institucionalidad en el sector de la energía publicado en 2015, planteaba lo siguiente.

“En relación a la política fiscal, se debe tener en cuenta que la contabilidad fiscal se realiza con criterio de caja. En el caso particular de las inversiones de las empresas, se incluyen las erogaciones realizadas en el ejercicio como un gasto del propio ejercicio. Ello supone ignorar que las inversiones suelen tener un plazo de maduración muy largo cuando se trata de las infraestructuras en las que típicamente invierten las empresas públicas.

(...)

Para evitar esta problemática, parece necesario evaluar en profundidad un cambio de criterio en la contabilización del resultado fiscal del sector público.”

UCUDAL (2015), *Institucionalidad en el Sector de la Energía*

Analistas económicos locales también han desarrollado el tema. El Ec. Germán de Agosto, Analista de la consultora CPA Ferrere, realizaba una columna sobre la contabilización de la inversión pública en el programa *Suena Tremendo de Radio el Espectador*:

“De Agosto [Analista de CPA Ferrere]: Es justamente la forma en que en Uruguay, y en un conjunto de países de América Latina, se contabiliza la inversión pública. Hay una dualidad entre la forma en que el sector privado contabiliza la inversión, en donde básicamente la difiere en el tiempo, la amortiza en varios años, y la forma en que se considera la inversión pública, que es un egreso en el año cero. Si hoy se realiza una inversión fuerte en infraestructura, eso le pega 100% al déficit fiscal.

”Juanchi Hounie [Periodista]: ¿Nunca se dio la discusión de cambiar la forma en que se contabiliza la inversión en el Sector Público? Porque, por ejemplo, yo hago la inversión a 5 años, son 500 millones de dólares, pero esos 500 millones se cuentan en el año cero, entonces eso te mueve la aguja...”

De Agosto: Claro, además pensemos que estamos hablando de inversiones grandes, inversiones en infraestructura a 20 o 30 años. Imaginensé en la situación que estamos hoy, con un déficit del entorno del 4%, metiendo un agujero final por la inversión en una carretera, o en el tren. (...) En este momento confluyen dos problemas en Uruguay. Por un lado, hay un rezago importante en materia infraestructura, que supone ineficiencias y sobrecostos. (...) Por otro lado, hay un problema de déficit fiscal en las cuentas públicas. (...) ¿Cuál es el lazo que hace que estos dos problemas confluyan? Es la forma en que se contabiliza la inversión pública. Lo cual parece un poco ridículo, pensar que eso es una limitante y que los Estados dejan de hacer algo tan importante por un tema de como vos registras la inversión.

Juanchi Hounie [Periodista]: No te quiero meter en camisa de once varas, lo podemos responder en otro momento, pero me surge la pregunta de por qué la contabilidad pública es así.

De Agosto: Es porque tenemos un problema de atraso. Porque no nos hemos ido acoplando los nuevos criterios. Y no sólo es un problema de Uruguay. No solamente en Uruguay se utiliza el Manual de las Finanzas Públicas de 1986, que es el que computa la inversión como un egreso del año cero. La otra alternativa, el manual más actualizado, es del 2001. La idea es moverse hacia ese esquema para subsanar este problema de contabilidad. En ese manual no existe este problema, porque la inversión pública quedaría regulada bajo las mismas reglas contables que la inversión privada [el criterio devengado].”

Germán De Agosto, CPA Ferrer, Columna en *Suena Tremendo, Radio El Espectador*, 23 de agosto de 2017

El Ec. Ernesto Talvi, director del Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES), señalaba también el problema del cómputo de las inversiones en el déficit fiscal para el desarrollo de infraestructura en Uruguay, y presentaba como propuesta que los proyectos de inversión financiados por organismos multilaterales se computaran como proyectos autocontenidos por fuera de las cuentas públicas.

“Teniendo el sello de aprobación de los organismos y su asesoramiento técnico, eso garantiza que estas obras van a ser de alta rentabilidad económica y social. Si así ocurre, podríamos llegar a convencer al Fondo Monetario Internacional (FMI) –que tiene su metodología, pero que está abierto a escuchar estas propuestas– y a las calificadoras de riesgo de no se compute como parte del déficit fiscal porque en rigor esto no es gasto. Se podría tratar como un proyecto autocontenido por fuera de las cuentas públicas. Cuando uno tiene en cuenta los flujos que va a generar este proyecto a futuro y los descuenta apropiadamente, va a tener un valor presente neto positivo. No es deuda sino todo lo contrario, es un activo para el país. Y si está avalado por los organismos –y esto es muy importante–, podemos ir al FMI y decirles: miren, esto no debería computarse como déficit ni como deuda y por eso lo dejamos aparte. Es una apuesta al crecimiento futuro y al mismo tiempo, a la reactivación presente.”

Ernesto Talvi (2016), *Entrevista en Diario El Observador*

Finalmente, en el seminario sobre regulación de empresas estatales organizado por la Unidad Reguladora de Servicios de Energía y Agua (URSEA), el Ec. Gabriel Oddone, socio de la firma CPA Ferrere, planteaba lo siguiente.

“Una revisión del marco de las empresas públicas debería favorecer, o poner sobre la mesa, lo importante que es que el Uruguay empiece a transitar, lenta pero de manera clara, hacia la adopción del Sistema 2001 del Fondo Monetario Internacional de Contabilidad Pública. No podemos seguir estando en un régimen en el cual las inversiones de las empresas públicas, en el consolidado de la contabilidad del sector público no financiero, son un gasto. Esto es una locura. Restringe las inversiones de las empresas, afecta el desarrollo de la infraestructura en un país –como lo ha señalado el Banco Mundial– en donde este desarrollo está en manos de las empresas públicas. Este no es un país en donde el desarrollo de infraestructura esté en manos de un sector privado muy dinámico; la provisión de infraestructura está, y va a estar por mucho tiempo, en mano de las empresas públicas. Tener un sistema de contabilidad que no favorece a transparentar cuándo una inversión pública es una compra de un activo, y por lo tanto no debe ser consolidado en el ajuste global del sector público no financiero como una erogación de caja, es un tema crucial.”

Gabriel Oddone (2015), *Presentación en Seminario de la URSEA*

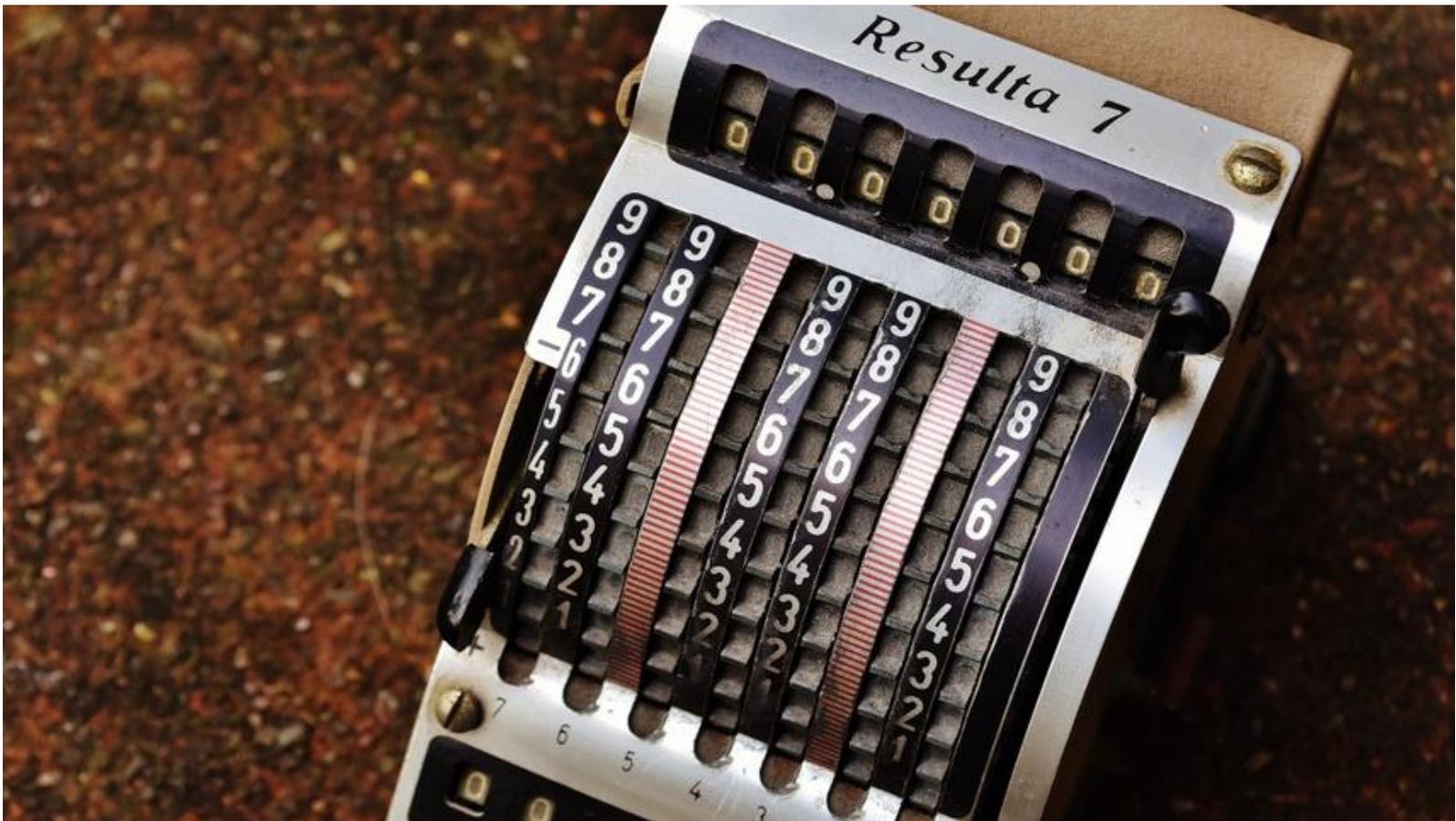
## 1.5. Resumen del capítulo

---

En el presente capítulo se abordó la dimensión económica de las reglas de juego de la inversión pública en Uruguay, destacándose los siguientes aspectos:

- La infraestructura es uno de los determinantes centrales del crecimiento y desarrollo. Latinoamérica tiene un fuerte rezago en materia de infraestructura. A partir de 1987 se verifica una importante caída de la inversión pública, relacionada con la reducción del espacio fiscal.
- Para el caso de Uruguay, un país en el que la inversión en infraestructura depende fundamentalmente de la inversión pública, las estimaciones muestran un nivel total de inversión en infraestructura por debajo del promedio de América Latina.
- En Uruguay la mitad de la inversión pública es realizada por las empresas públicas. Un informe del Banco Mundial muestra que los valores de inversión en los sectores de telecomunicaciones, electricidad y agua potable y saneamiento no alcanzan los mínimos deseables.
- Existe una relación entre el rezago en la infraestructura y la forma en que las inversiones se contabilizan en el déficit fiscal, identificada en documentos del BID, FMI, CEPAL, entre otros. Adicionalmente, las reglas contables generan un sesgo en contra de la inversión pública y a favor de las modalidades alternativas de inversión.
- Para analizar cómo opera este sesgo contable en el caso uruguayo, se analizaron los siguientes estudios de caso.
  - UTE y la revolución eólica uruguaya: En los últimos años Uruguay ha asistido a una verdadera transformación de su matriz energética, de la mano de la energía eólica. El desarrollo de este sector se basó fundamentalmente en inversión privada con contratos a largo plazo y modalidades alternativas de inversión pública. Este particular mix de inversión estuvo influenciado por las reglas de juego en las que se toman las decisiones de inversión pública en Uruguay, que implican un impacto mucho mayor en el déficit fiscal de la modalidad de inversión pública tradicional frente a las otras modalidades. La necesidad de mantener bajos niveles de déficit fiscal sesgó el camino recorrido hacia este mix de inversión, generando como

- contrapartida un importante aumento de la participación del sector privado en un sector históricamente público, además de mayores costos de financiamiento.
- Antel y la construcción del Antel Arena: Una de las inversiones de Antel que más polémica ha generado en los últimos tiempos ha sido la construcción del estadio polifuncional Antel Arena. En el marco de la discusión presupuestal de un nuevo período de gobierno, en el año 2015 el Poder Ejecutivo dio la orden de suspender las obras. Luego de analizar un conjunto de opciones, el proyecto fue reencauzado a través de un fideicomiso. La única diferencia con la propuesta de que el proyecto se realice a través de Antel es que mediante este mecanismo el proyecto no impacta en el déficit fiscal. Como contrapartida, se incurren en mayores costos de financiamiento.
  - Ancap y sus subsidiarias: Un camino que han tomado las empresas públicas en los últimos tiempos ha sido la creación de sociedades anónimas. Ancap es la empresa pública que más empresas subsidiarias tiene, con 13 empresas subsidiarias y 7 empresas subsidiarias de sus subsidiarias. En el actual esquema de consolidación de las empresas públicas en el déficit fiscal sólo aparecen las inversiones realizadas por Ancap, no siendo computadas las inversiones realizadas por sus subsidiarias.
  - UTE y el sector de transmisión eléctrica: El fenómeno de realizar inversiones por modalidades alternativas de inversión ha avanzado también hacia el sector de transmisión de energía eléctrica. La construcción de la línea Tacuarembó–Melo fue el primer ejemplo de utilización del *leasing* como herramienta para invertir, teniendo como única fundamentación su menor impacto en el déficit fiscal. En la actualidad UTE tiene previstos aproximadamente USD 350 millones de inversión en líneas de transmisión mediante esta modalidad.
- El problema de la contabilización de las inversiones de las empresas públicas en el déficit fiscal es un tema que ha tenido también abordajes a nivel local. Se puede encontrar esta preocupación en intervenciones de un variado rango de personas: altas jerarquías del Poder Ejecutivo (Álvaro García, Fernando Lorenzo), parlamentarios (Alejandro Sánchez), presidentes de empresas públicas (Gonzalo Casaravilla, Carolina Cosse), analistas de cámaras empresariales (Centro de Estudios Económicos de la Industria de la Construcción), sindicalistas (Gabriel Soto), académicos (Universidad Católica), y analistas privados (Germán de Agosto, Ernesto Talvi, Gabriel Oddone).



## Capítulo 2

# MARCO CONCEPTUAL CONTABLE

Asimetrías de registro entre la inversión pública tradicional y las modalidades alternativas de inversión

## 2. MARCO CONCEPTUAL CONTABLE

---

### 2.1. Historia del registro de la inversión pública en el resultado fiscal

---

La discusión sobre si considerar o no la inversión pública en el resultado fiscal tiene al menos dos siglos.<sup>13</sup> La historia da cuenta del uso de la denominada “regla de oro”, asociada al patrón oro, que implicaba que los gastos corrientes se igualaran a los ingresos corrientes y los gastos de capital se financiaran con deuda:

“La práctica del siglo XIX de mantener separados los presupuestos ordinarios y los de capital era una de las posibles fórmulas para alcanzar el equilibrio presupuestario para soportar el patrón oro. Esta particular fórmula prohibió el déficit en la cuenta corriente, pero permitió que los déficits en la cuenta de capital fuesen compensados por superávits futuros de la cuenta capital suficientes para pagar la nueva deuda. Una práctica común era dedicar estos ingresos particulares para servir la deuda que se había tomado para financiar dicha inversión.”

Basseto y Sargent (2006), *Politics and efficiency of separating capital and ordinary government budgets*,  
pág 1.

A principios de siglo XX el economista Arthur Pigou, que planteaba una regla dura para el déficit corriente —no aceptando la existencia del mismo salvo situaciones excepcionales—, conceptualizaba de forma diferente a las inversiones de capital, de acuerdo a la “regla de oro”:

“En épocas normales el gasto del gobierno debería ser cubierto con los ingresos regulares de dicho año. No puede haber dudas sobre que en un gobierno ordenado el gasto debería ser financiado con impuestos, y no con deuda. (...) Esta tesis es universalmente aceptada. (...) El gasto de gobierno dedicado a producir bienes de capital, cuyos frutos se recuperarán subsecuentemente, debiera financiarse con préstamos.”

Pigou (1929) citado en Balassone y Franco (2001) *EMU fiscal rules: a new answer to an old question?*,  
pág 5-6.

John Maynard Keynes también puso sobre la mesa la contabilización de las inversiones y las reglas fiscales:

“Aunque a John Maynard Keynes no le gustaba el patrón oro, defendió la regla fiscal del siglo XIX, que parecía haber acompañado el patrón oro y, por lo menos a nivel nacional, desaparecido con él.”

Basseto y Sargent (2006), *Politics and efficiency of separating capital and ordinary government budgets*,  
pág 3.

Durante la primera mitad del siglo XX muchos países mantuvieron esta forma de contabilizar el presupuesto. Las experiencias en los casos de Suecia, Dinamarca, Canadá y Estados Unidos y las discusiones con respecto al uso de esta regla y la clasificación en gasto de capital o corriente pueden encontrarse profusamente detalladas en Hansen (1941, págs. 191-207). También existen experiencias recientes del uso de la regla de oro, por ejemplo por parte del Reino Unido en el período 1997-2009 (FMI, 2015).

Esta regla era utilizada también en el Uruguay de la primera mitad del siglo XX, según plantea un estudio del Instituto de Economía:

“(...) el resultado corriente pretende ser una aproximación al grado en que los recursos logran cubrir los gastos que no son inversión. Este indicador cobra particular importancia bajo la concepción prevaleciente en las primeras décadas del siglo, que entendía que el gobierno debía financiar sus gastos corrientes con ingresos tributarios y que podía permitirse cubrir inversión con deuda, en tanto esta implicaría retornos que se convertirían en ingresos futuros.”

---

<sup>13</sup> Balassone y Franco (2001) hacen un muy interesante estudio histórico del tema, que incluso trasciende los últimos dos siglos, analizando el tema desde la Biblia hasta la actualidad.

Azar et al (2009), *¿De Quiénes, para Quiénes y para Qué? Las Finanzas Públicas de Uruguay en el Siglo XX*, pág 6.

## 2.2. Los Manuales del Fondo Monetario Internacional

---

### 2.2.1. Manuales de Estadísticas de Finanzas Públicas: 1986, 2001 y 2014

---

El texto de referencia para la confección del Resultado Fiscal es el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas elaborado por el Fondo Monetario Internacional. El manual tuvo tres ediciones: la primera en 1986, que consolida una forma de organizar las estadísticas públicas que en gran medida continúa hasta hoy; la segunda en 2001, que realiza importantes modificaciones con respecto a los criterios de 1986; y la tercera de 2014, que conserva el marco conceptual de su predecesor, introduciendo algunos tratamientos mejorados y reafirmando a su vez algunas diferencias con respecto al manual de 1986.

En cuanto al tratamiento contable de la inversión, debe destacarse que la base de registro del manual de 1986 es el criterio caja. El uso de este criterio debe ser contextualizado en una época de crisis de deuda, y de aquí la preferencia por dicha base, que fuera sustituida en las revisiones posteriores de 2001 y 2014. En palabras del FMI:

“4.2 Tradicionalmente, los gobiernos han llevado sus cuentas en base caja; esto se ve reflejado en el marco analítico del MEFP 1986. Incluir únicamente los ingresos y gastos en efectivo tiene la ventaja de centrar la atención del gobierno en su restricción de financiamiento/liquidez, que tradicionalmente se ha considerado como la prioridad más restrictiva. Sin embargo, los gobiernos ya no se encuentran tan limitados por la liquidez en la conducción de la política fiscal y han adquirido mayor capacidad para separar el momento en que tiene lugar una acción fiscal del momento en que se efectúa el pago a que ella da lugar, por lo cual las transacciones en efectivo no reflejan adecuadamente ni el momento en que tiene lugar la acción ni su impacto en la economía.”

FMI (2014), *Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas*, pág. 73

El manual es un extenso compendio estadístico de más de 500 páginas. A continuación se desarrollan solamente algunos conceptos fundamentales que diferencian al manual de 2014 del manual de 1986: la separación del gasto de la inversión, el pasaje de una a múltiples partidas de resultado y el pasaje del criterio caja al criterio devengado.

### 2.2.2. Separación del gasto de la inversión

---

Uno de los principales cambios que introduce el manual de 2001 con respecto a su predecesor es la mayor separación entre gasto e inversión. Esta separación conceptual surge porque los ingresos y gastos son definidos como variaciones de patrimonio. Dada esta definición, las inversiones, en la medida que no generan variaciones patrimoniales, no son categorizadas como gasto.

“El definir en el nuevo sistema a los ingresos y gastos como variaciones en el patrimonio neto como resultado de transacciones, lleva a modificar el tratamiento de las transacciones en activos no financieros con respecto al utilizado en el Manual de EFP [Estadísticas de las Finanzas Públicas] 1986.”

“5.1 El ingreso es un aumento del patrimonio neto como resultado de una transacción.”

“6.1 El gasto es una disminución del patrimonio neto como resultado de una transacción.”

“6.5 La adquisición de un activo no financiero mediante compra o trueque no afecta el patrimonio neto, y la transacción no es un gasto.”

FMI (2001), *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*, págs. 5, 41, 53 y 71

### 2.2.3. Múltiples partidas de resultado: El “Resultado Operativo Neto” y el “Préstamo neto / Endeudamiento neto”

El manual de 2014 propone cuatro estados financieros:

- **El Estado de Operaciones**, que presenta detalles de las transacciones de ingreso y gasto, así como también la inversión neta en activos no financieros, la adquisición neta de activos financieros y el incurrimiento neto de pasivos.
- **El Estado de otros flujos económicos**, que tabula las variaciones en las posiciones de saldos de activos, pasivos y patrimonio que no tienen su origen en transacciones.
- **El Balance**, que registra las posiciones de saldos de activos, pasivos y patrimonio neto.
- **El Estado de fuentes y usos de efectivo**, que atiende la variación neta en los flujos de efectivo como resultado de transacciones.

El Estado de Operaciones es el estado principal del manual, y se presenta en la Figura 3.

Figura 3 - Estado de operaciones, Manual FMI 2014

Cuadro 4.1 Estado de operaciones	
<b>Transacciones que afectan el patrimonio neto:</b>	
<b>1</b>	<b>Ingreso</b>
11	Impuestos
12	Contribuciones sociales [EFP]
13	Donaciones
14	Otros ingresos
<b>2</b>	<b>Gasto</b>
21	Remuneración a los empleados [EFP]
22	Uso de bienes y servicios
23	Consumo de capital fijo [EFP]
24	Intereses [EFP]
25	Subsidios
26	Donaciones
27	Prestaciones sociales [EFP]
28	Otros gastos
<b>NOB/GOB</b>	<b>Resultado operativo neto/bruto (1-2)<sup>1</sup></b>
<b>Transacciones en activos no financieros</b>	
<b>31</b>	<b>Inversión neta/bruta en activos no financieros<sup>2</sup></b>
311	Activos fijos
312	Existencias
313	Objetos de valor
314	Activos no producidos
<b>2M</b>	<b>Erogación (2+31)</b>
<b>NLB</b>	<b>Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-) [EFP] (1-2-31 = 1-2M = 32-33)</b>
<b>Transacciones en activos financieros y pasivos (financiamiento):</b>	
<b>32</b>	<b>Adquisición neta de activos financieros</b>
321	Internos <sup>3</sup>
322	Externos <sup>3</sup>
<b>33</b>	<b>Incurrimiento neto en pasivos</b>
331	Internos <sup>3</sup>
332	Externos <sup>3</sup>

Ingreso
-
Gasto*
=
Resultado operativo neto
-
Inversiones**
=
Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-)

\*Incluyendo Consumo de capital fijo  
\*\* Excluyendo Consumo de capital fijo

Fuente: FMI (2014), Manual de estadísticas de finanzas públicas, pág 77

Un elemento importante que diferencia a los manuales de 2001 y 2014 del manual de 1986 es la ampliación en las partidas de resultado. Las dos partidas de resultado más importantes, como muestra la Figura 3, son el resultado operativo neto, y el préstamo neto/endeudamiento neto.

“El resultado operativo neto, que se define como ingreso menos gasto y representa la variación del patrimonio neto como resultado de transacciones.

El préstamo neto/endeudamiento neto, que se define como la adquisición neta de activos financieros menos el incurrimento neto de pasivos, o alternativamente como el resultado operativo neto menos la inversión neta en activos no financieros; también es igual al resultado operativo bruto menos la inversión bruta en activos no financieros.<sup>14</sup>”

FMI (2014), *Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas*, pág. 308

De esta forma, el resultado operativo neto permite observar la variación del patrimonio neto del Estado, analizando solamente el resultado corriente, sin tener en cuenta las inversiones.<sup>15</sup> Keith Dublin, jefe de la División Finanzas del Gobierno del Departamento de Estadísticas del FMI, planteaba las virtudes de establecer análisis y metas fiscales en torno al resultado operativo neto.

"La evolución del patrimonio neto a lo largo de varios años es un buen indicador de la sostenibilidad de las políticas del gobierno", dice Dublin. "Si el patrimonio neto va disminuyendo con el correr del tiempo, el gobierno no puede mantener las mismas políticas indefinidamente. En síntesis, gracias a los datos del nuevo sistema se puede complementar con análisis de sostenibilidad el análisis de liquidez que era el centro del sistema anterior. Además, el nuevo sistema está armonizado con las normas de contabilidad pública y otros sistemas macroeconómicos".

Rowe (2009), *Cuando intervienen los gobiernos*, Revista Finanzas y Desarrollo, FMI

Sin embargo, son pocos los países que realizan una contabilización que permita diferenciar entre los conceptos de resultado operativo neto y préstamo neto/endeudamiento neto. En la actualidad, tanto los países como los analistas internacionales siguen centrando la evaluación del año fiscal en el déficit fiscal, que es análogo a lo que el manual del FMI denomina préstamo neto/endeudamiento neto, no integrando en el análisis de la situación fiscal de un país el indicador de resultado operativo neto.

#### 2.2.4. Criterio caja y criterio devengado

---

Otro elemento que diferencia al Manual de 1986 del de 2014 es el criterio de registro.

“**A1.167** El momento en que se registran las transacciones y otros flujos económicos está determinado por los principios de la contabilidad en base devengado en el marco de las EFP. Es decir, los flujos se registran cuando se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue valor económico. En el MEFP 1986, las transacciones se registran cuando se recibe o se paga efectivo [criterio caja].”

FMI (2014), *Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas*, pág. 306

El capítulo 3 del manual detalla cuatro formas diferentes de registro del gasto (base caja, base compromiso, base vencimiento de pago, base devengado), planteando que la mejor base es la base devengado:

“Las estadísticas en base devengado deben considerarse como necesarias para el registro adecuado de todas las operaciones del gobierno. (...)

**3.69** La base devengado brinda la información más completa porque registra todos los eventos económicos y flujos de recursos, incluidas las transacciones internas, las transacciones en especie y los otros flujos económicos. Aún más, es el único marco integral de registro que permite una integración plena de todos los flujos con las posiciones de saldos en el balance. (...)

---

<sup>14</sup> El manual detalla también la diferencia entre resultado operativo neto y resultado operativo bruto. El resultado operativo neto es igual al ingreso menos el gasto; el resultado operativo bruto es igual al ingreso menos el gasto, excepto el consumo de capital fijo.

<sup>15</sup> Nótese que la propuesta de analizar por separado el resultado operativo neto del préstamo neto/endeudamiento neto tiene el mismo sustento conceptual de la regla de oro, la regla fiscal imperante durante el siglo XIX y la primera mitad del siglo XX.

**3.70** El marco integrado de las EFP emplea la base devengado, principalmente debido a que el momento de registro coincide con el momento en que ocurren efectivamente los flujos de recursos y los eventos económicos. Por consiguiente, la base devengado ofrece la mejor estimación del impacto macroeconómico de la política fiscal del gobierno. (...)

**3.74** Además, los otros grandes marcos estadísticos macroeconómicos (cuentas nacionales, balanza de pagos y estadísticas monetarias y financieras) utilizan la base devengado. Por lo tanto, al compartir el uso de la base devengado en todos los marcos macroeconómicos se facilita mucho la consistencia de las estadísticas de los distintos sistemas. (...)

FMI (2014), *Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas*, págs. 55-56

## 2.3. Soluciones relevadas en la literatura internacional

---

En la literatura se recogen varios caminos posibles para eliminar o atenuar el sesgo contable en el tratamiento de la inversión pública. A continuación se detallarán las siguientes opciones:

- Adoptar los criterios del manual de estadísticas públicas del FMI del 2014.
- Utilizar modalidades alternativas de inversión.
- Establecer marcos específicos para algunas inversiones
- Excluir a las empresas públicas de la consolidación fiscal

### 2.3.1. Los nuevos manuales del FMI y las múltiples partidas de resultado

---

Los manuales de 2001 y 2014 introducen grandes avances con respecto al manual de 1986. En particular, el cambio del criterio caja por el criterio devengado es el más sobresaliente, en tanto permite atender con mayor eficacia la dinámica patrimonial del Estado. A este cambio de criterio se le suma la mayor claridad en la separación entre gasto e inversión y la introducción de múltiples partidas de resultado.

En particular, el manual cuenta con dos indicadores de resultado: el resultado operativo neto y el préstamo neto/endeudamiento neto. El resultado operativo neto incluye en su cálculo el consumo de capital fijo, mientras que el préstamo neto/endeudamiento neto no incluye el consumo de capital fijo, y sí incluye a las inversiones realizadas en el período.

De esta forma, el marco analítico del manual resultaría una solución para el problema del sesgo contable solamente si conlleva una modificación conceptual de la programación fiscal. Si el indicador que la política fiscal toma como resumen del año y centro de su planificación es el resultado operativo neto, entonces sí hay lugar para una programación de las inversiones públicas más asociada a la regla de oro y a la planificación de la inversión de las empresas públicas guiada por consideraciones económico-empresariales. Si, por el contrario, el indicador resumen es el préstamo neto/endeudamiento neto, que desde el punto de vista de las decisiones de inversión opera de forma análoga al actual resultado fiscal, entonces el sesgo contable seguirá operando de la misma manera.

Si bien se podría defender que un análisis apropiado de la situación fiscal de una nación debería incorporar como insumos múltiples partidas de resultado, también debería aceptarse que la práctica más corriente – tanto en la discusión pública como en la toma de decisiones– es resumir la actividad fiscal de un país en un único indicador: el “déficit fiscal”. En el caso de Chile, por ejemplo, que elabora sus estadísticas fiscales de

acuerdo a los nuevos manuales del FMI, el indicador que se utiliza en la discusión pública como déficit fiscal es el de préstamo neto/endeudamiento neto.<sup>16</sup>

Por ende, si bien el manual del FMI permite avanzar en torno a una consolidación estadística más razonable, y agrega elementos como el criterio devengado y la separación del gasto de la inversión, su efectividad en relación con las posibilidades de la inversión pública dependerá de qué partida de resultado sea la partida resumen del año fiscal. Resulta imprescindible, por tanto, analizar otras posibilidades.

### 2.3.2. Utilización de modalidades alternativas de inversión

La opción por defecto que se utiliza en la actualidad para sortear el problema de la relación entre inversión pública y déficit fiscal es la utilización de modalidades alternativas de inversión (sociedades anónimas, *leasing*, fideicomisos, contratos a largo plazo con privados), como fue descrito en los estudios de caso del capítulo anterior. Esta opción, si bien se ha mostrado efectiva para canalizar un conjunto importantísimo de inversiones en infraestructura, podría presentar algunos problemas serios, entre los que se destacan el sobrecosto de financiamiento, el costo de las renegociaciones y la pérdida de control en la toma de decisiones.

#### El sobrecosto de financiamiento

Tomando como ejemplo la inversión eólica, se puede realizar un ejercicio simplificado de sobrecostos de financiamiento, para dimensionar la magnitud del problema. Supóngase un conjunto de proyectos de inversión por 1.000 millones de dólares. Bajo la Estrategia Pública, se consigue financiamiento a una tasa de interés de 4% anual, mientras que bajo la Estrategia Privada –por ejemplo, a través de contratos a largo plazo entre el sector público y el privado– se consigue financiamiento a una tasa mayor, del 8%.<sup>17</sup> ¿Cuál es el sobrecosto financiero asociado a esta mayor tasa de interés que se paga bajo la Estrategia Privada? La Tabla 1 muestra la respuesta a esta pregunta.

Tabla 1 - Ejercicio de financiamiento

	Estrategia Pública	Estrategia Privada
<b>Préstamo (millones de USD)</b>	1000	1000
<b>Período (años)</b>	15	15
<b>Interés (tasa anual)</b>	4%	8%
<b>Cuota anual (millones de USD)</b>	90	117
<b>Diferencia anual (millones de USD)</b>	-	27
<b>Diferencia total (millones de USD)</b>	-	403

Mientras que bajo la Estrategia Pública se deben pagar 90 millones de dólares por año para repagar la deuda, bajo la Estrategia Privada se deben pagar 117 millones de dólares por año. El sobrecosto de estos 4 puntos porcentuales en la tasa de interés implica un sobrecosto financiero de un 30% en la cuota anual; en este ejemplo, de 27 millones de dólares por año durante 15 años, ascendiendo a un total de USD 403 millones en el período.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Con respecto a las empresas públicas el caso de Chile es diferente al de Uruguay, ya que sus estadísticas cubren exclusivamente al gobierno general.

<sup>17</sup> Estos son meramente valores de referencia, extraídos de la literatura internacional (House of Commons Treasury Committee, 2011) (National Audit Office, 2015) (Grenville, 2013) (Yescombe, 2007).

<sup>18</sup> El ejercicio sólo toma en cuenta sobrecostos asociados al financiamiento. En la literatura analizada se consignan otros costos asociados a la estrategia de apostar a la inversión privada y a las modalidades alternativas de inversión, como por ejemplo: Costos de

Similar análisis puede realizarse en las modalidades alternativas de inversión pública, como los fideicomisos, *leasing* o sociedades anónimas. Si bien el Estado es el que está detrás de estas modalidades, en líneas generales la realización de un proyecto a través de un vehículo especial, ya sea sociedad anónima o fideicomiso, implica muchas veces acceder a financiamiento a mayores costos que si lo hiciera directamente una empresa estatal.<sup>19</sup>

#### El costo de las renegociaciones y la pérdida de control en la toma de decisiones

La realización de inversiones a través de contratos a largo plazo con empresas privadas tiene la contracara que, con el tiempo, consolidan la aparición de nuevos actores en el mercado. Este fenómeno trae también aparejado el riesgo de renegociaciones, que son más la norma que la excepción en este tipo de contratos: un trabajo realizado para Latinoamérica muestra que el 68% de las concesiones y contratos PPP entre 1980 y 2002 fueron renegociados (Guasch L. , 2004). Las renegociaciones en las PPP se dan en diferentes países y en múltiples áreas de la actividad económica: hay evidencia de altos niveles de renegociación en EEUU en el sector de autopistas (40%), en Francia en el sector de autopistas (50%) y estacionamientos (73%), en Gran Bretaña en todos los sectores (55%) (Guasch, Benitez, Portabales, & Flor, 2014); en Chile y Colombia, las tres cuartas partes de las PPP para carreteras han sido renegociadas, lo que ha incrementado los costos entre un 20 y un 140 por ciento (Hall, 2015); en Latinoamérica y el Caribe, el 41% de las PPP del sector de electricidad y el 92% del sector de agua han sido renegociadas (Guasch, Benitez, Portabales, & Flor, 2014). La mayoría de las renegociaciones en Latinoamérica han sido iniciadas por el sector privado, teniendo como resultado mayoritario mejoras en las condiciones contractuales para el sector privado (Guasch L. , 2004).

Otro de los problemas de las modalidades alternativas es el menor nivel de controles que estas entidades tienen con respecto a las empresas públicas. Si bien los menores requerimientos son muchas veces concebidos como una virtud de estas herramientas, también pueden representar un problema en cuanto a la transparencia y eficiencia del uso de los recursos públicos. Las sociedades anónimas de las empresas públicas no se encuentran sujetas a los mismos controles que el resto de la Administración, a pesar de que su presupuesto también se origina en fondos públicos. Un fenómeno similar ocurre con los fideicomisos.

#### **2.3.3. Marcos específicos para algunas inversiones**

---

Un camino que se releva en la literatura, y que incluso han tomado algunos países, consiste en establecer marcos específicos para que algunas inversiones estratégicas no impacten en el resultado fiscal. A continuación se mencionan algunos ejemplos.

Los **PIDIREGAS** surgen a partir de la necesidad de financiar los grandes proyectos de infraestructura productiva de PEMEX y CFE (las empresas petrolera y eléctrica del Estado Mexicano). Ya desde su nombre, "*Proyectos de Infraestructura Productiva con Impacto Diferido en el Registro del Gasto*", los PIDIREGAS dan cuenta del problema del registro contable de la inversión, y se presentan como una solución contable a este problema. Dentro de los PIDIREGAS conviven dos esquemas de financiamiento: los proyectos de inversión condicionada (similares a las PPP) y los de inversión directa (tipo llave en mano) (Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, 2008).

---

transacción (Blanc-Brude, Goldsmith, & Valila, 2006); Costos de la rentabilidad del inversionista (National Audit Office (2015)); Costos contingentes por renegociaciones (Guasch, 2004) (Guasch, Benitez, Portabales, & Flor, 2014); Costos de supervisión; Costos financieros no asociados a la tasa (por ejemplo, comisiones de estructuración, costos de asesores para el proceso de Due Diligence, comisión inicial, otros costos financieros). En contrapartida, en algunos casos la utilización de modalidades alternativas puede redundar en mejoras de eficiencia (CAF, 2010).

<sup>19</sup> Técnicos de UTE consultados manifestaron que una diferencia de 4 puntos en el costo de financiamiento es un supuesto razonable para este tipo de ejercicios.

En relación a su tratamiento contable, los compromisos de largo plazo de PIDIREGAS son parte de la deuda soberana del Gobierno Federal y considerados dentro de los Requerimientos Financieros del Sector Público, pero no tienen impacto en el déficit fiscal. Adicionalmente, los ingresos que generan cada uno de los proyectos pagan los costos del financiamiento, por lo que no hay una transferencia de ingresos tributarios para el pago de los mismos.

Entre 1998 y 2016 se han realizado en el sector eléctrico más de 280 proyectos mediante la modalidad de inversión directa, entre los que se encuentran centrales hidroeléctricas, centrales de ciclo combinado, líneas de transmisión, estaciones de transmisión y distribución y redes de fibra óptica.

Otra opción es excluir de las metas fiscales **los proyectos financiados por organismos multilaterales**, bajo el argumento de que estos proyectos serían más propensos a ser cuidadosamente seleccionados y diseñados que otros. Propuestas en este sentido han llegado a plantearse en Uruguay en el último tiempo:

“Teniendo el sello de aprobación de los organismos y su asesoramiento técnico, eso garantiza que estas obras van a ser de alta rentabilidad económica y social. Si así ocurre, podríamos llegar a convencer al Fondo Monetario Internacional (FMI) –que tiene su metodología, pero que está abierto a escuchar estas propuestas– y a las calificadoras de riesgo de que no se compute como parte del déficit fiscal porque en rigor esto no es gasto. Se podría tratar como un proyecto autocontenido por fuera de las cuentas públicas. Cuando uno tiene en cuenta los flujos que va a generar este proyecto a futuro y los descuenta apropiadamente, va a tener un valor presente neto positivo. No es deuda sino todo lo contrario, es un activo para el país. Y si está avalado por los organismos –y esto es muy importante–, podemos ir al FMI y decirles, "miren, esto no debería computarse como déficit ni como deuda y por eso lo dejamos aparte". Es una apuesta al crecimiento futuro y al mismo tiempo, a la reactivación presente.”

Ernesto Talvi (2016), *Entrevista en Diario El Observador*

En trabajos de la CEPAL se consignan casos en Latinoamérica en los cuales las estadísticas públicas siguen **criterios alternativos al tradicional**:

“En Chile las estadísticas fiscales cubren el gobierno general, y no se consolidan los saldos con las empresas públicas. Esta es por lo demás la práctica en la Unión Europea, donde los compromisos fiscales se adquieren con cobertura de gobierno general, y también es la cobertura habitual de los manuales de Estadísticas de Finanzas Públicas y de Cuentas Nacionales.”

Martner y Tromben (2005), *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*, pág. 9

#### 2.3.4. Exclusión de las empresas públicas del resultado fiscal

---

La consolidación de la información de las empresas públicas en el resultado fiscal no es un tema saldado. Si bien en el caso de Uruguay las empresas públicas son consolidadas en el resultado fiscal, esta inclusión no es la norma en todo el planeta.

América Latina es la región del mundo en donde la cobertura de la estadística fiscal es más amplia en relación a las empresas públicas. Un informe del FMI explicitaba esta diferencia, reconociendo que *“las operaciones de las empresas públicas son cubiertas en las cuentas fiscales en 80% de los países latinoamericanos”*, mientras que *“las empresas públicas raramente son cubiertas por las estadísticas fiscales en otras regiones”* (FMI, 2004).

“En América Latina se sostiene que ello pone a la región en desventaja porque la inversión en infraestructura emprendida por empresas gestionadas con fines comerciales es tratada como gasto público. En consecuencia, las metas fiscales imponen límites a esa inversión y se crea la impresión de que los déficit fiscales son más altos que los de otros países.”

Hemming y Ter-Minassian (2004), *Mejorar las condiciones para la inversión pública*, pág. 32

El tratamiento diferencial de América Latina tiene una raíz histórica:

“¿Por qué usa el FMI estadísticas que abarcan todo el sector público al analizar la política fiscal y fijar metas para los programas que respalda en el caso de los países de América Latina? La razón es que en muchos de esos países es tradición usar las empresas públicas para realizar las denominadas actividades cuasifiscales, es decir, actividades fiscales no incluidas en el presupuesto. En muchas ocasiones los gobiernos han permitido a esas empresas acumular deudas excesivas, a las que luego han debido hacer frente cuando las empresas sufrían dificultades financieras, a menudo mediante una operación de rescate para evitar su bancarrota.”

Hemming y Ter-Minassian (2004), *Mejorar las condiciones para la inversión pública*, pág. 33

Esta explicación histórica es complementada con diferencias regionales que se basan en la orientación de las empresas y las posibilidades de los sistemas de información:

“La cobertura de las empresas públicas en los documentos del FMI para el caso de los países de la OCDE es limitada, y es menor aún en el subgrupo de países de Europa, donde la cobertura es de sólo el 5%. En estos países, la cobertura limitada se justifica porque las empresas públicas son conducidas con una orientación principalmente comercial.

En África, Asia, Oriente Medio y otros lugares de Europa, las empresas públicas están cubiertas en hasta un 14% (África) y no están cubiertas en absoluto en el Oriente Medio. En estos países, la cobertura de las empresas públicas es limitada debido principalmente a la falta de datos; de hecho, las limitaciones de los datos explican por qué la cobertura se limita al gobierno central para muchos países.”

FMI (2004), *Public Investment and Fiscal Policy*, pág. 18

Esta no es una discusión meramente estadística. En el caso de las empresas públicas, la consolidación de las mismas en el resultado global del gobierno, unida a la utilización de criterio caja, es particularmente perjudicial para el adecuado desarrollo de sus inversiones. La CEPAL resumía este efecto de forma muy clara al plantear que:

“Por otra parte, la inclusión de las empresas públicas en una cifra consolidada con el gobierno general puede inducir a ajustes artificiales, pues siempre es más fácil reducir las inversiones de las empresas que revisar los programas de gastos del gobierno central, o que elevar la recaudación de impuestos. Si una empresa estatal quiere realizar una inversión a través de un préstamo, el gasto aparece como una adición al déficit fiscal cuando el objeto de análisis es el sector público no financiero. Según esta regla los analistas verían un aparente empeoramiento de la posición fiscal de un país, elevando el riesgo-país y castigando por ende la inversión en infraestructura con tasas de interés más altas.”

Martner y Tromben (2005), *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*, CEPAL, pág. 33

Por estos motivos, reconociendo que la inclusión de las operaciones de las empresas públicas en la cobertura de las estadísticas fiscales limitaba sus posibilidades de inversión, el FMI propuso un criterio para excluirlas. Para esto, las empresas deben entrar en la categoría de “empresas manejadas comercialmente”, en la medida que cumplan nueve criterios agrupados en cuatro categorías: independencia empresarial, relaciones con el Gobierno, situación financiera y gobierno corporativo.

---

## 2.4. Resumen del capítulo

---

En el presente capítulo se abordó la dimensión contable de las reglas de juego de la inversión pública en Uruguay, analizándose los siguientes aspectos:

- Existe una discusión histórica sobre la pertinencia de incorporar a la inversión pública en el cálculo del déficit fiscal. La regla fiscal imperante durante el siglo XIX y primera mitad del siglo XX, denominada

“regla de oro”, implicaba que los gastos corrientes se igualaran a los ingresos corrientes –de forma de que el déficit corriente fuera igual a cero– y los gastos de capital se financiaran con deuda.

- El texto básico de referencia para la confección del Resultado Fiscal es el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas elaborado por el Fondo Monetario Internacional.
- El manual utilizado actualmente en Uruguay es el de 1986. Sin embargo, el FMI ha elaborado actualizaciones del manual: 2001 y 2014. Hay diferencias importantes entre el manual de 1986 y los actuales:
  - Uno de los principales cambios que introduce el manual de 2001 con respecto a su predecesor es la separación entre gasto e inversión.
  - Los nuevos manuales incluyen múltiples partidas de resultado. Las dos partidas más importantes son el resultado operativo neto, que excluye a la inversión, y el préstamo neto/endeudamiento neto, que la incluye.
  - El manual de 1986 se basa en el criterio caja; el de 2001 y 2014, en el criterio devengado.
- En la literatura se recogen varios caminos posibles para eliminar o atenuar el sesgo contable en el tratamiento de la inversión pública:
  - Utilización del manual de 2001 y 2014, tomando como partida de referencia el resultado operativo neto.
  - Utilizar modalidades alternativas de inversión pública (sociedades anónimas, *leasing*, fideicomisos, contratos a largo plazo con privados).
  - Excluir algunas inversiones estratégicas del déficit fiscal (PIDIREGAS en México, proyectos financiados por organismos multilaterales, criterios alternativos en Chile, Unión Europea, entre otros).
  - Excluir a las empresas públicas del resultado fiscal.



## Capítulo 3

# EXPLORACIÓN DE SOLUCIONES

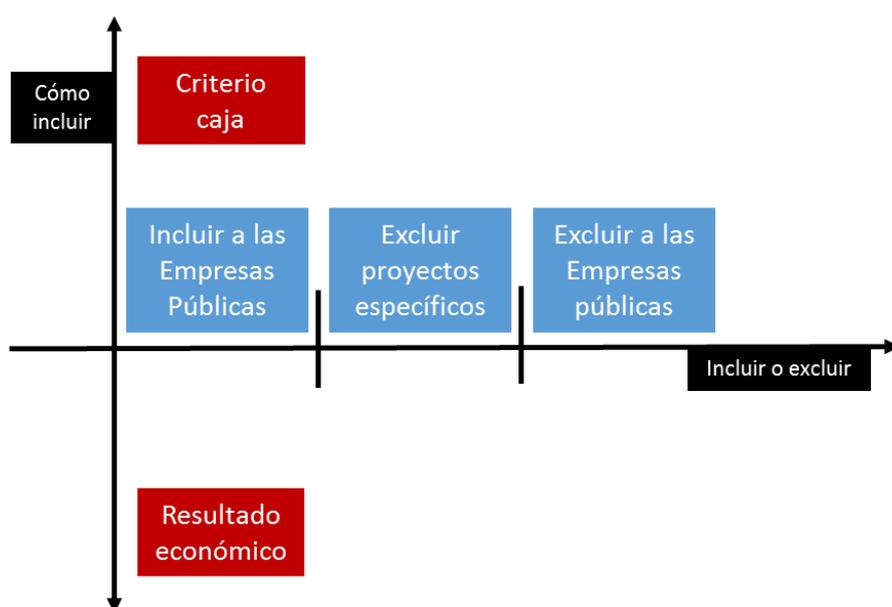
- 1) Exclusión de las empresas públicas
- 2) Exclusión de proyectos específicos
- 3) Inclusión de las empresas públicas mediante el resultado de sus estados contables

### 3. EXPLORACIÓN DE SOLUCIONES

#### 3.1. Introducción

En el presente capítulo se exploran algunas soluciones al problema descrito en el marco conceptual. Las propuestas pueden organizarse conceptualmente en torno a dos ejes, como muestra la Figura 4. El primer eje refiere a si incluir o excluir a las empresas públicas del resultado fiscal, y sobre este eje se pueden ordenar las propuestas relevadas en la bibliografía. El segundo eje, que busca incorporar el presente trabajo, refiere a cómo incluir a las empresas públicas en el resultado fiscal, y ofrece dos soluciones: incluirlas en base al criterio caja, como se realiza en la actualidad, o al criterio devengado, instrumentalizado a través del resultado económico de su balance.

Figura 4 - Ejes de discusión y propuestas de contabilización



En base a estos ejes de discusión se analizan tres propuestas y su aplicabilidad al caso uruguayo: la exclusión del cálculo del resultado fiscal de las empresas públicas, la exclusión de proyectos puntuales y la inclusión mediante el resultado de sus estados contables.

En primer lugar, se estudia la posibilidad de excluir a las empresas públicas del resultado fiscal. Para esta solución se analizan, por un lado, los criterios teóricos planteados por el FMI para posibilitar la exclusión, y por otro lado la experiencia de Chile, que elabora sus estadísticas de acuerdo a los nuevos manuales del FMI, no incluyendo a las empresas públicas en la construcción del resultado fiscal.

La segunda solución consiste en excluir del resultado fiscal algunos proyectos específicos. En primer lugar, se presenta la propuesta de excluir inversiones realizadas con fondos de organismos multilaterales, dimensionando esta propuesta con un ejemplo para el caso de UTE. En segundo lugar, tomando como ejemplo el caso de los PIDIREGAS, se realiza un ejercicio que analiza la exclusión los proyectos de inversión del sector eléctrico y petrolero.

La tercera solución plantea mantener la inclusión de las empresas públicas en el resultado fiscal, pero cambiando el criterio de consolidación. En la actualidad se utiliza el criterio caja, y en el ejercicio se lo sustituye

por la utilización del criterio devengado, instrumentalizado a través del resultado económico de las empresas que surge de sus Estados Contables. Se realizan análisis específicos para los casos de UTE, ANTEL, ANCAP, OSE, AFE, ANP y ANV, y luego para el agregado de todas las empresas en conjunto.

### 3.2. Exclusión de las empresas públicas

---

Una de las opciones manejadas en la literatura consiste en excluir a las empresas públicas de la consolidación fiscal. El FMI plantea que esta opción sería válida solamente en los casos que las empresas cumplan con la condición de ser manejadas comercialmente, para cuya determinación deben cumplir los siguientes criterios:

#### “Criterios para determinar si una empresa pública es manejada comercialmente

##### Independencia empresarial

**Política de precios.** Para productores de bienes y servicios transables, ¿los precios de los productos en el último año fueron estuvieron en el entorno de los precios internacionales de referencia (más o menos 10%)? Para productores de bienes y servicios no transables, ¿estos precios son determinados administrativamente o reflejan consideraciones de estructuras de costos?

**Política de recursos humanos.** ¿La política de recursos humanos es independiente de las leyes de servicio civil, y en general de la intervención del gobierno en la fijación de salarios y contrataciones?

##### Relaciones con el gobierno

**Transferencias y subsidios.** ¿el gobierno ha otorgado a la empresa subsidios directos o indirectos, o garantías de crédito explícitas o implícitas? ¿La empresa ha realizado transferencias especiales al gobierno en los últimos tres años?

**Régimen regulatorio.** ¿La empresa está sujeta a las mismas regulaciones e impuestos que las empresas privadas en la industria?

##### Situación financiera

**Rentabilidad.** ¿La tasa promedio de rendimiento del capital de los últimos tres años se encuentra dentro de una desviación estándar del promedio de la industria en el país durante el mismo período de tiempo?

**Solvencia.** ¿El costo de la deuda de los últimos tres años se encuentra dentro de una desviación estándar del promedio de la industria en el país durante el mismo período de tiempo?

##### Gobierno corporativo

**Acciones.** ¿La empresa cotiza en al menos una de las principales bolsas del mundo?

**Auditorías externas e informes anuales.** ¿La empresa se encuentra sujeta a auditorías externas? ¿Hay reportes anuales integrales disponibles para los últimos tres años?

**Derechos de los accionistas.** ¿Están protegidos los derechos de los accionistas minoritarios?”

FMI (2004), *Public Investment and Fiscal Policy*, pág. 22

El propio FMI plantea que el cumplimiento de todos los requisitos, si bien minimizaría el riesgo de errores en la exclusión de las empresas, sería muy restrictivo. Por ende, plantean que se cumplan los cuatro criterios relacionados con la independencia empresarial y las relaciones con el gobierno, más uno de los criterios relacionados con la situación financiera y el gobierno corporativo.

Sin embargo, algunos autores señalan que esta solución no es satisfactoria, ya que estos criterios son demasiado restrictivos (Easterly, Irwin, & Servén, 2008). Por ejemplo, la aplicación de este criterio para el caso de Colombia arrojó que sólo una de las catorce empresas públicas analizadas podía considerarse dentro de la categoría de “empresas manejadas comercialmente” (FMI, 2004).

En el caso de Brasil, se consideró a Petrobras como una empresa comercialmente gestionada, aunque incumplía algunos criterios (no tenía un directorio independiente –5 de los 9 directores son elegidos por el gobierno–, no tenía independencia en las decisiones de inversión y tarifas, y tenía algunos préstamos con garantía soberana).

El caso de Chile es particularmente interesante. En sus estadísticas fiscales, que desde hace años se elaboran en base a los nuevos manuales de estadísticas públicas del FMI, se excluye a las empresas públicas del cálculo de resultado fiscal. Si bien se elaboran cuadros específicos para Codelco, ENAP y el resto de las empresas públicas, éstas son consideradas por fuera de las estadísticas fiscales generales.

“Las autoridades han decidido hacer un balance estructural sólo del gobierno central. Esto significa que se ha excluido tanto al Banco Central, que es el principal emisor de deuda interna en Chile, como a las empresas públicas. La argumentación que se ha dado para dejar a ambos agentes fuera de la medición es que se trataría de dos agentes que tienen objetivos distintos a los meros flujos de caja.

(...) En el caso de las empresas públicas el argumento es que su evaluación debe hacerse en base a su eficiencia y a su valor económico y no a su balance de caja. Por ejemplo, si una empresa pública hace un proyecto rentable estará aumentando su valor económico, aunque en el período de la inversión reducirá su balance de caja.”

Vergara (2002), *Política y sostenibilidad fiscal en Chile*, pág 7

La Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda de Chile describe la cobertura institucional del cálculo del resultado fiscal:

“El MEFP 2001 adopta un criterio institucional para definir las entidades que forman parte del gobierno o del sector público, vale decir, define la adscripción a estas categorías según si la entidad pertenece o no al Estado. Por lo tanto, siguiendo esta definición, deben considerarse dentro de la cobertura las instituciones asociadas a los tres poderes del Estado: el Ejecutivo, con los ministerios y servicios dependientes de éstos; el Poder Legislativo, correspondiente al Congreso Nacional; y el Poder Judicial. El conjunto de estas instituciones es definido en la nomenclatura de las Naciones Unidas y el FMI como Gobierno Central. Asimismo, en la mayoría de los países existen otras estructuras subnacionales -estados, gobiernos regionales o provinciales, y municipios- que reproducen la estructura del Gobierno Central. A la suma de los gobiernos subnacionales y el Gobierno Central se le denomina Gobierno General.

(...)

Sin embargo, más allá del Gobierno General están las empresas públicas que, desempeñando una función productiva, están ligadas al gobierno a través de la propiedad. A la suma del Gobierno General y las empresas públicas no financieras se le denomina Sector Público no Financiero, en tanto que al incluir las empresas públicas con fines financieros, se habla de Sector Público consolidado.

(...)

Por lo general, las estadísticas fiscales publicadas internacionalmente se limitan al Gobierno General, pues se entiende que éste reúne a las instituciones cuyas funciones son esencialmente fiscales. Este mismo criterio lleva a que el sector Gobierno en las Cuentas Nacionales corresponda al Gobierno General.”

Dirección de Presupuestos (2017), *Estadísticas de las Finanzas Públicas 2007-2016*, pág 10-11

Un análisis de las empresas públicas de Chile muestra diferencias con el caso de las empresas públicas uruguayas. La consideración general que permite excluir en Chile a las empresas públicas del resultado fiscal es que éstas no realizan actividades cuasifiscales. Las empresas públicas tienen un funcionamiento de empresas de mercado y sus trabajadores tienen un estatuto diferente al de los funcionarios públicos del gobierno central. En los casos monopólicos las tarifas son fijadas por un regulador externo, utilizando como criterios para su determinación la representación de los costos asociados a la provisión del servicio, o condiciones de paridad de importación.

Sin embargo, vale decir que en algunos puntos las empresas públicas chilenas no coinciden exactamente con los criterios teóricos del FMI. En relación con la conformación de los directorios de las empresas públicas, hasta hace relativamente poco los ministros formaban parte de los directorios en los casos de ENAP y CODELCO<sup>20</sup>. En algunos casos las empresas públicas recurren a garantía soberana; en estos casos deben cumplir con mayores exigencias de autorizaciones del ministerio de hacienda, pero siguen quedando por fuera del resultado fiscal.

Las empresas públicas precisan aprobación expresa del Ministerio de Hacienda para contratar créditos. El uso de la garantía estatal se relaciona con la relación entre el endeudamiento tomado por la empresa y el patrimonio de la misma:

“Cuando los indicadores de deuda son relativamente bajos, como es el caso actual para la gran mayoría de las empresas públicas, el endeudamiento de éstas corresponde a obligaciones con cargo al patrimonio de cada corporación. Estas obligaciones son respaldadas en proyectos de inversión en ejecución, cuyo servicio debe financiarse con el resultado operacional de dichas empresas en el futuro, no comprometiendo el crédito público, salvo en el caso de endeudamiento con garantía estatal que se identifica separadamente.”

Dirección de Presupuestos (2017), *Estadísticas de las Finanzas Públicas 2007-2016*, pág 119

De esta forma, en el caso de Chile las empresas públicas no se consolidan en el resultado fiscal, registrándose únicamente el reparto de dividendos y las capitalizaciones de las empresas públicas.

La propuesta de un cálculo de este tipo se encuentra presente en documentos elaborados en Uruguay, como por ejemplo Institucionalidad en el Sector de la Energía (UCUDAL, 2015):

“Para evitar esta problemática [la restricción a la inversión pública que genera el criterio caja], parece necesario evaluar en profundidad un cambio de criterio en la contabilización del resultado fiscal del sector público. En particular, podría adoptarse el criterio de reconocer como ingresos en la contabilidad del sector público consolidado únicamente los pagos de dividendos de las empresas públicas. Del mismo modo, se reconocerían como egresos del sector público los aportes de capital del Estado a las empresas (y con ese mismo criterio se podrían reconocer como ingresos del sector público las eventuales reducciones de capital de las empresas, algo que en todo caso sería sumamente inusual). Al mismo tiempo, la contabilidad fiscal debería exponer claramente y en forma separada esos gastos de capital (aportes a las empresas públicas) en tanto se trataría de operaciones relativamente excepcionales y que no deberían repetirse en el tiempo (como también son relativamente excepcionales los ingresos que el Estado obtiene de hacer concesiones y subastar permisos de operación en áreas reguladas de la economía).”

Ucudal (2015), *Institucionalidad en el Sector de la Energía*, págs. 22-23

En el Gráfico 11 se presenta cómo hubiera evolucionado el déficit fiscal en los últimos 16 años si el criterio utilizado hubiera sido considerar únicamente los dividendos y capitalizaciones.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> En 2017 cambió la conformación del directorio de ENAP, que en la actualidad se encuentra conformado por dos directores designados directamente por el presidente, cuatro propuestos por el consejo de alta dirección pública y aprobados por el presidente y uno por los trabajadores. En el caso de CODELCO, el cambio en la conformación del directorio se dio en 2009, y actualmente está integrado por tres directores nombrados por el presidente, cuatro propuestos por el consejo de alta dirección pública y aprobados por el presidente y dos por los trabajadores.

<sup>21</sup> En el año 2016 se considera la recapitalización de Ancap, por 18.857 millones de pesos (USD 640 millones).

Gráfico 11 - Resultado fiscal con criterio actual y considerando sólo dividendos y capitalizaciones



En el anexo se presenta un ejercicio más detallado para los últimos 5 años, abierto para cada una de las empresas públicas.

### 3.3. Exclusión de proyectos puntuales

#### 3.3.1. Exclusión de proyectos financiados por organismos multilaterales

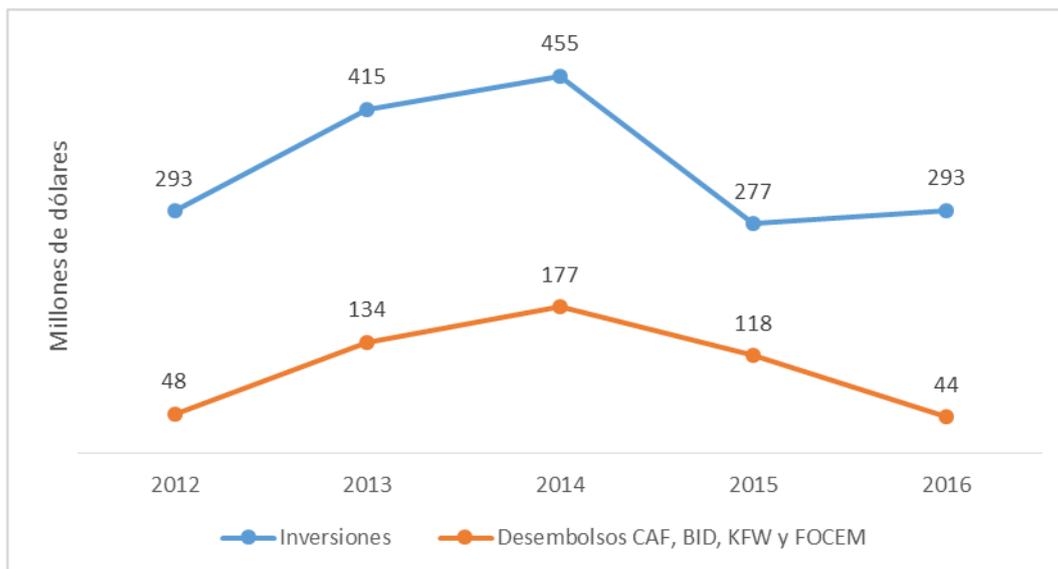
Otra solución posible consiste en diseñar dispositivos contables especiales que permitan separar la contabilización de inversiones específicas para que éstas no impacten en el déficit fiscal. Este tipo de soluciones son medidas puntuales, que no implican cambios generalizados en la contabilidad.

Las modalidades alternativas de inversión utilizadas en la actualidad podrían conceptualizarse dentro de la presente categoría, y basan su exclusión en la modalidad jurídica en que se realiza la inversión, teniendo como contrapartida los problemas de sobrecosto de financiamiento y propiedad comentados en los anteriores capítulos.

Una propuesta concreta es la exclusión de proyectos financiados por organismos multilaterales. A nivel internacional, esta propuesta puede ser encontrada en Easterly, Irwin y Servén (2008); a nivel nacional, en planteos de Talvi (2016). El argumento de fondo consiste en que los proyectos financiados por organismos multilaterales tienden a ser estudiados de forma más profunda, y a tener rentabilidades más probadas.

Para poder dimensionar la participación de este tipo de financiamiento, el Gráfico 12 muestra, para el caso de UTE, el flujo de inversiones anual y el flujo de desembolsos de organismos multilaterales como la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el banco de desarrollo alemán (KfW) y el Fondo para la Convergencia Estructural del Mercosur (FOCEM). Los préstamos están asociados a proyectos como la construcción de una central de ciclo combinado, la interconexión eléctrica con Brasil, la construcción del parque eólico Juan Pablo Terra o el fortalecimiento de la distribución eléctrica.

Gráfico 12 - Inversiones totales y desembolsos de CAF, BID, KFW y FOCEM para el caso de UTE

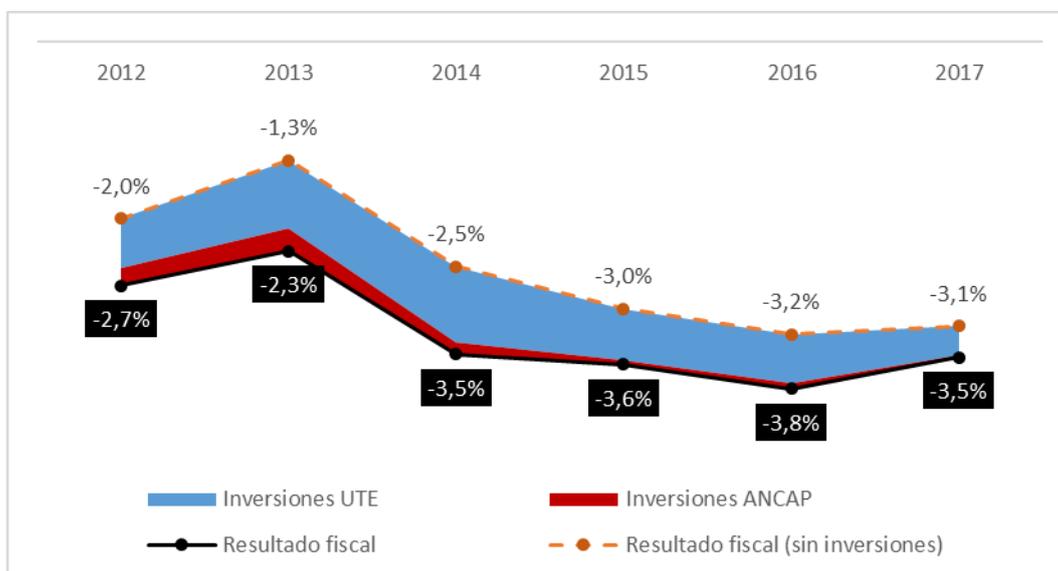


El gráfico muestra que en algunos años el monto desembolsado por estos préstamos alcanzó niveles de hasta 40% de la inversión.

### 3.3.2. Exclusión de proyectos de inversión de UTE y ANCAP

Una segunda opción, siguiendo el ejemplo de México con los PIDIREGAS, es la exclusión de proyectos de inversión de UTE y ANCAP. El Gráfico 13 ilustra cómo hubiera evolucionado el déficit fiscal en el caso que no se tomaran en cuenta las inversiones realizadas por estas empresas públicas.

Gráfico 13 – Resultado fiscal con y sin inversiones de UTE y ANCAP



El ejercicio permite visualizar evoluciones del déficit fiscal sensiblemente menores a las que se verificaron.

De todas formas, el ejercicio realizado es simplemente una aproximación, un escenario de máxima. En primer lugar, porque supone que todas las inversiones cumplirían con las condiciones como para entrar a un programa como el de PIDIREGAS. En segundo lugar, porque los beneficios de dichas inversiones también deberían ser encapsulados, y no deberían figurar como ingreso en la construcción del resultado fiscal.

### 3.4. Propuesta: nueva consolidación de las empresas públicas en el resultado fiscal

---

#### 3.4.1. Propuesta

---

La discusión con respecto a la consolidación de las empresas públicas se estructura en torno a un eje que se mueve entre incluirlas o excluirlas del resultado fiscal. Sin embargo, este eje no necesariamente es el único posible; podría considerarse otro eje que cuestione, en el caso de decidir incluirlas, cuál es la forma más adecuada.

Una posibilidad alternativa, que permite incluir a las empresas públicas en el resultado fiscal pero minimizando el sesgo contable que penaliza la realización de inversión pública tradicional, es modificar su consolidación, pasando de utilizar el criterio caja al criterio devengado. Concretamente, la propuesta consiste en utilizar como resumen de la actividad de la empresa pública el resultado económico que surge de sus Estados Contables, de la misma forma que un holding privado evalúa a las empresas que lo conforman.

La utilización del resultado de los estados contables permitiría mantener la definición de incluir a las empresas públicas en el resultado fiscal, pero utilizando una fuente de información distinta a la actual. Esta modificación tendría dos virtudes importantes. En primer lugar, permitiría avanzar hacia el planteo conceptual del manual del 2014, pasando de la utilización del criterio caja al criterio devengado, sin necesidad de realizar esfuerzos adicionales de cálculo y estimación. En segundo lugar, provocaría un cambio importante en las reglas de juego de la inversión de las empresas públicas, para pasar de la situación actual, en donde los requerimientos en materia de déficit fiscal generan un sesgo contable en la toma de decisiones de inversión, a un escenario en donde primen las condiciones de rentabilidad, el resultado empresarial y las ventajas y desventajas económicas de cada modalidad de inversión.

A propósito de esta propuesta, vale desarrollar dos temas adicionales: la convivencia entre el criterio devengado y el criterio caja y la utilización de un criterio específico para la consolidación de las empresas públicas.

#### Convivencia del criterio devengado con el criterio caja

La transición de un sistema en base caja a un sistema en base devengado no es un acto que se realice de un día para otro. El propio FMI reconoce que *“muchos países aún se encuentran en distintas etapas de la transición de la presentación de estadísticas fiscales en la forma tradicional, basada en el MEFP 1986”* (FMI, 2014, pág. 292) y que *“pese a las ventajas del registro en base devengado, es probable que su adopción sea más compleja que la de otras bases de registro y puede requerir estimaciones adicionales.”* (FMI, 2014, pág. 56). La Figura 5 muestra, para un conjunto de 30 países, las diferentes bases de contabilidad que se utilizan.

Figura 5 - Base de contabilidad de los estados financieros anuales para 30 países seleccionados

	Base total caja	Combinación de base caja y base de devengo	Base total de devengo <sup>1</sup>
Alemania	X		X
Australia		X	
Austria	X		
Bélgica	X		
Camboya		X	
Canadá		X	X
Colombia		X	
Eslovenia	X		
Estados Unidos		X	X
Finlandia		X	
Francia		X	
Grecia	X		
Hungría	X		
Indonesia		X	
Irlanda		X	
Islandia		X	
Israel		X	
Jordania		X	
Kenya	X		
Marruecos	X		
México		X	
Nueva Zelandia		X	X
Noruega	X		
Países Bajos	X		
República Checa	X		
República Eslovaca	X		
Reino Unido		X	
Suecia		X	
Suriname	X		X
Turquía	X		X

Fuente: Datos seleccionados de las bases de datos de prácticas y procedimientos presupuestarios de la OCDE/ Banco Mundial, actualizados en función de la información corriente disponible.

<sup>1</sup>“Base total de devengo” significa que los estados financieros se elaboran conforme a normas nacionales o internacionales de contabilidad en base de devengo, también conocidas como Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés).

**Khan y Mayes (2009), Transición a la contabilidad en base de devengo, pág. 2**

Lo que se observa en el cuadro es que en muchos países conviven en las cuentas públicas la utilización de la base caja y la utilización de la base devengado. Khan y Mayes (2009) plantean que *“si bien hasta ahora solo unos pocos países han logrado implementar satisfactoriamente un marco contable de base total de devengo, otros países, que van desde las economías en transición en Europa hasta países en desarrollo en Oriente Medio, están considerando realizar este cambio y están demostrando un creciente interés en recibir asesoramiento técnico sobre varios aspectos relacionados con la ejecución de una reforma de esta envergadura.”* La inclusión

del criterio devengado tampoco sería una novedad en la consolidación fiscal uruguaya. Fernando Lorenzo, ex ministro de Economía, explicaba en una comparecencia en el parlamento que “*el déficit fiscal no es presupuestal, sino una mezcla de caja y devengado; esencialmente de caja pero con algunos componentes en lo devengado.*” (Lorenzo, 2015).

#### Consolidación de las empresas públicas bajo un criterio específico

Otra interrogante que surge es si es posible o correcto utilizar un criterio específico para la consolidación de las empresas públicas.

En primer lugar, la propia propuesta del FMI reseñada anteriormente, que propone excluir a las empresas manejadas comercialmente de las estadísticas fiscales, da una respuesta afirmativa a esta pregunta.

En segundo lugar, documentos más recientes del FMI plantean, en la transición hacia el criterio devengado, comenzar justamente por las empresas públicas, habida cuenta del desarrollo que ya tienen en la contabilidad con base devengado.

“Es posible diseñar distintas rutas para distintos tipos de entidades. Así, las empresas estatales que operan en base caja podrían incluirse en la primera etapa de la transición a la contabilidad de devengo, para luego continuar con las entidades del gobierno general.

(...)

También es posible diseñar diferentes rutas de implementación por el tamaño o la importancia de las entidades.”

Khan y Mayes (2009), *Transición a la contabilidad en base de devengo*, pág 16

Además de los criterios de tamaño o importancia, podrían considerarse también criterios de madurez institucional para el diseño de rutas de implementación graduales de un cambio en la contabilidad.

Por encima de estas observaciones, el aporte más importante del cambio de criterio propuesto radica en la racionalización de las decisiones de inversión de las empresas, como bien destaca el Prof. Felix Jiménez:

“El sistema de contabilidad de base caja ha servido como soporte al esquema de presupuesto equilibrado considerado tradicionalmente como el objetivo de la política fiscal en América Latina y en otros países en desarrollo. En este sistema, todos los gastos (y en particular los gastos de capital) son tratados como débitos, con lo cual se pierde, en una visión de mediano plazo, la idea de que los gastos de capital (en el sentido que contribuyen a aumentar el stock de activos no financieros del país) no son un gasto sino una inversión.

En el sector privado, esta contabilidad sería absurda. Ninguna empresa realizaría una inversión si considera que incurre en un gasto. Se negaría que esta inversión genere un incremento en el flujo esperado de beneficios.”

Jiménez (2005), *Regla de Oro, sostenibilidad y regla fiscal contracíclica*, pág 215

### **3.4.2. Ejercicio de simulación**

---

#### Datos utilizados

Para la realización del ejercicio se utilizaron las siguientes fuentes de datos:

- Información de resultados del Sector Público, publicados por el Ministerio de Economía y Finanzas.
- Información de los Estados Contables de:
  - UTE (Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
  - ANTEL (Administración Nacional de Telecomunicaciones)
  - ANCAP (Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland)

- OSE (Obras Sanitarias del Estado)
- AFE (Administración de Ferrocarriles del Estado)
- ANP (Administración Nacional de Puertos)
- ANV (Agencia Nacional de Vivienda)

Actual metodología: criterio caja

El resultado fiscal surge de la sumatoria de un conjunto amplio de información de diferentes reparticiones del Estado, que se representa esquemáticamente en la Figura 6.

Figura 6 – Esquema simplificado de construcción del resultado fiscal



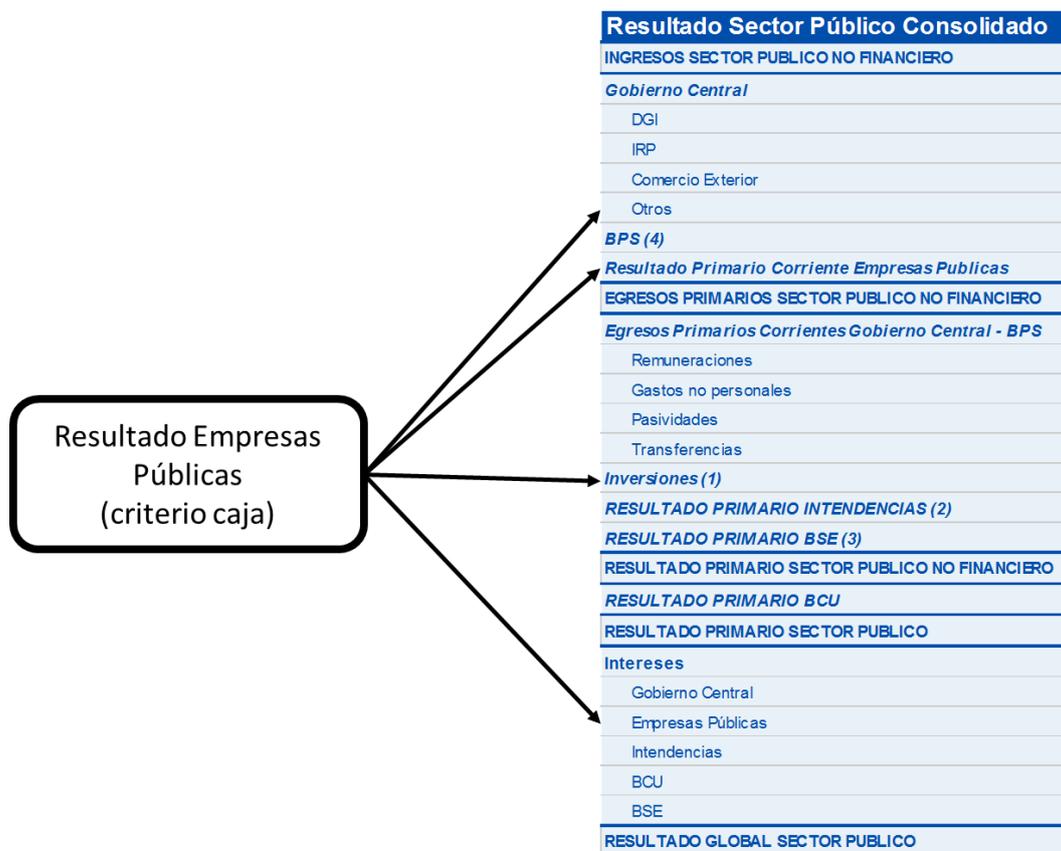
La información de las empresas públicas se encuentra discriminada en fichas individuales que tienen los siguientes conceptos:

- **Ingresos**
  - Venta de bienes y servicios, Otros ingresos, Transferencias del Gobierno Central
- **Egresos**
  - Corrientes (Remuneraciones, Compras de bienes y servicios, intereses, impuestos DGI, aportes BPS)
  - No corrientes (inversiones)
  - Dividendo en efectivo

De la diferencia de los ingresos y los egresos se extrae el rubro *resultado*.

Cuando se analiza la información correspondiente al sector público consolidado, que tiene como dato final el resultado fiscal, el impacto de las empresas públicas se encuentra distribuido en cuatro rubros diferentes, como muestra la Figura 7:

Figura 7 - Pasaje de información desde la empresa pública al resultado fiscal  
(Criterio caja)



Las empresas públicas impactan en los siguientes cuatro rubros del Sector Público Consolidado:

- **Ingresos Sector Público No Financiero**
  - **Otros:** En este rubro aparecen los dividendos de las empresas, presentándose como ingresos del Gobierno Central.
  - **Resultado Primario Corriente Empresas Públicas:** En este rubro se acumula el resultado que aparece en la ficha de las empresas públicas, excluyendo los intereses y las inversiones.
- **Egresos Primarios Sector Público No Financiero**
  - **Inversiones:** En este rubro se suman todas las inversiones del gobierno, incluyendo las de las empresas públicas.
- **Intereses**
  - **Empresas Públicas:** En este rubro se acumulan los pagos de intereses de las Empresas Públicas.

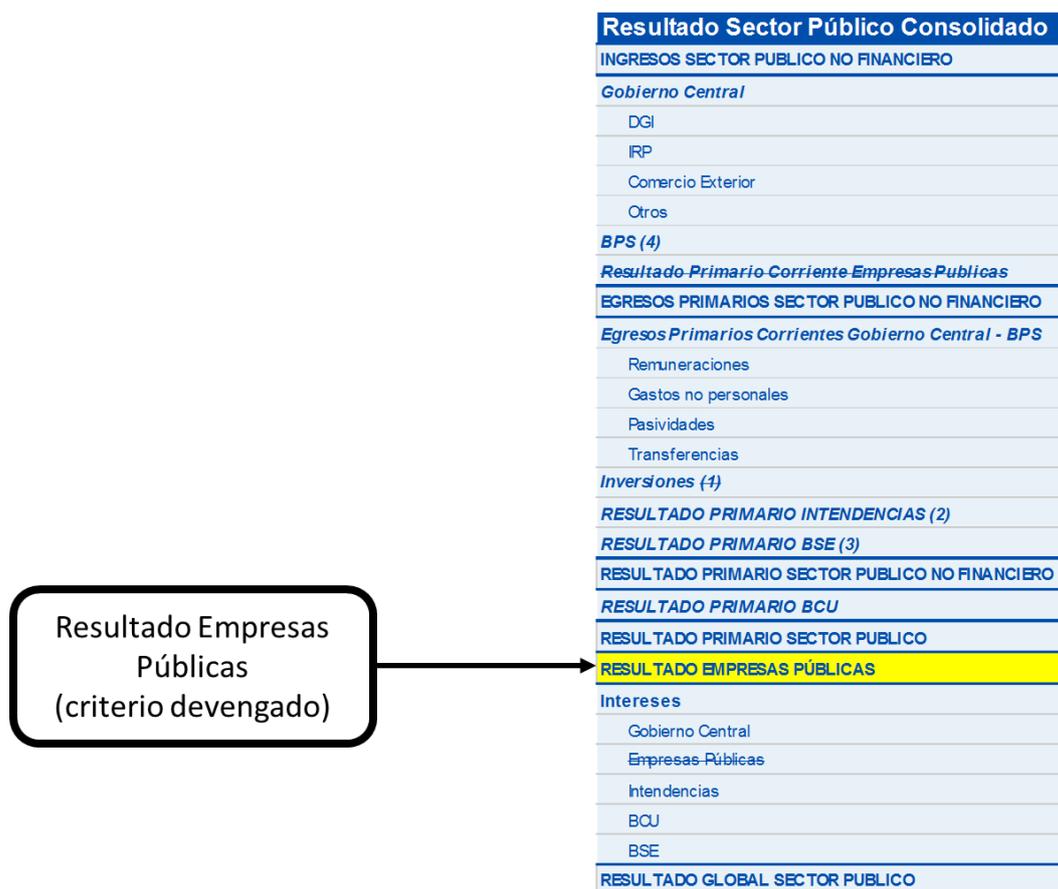
Vale destacar dos elementos de este procedimiento. En primer lugar, las inversiones aparecen explícitamente en los cuadros del Sector Público Consolidado, acumuladas con el resto de las inversiones del Sector Público, registrándose en su totalidad en el momento que se realizan. En segundo lugar, el mayor o menor pasaje de dividendos desde las empresas públicas hacia el gobierno central no tiene impacto en el resultado fiscal. Esto se debe a que los dividendos aparecen con valor negativo en las planillas correspondientes a las empresas públicas (como un egreso), pero con valor positivo en la planilla correspondiente al gobierno central (como un ingreso). De esta forma, un aumento de los dividendos provocará una disminución del rubro *Resultado*

*Primario Corriente Empresas Públicas*, y un aumento de la misma cuantía al rubro *Otros* dentro de los ingresos del Gobierno Central, manteniendo por lo tanto constante el valor del resultado fiscal.

Metodología alternativa: criterio devengado

Una posibilidad alternativa es que las empresas públicas consoliden en el resultado fiscal a través del resultado de sus estados contables, como muestra la Figura 8.

**Figura 8 - Pasaje de información desde la empresa pública al resultado fiscal (Criterio devengado)**



El ejercicio que se realiza a continuación aplica esta metodología alternativa, y analiza qué hubiera sucedido con el resultado fiscal en el período 2012-2017 si la metodología de agregación de las empresas públicas se basara en el criterio devengado, instrumentalizado a través del resultado del balance contable de cada empresa.

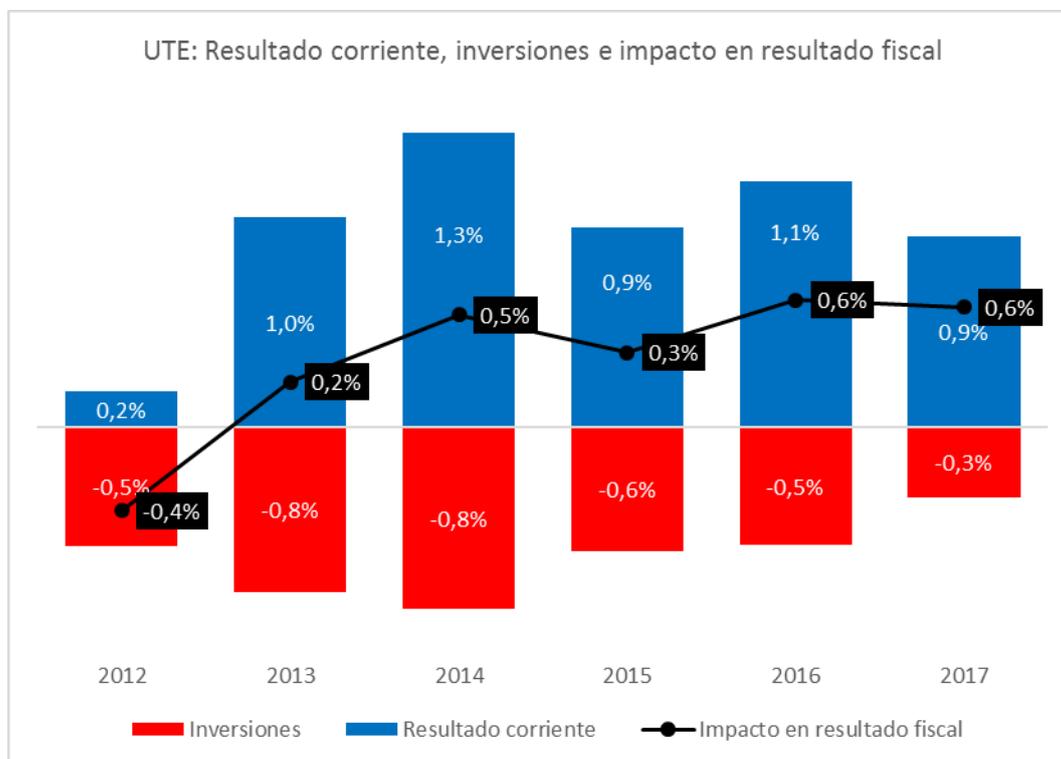
Vale aclarar que el ejercicio toma el resultado del balance contable sin diferenciar entre transacciones y otros flujos económicos.<sup>22</sup> Adicionalmente, no representa un contrafactual, dado que el cambio de reglas de juego hubiera provocado un cambio en las decisiones de inversión tomadas. Sin embargo, resulta útil en la medida que permite tener una idea de las diferencias que genera la aplicación de uno u otro criterio de consolidación contable.

<sup>22</sup> El Manual del FMI plantea que el ingreso o el gasto son variaciones del patrimonio neto que se obtienen como resultado de una transacción (incluyendo como transacción el consumo de capital fijo).

### 3.4.3. Ejercicio con UTE

En primer lugar, se analiza el impacto que UTE ha tenido en el resultado fiscal en el período 2012-2017. El Gráfico 14 muestra el impacto de UTE, dividiendo este impacto entre resultado corriente<sup>23</sup> e inversiones.

Gráfico 14 - Impacto de UTE en el resultado fiscal (criterio caja)  
(% del PIB)

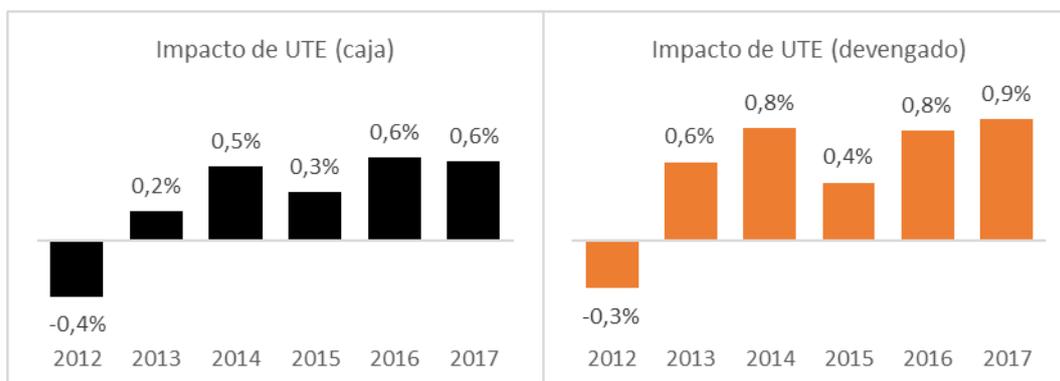


Con excepción del año 2012, en el resto del período UTE tuvo un impacto positivo en el resultado fiscal, alcanzando en 2016 y en 2017 un valor de 0,6% del PIB. En términos de resultado corriente, la empresa tuvo impactos positivos durante todo el período, alcanzando valores máximos de 1,3% del PIB en el año 2014. Sin embargo, el fuerte componente de inversiones contrarrestó este impacto positivo, atenuándolo en algunos años (2013-2017) y revirtiéndolo en otros (2012).

El Gráfico 15 muestra cómo sería el impacto de UTE en el déficit fiscal según dos criterios: el criterio caja (que es el que se utiliza actualmente) y el criterio devengado (instrumentalizado a través del resultado económico de UTE que surge de los estados contables).

<sup>23</sup> Resultado corriente antes de la distribución de dividendos.

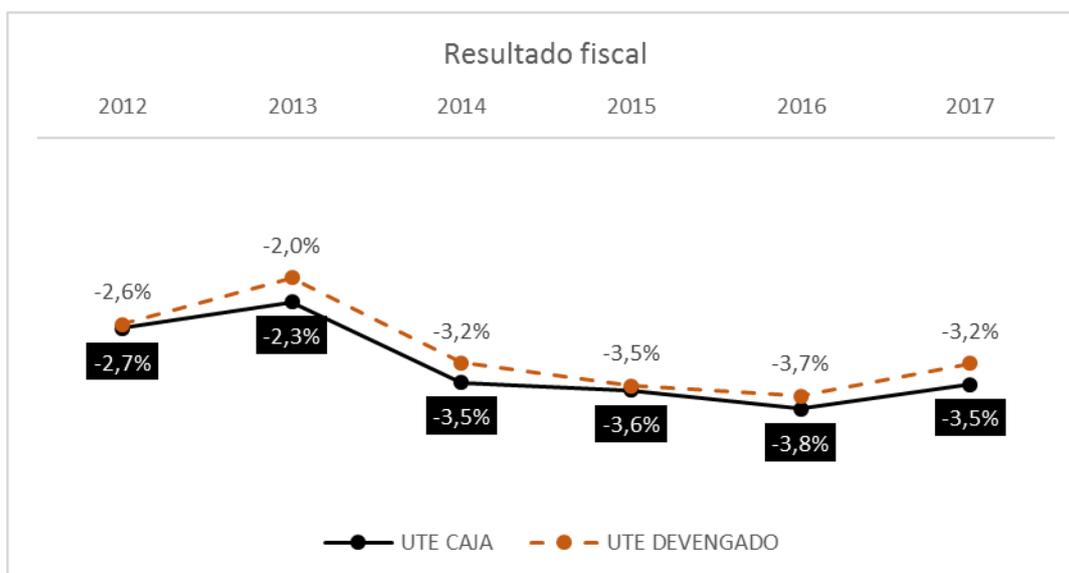
**Gráfico 15 - Impacto de UTE en el resultado fiscal (criterio caja y criterio devengado)**  
(% del PIB)



El gráfico muestra que, con excepción del año 2012, en el resto del período el balance contable de UTE arrojó resultados positivos. Tanto el criterio caja como el criterio devengado muestran un patrón similar, aunque en todos los años el criterio devengado presenta valores mayores al criterio caja.

El Gráfico 16 muestra cómo hubiera sido la evolución del déficit fiscal si en lugar de utilizarse el criterio caja, se hubiera utilizado el criterio devengado, aplicando los resultados de los estados contables de la empresa.

**Gráfico 16 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de UTE**  
(% del PIB)

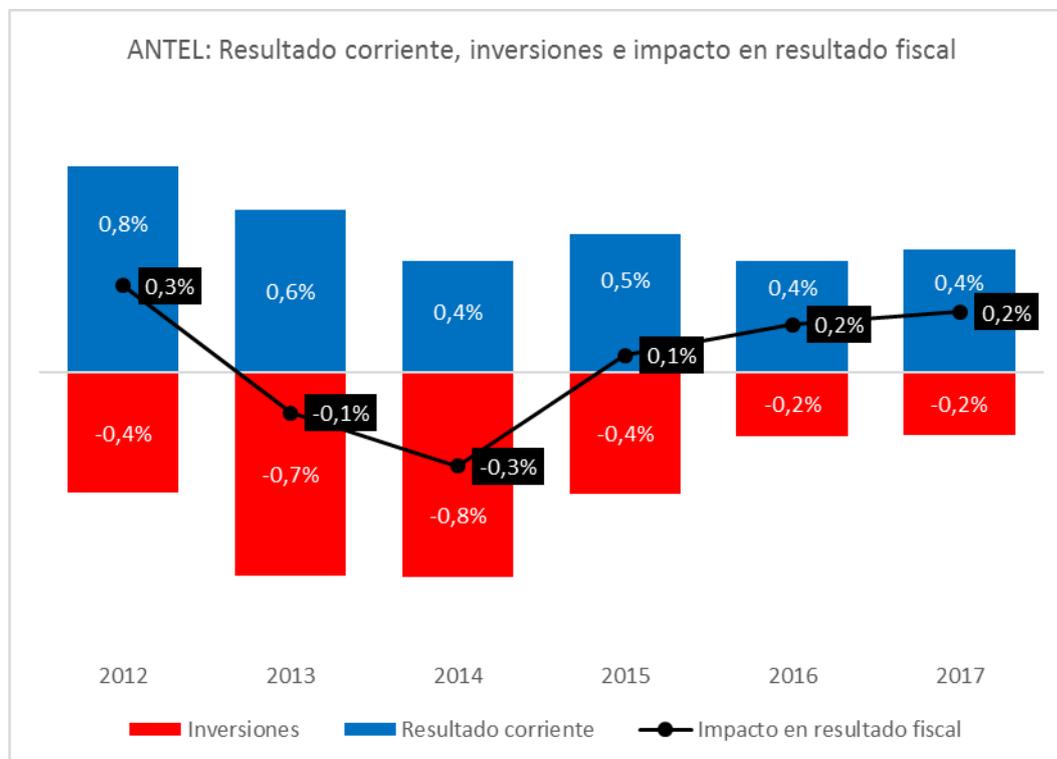


En este caso, si UTE se hubiera consolidado a partir del resultado económico de sus estados contables, el resultado fiscal hubiera evolucionado por encima de lo que efectivamente evolucionó.

### 3.4.4. Ejercicio con ANTEL

El Gráfico 17 muestra el impacto de ANTEL en el resultado fiscal para el período 2012-2017.

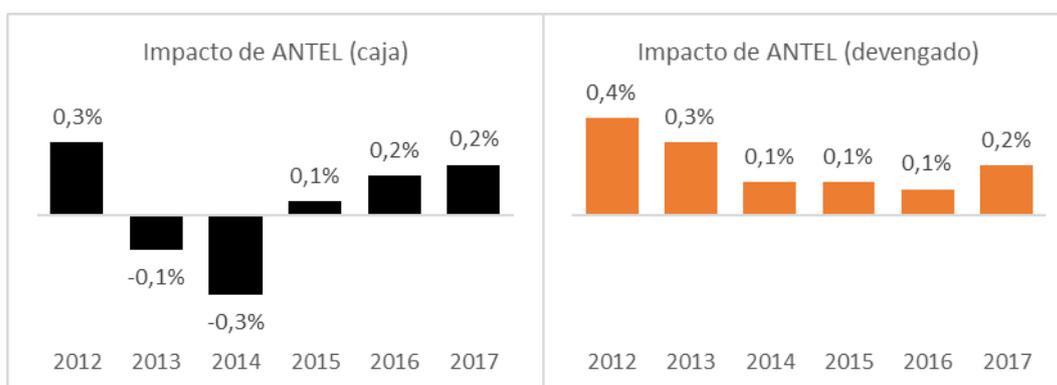
**Gráfico 17 - Impacto de ANTEL en el resultado fiscal (criterio caja)**  
(% del PIB)



Como muestra el gráfico, ANTEL mostró todos los años un resultado corriente positivo. Sin embargo, dependiendo del monto de las inversiones, en algunos años el impacto neto de la empresa sobre el resultado fiscal fue negativo. En particular, en los años 2013 y 2014, en los que la inversión de la empresa alcanzó niveles de 0,7% y 0,8% del PIB, el impacto neto de ANTEL sobre el resultado fiscal fue negativo, a pesar de haber tenido resultados corrientes positivos y haber repartido dividendos.

El Gráfico 18 muestra, en porcentaje del PIB, el impacto de ANTEL en el resultado fiscal según el criterio caja, y cómo sería utilizando el criterio devengado.

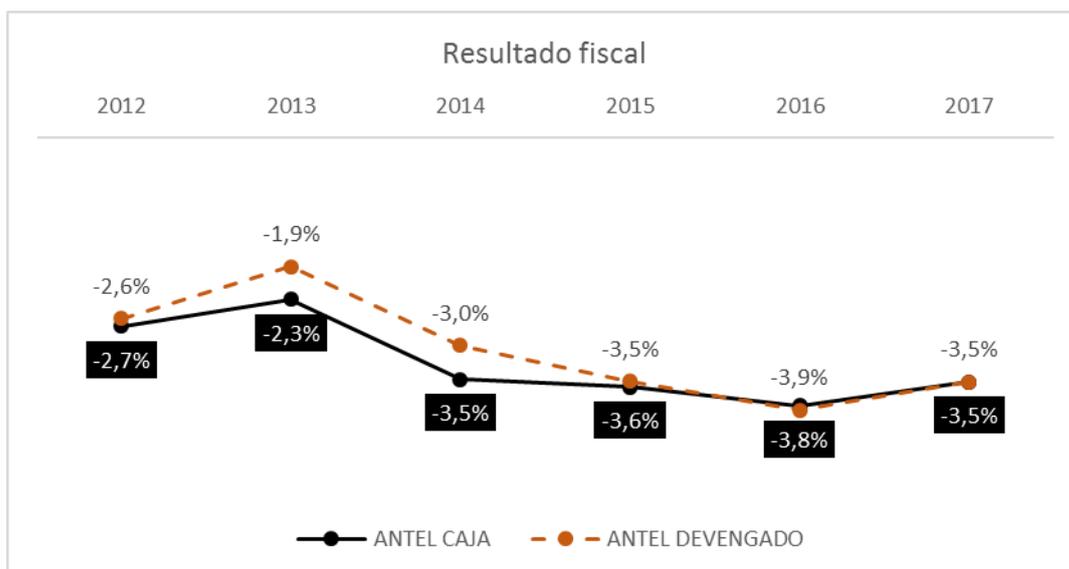
**Gráfico 18 - Impacto de ANTEL en el resultado fiscal (criterio caja y criterio devengado)**  
(% del PIB)



Desde el punto de vista patrimonial, ANTEL es una empresa que ha tenido todos los años resultados positivos. Nótese que esta visión, que surge de sus estados contables, genera una diferencia importante con respecto a la visión que surge del criterio caja, que muestra impactos netos negativos en los años 2013 y 2014.

El Gráfico 19 muestra la evolución del resultado fiscal utilizando ambos criterios.

**Gráfico 19 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de ANTEL**  
(% del PIB)

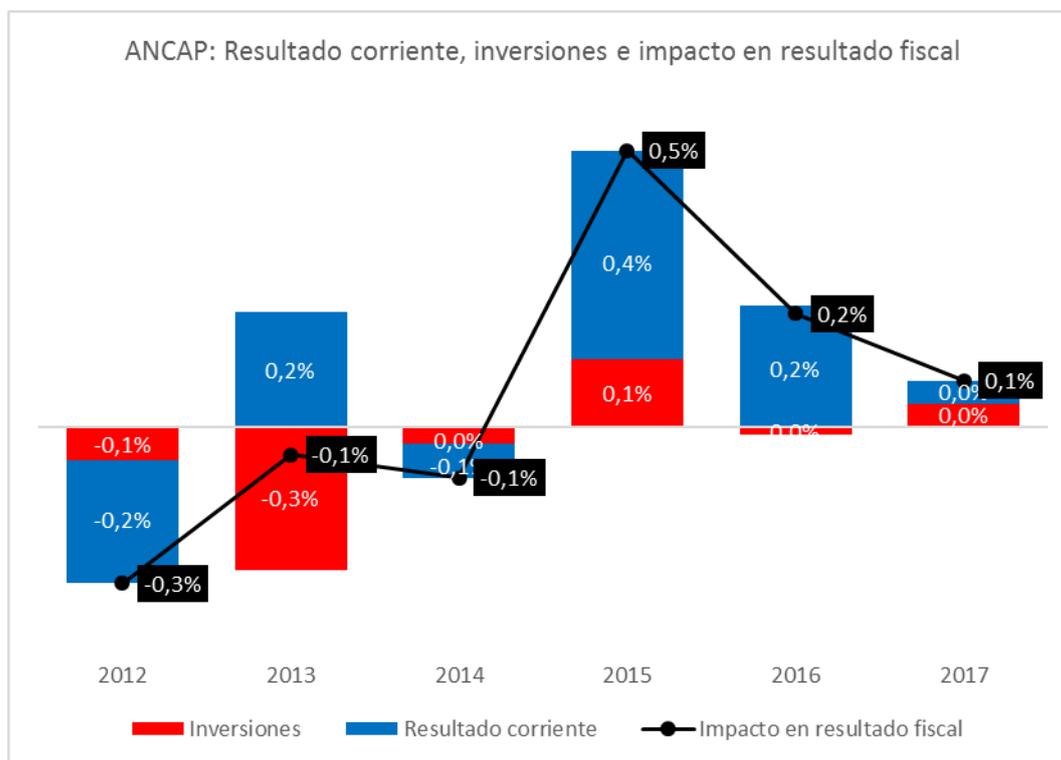


De modo similar al de UTE, si el resultado fiscal reflejara en su consolidación la mejora en la situación patrimonial de ANTEL, éste hubiera evolucionado con valores mayores o iguales a los que se verificaron.

### 3.4.5. Ejercicio con ANCAP

El Gráfico 20 muestra el impacto de ANCAP en el resultado fiscal para el período 2012-2017.

Gráfico 20 - Impacto de ANCAP en el resultado fiscal (criterio caja)  
(% del PIB)



ANCAP tuvo un impacto negativo en el resultado fiscal en los años 2012, 2013 y 2014, y pasó a tener un impacto positivo en los años 2015, 2016 y 2017, destacándose el año 2015 con un 0,5% del PIB.<sup>24</sup>

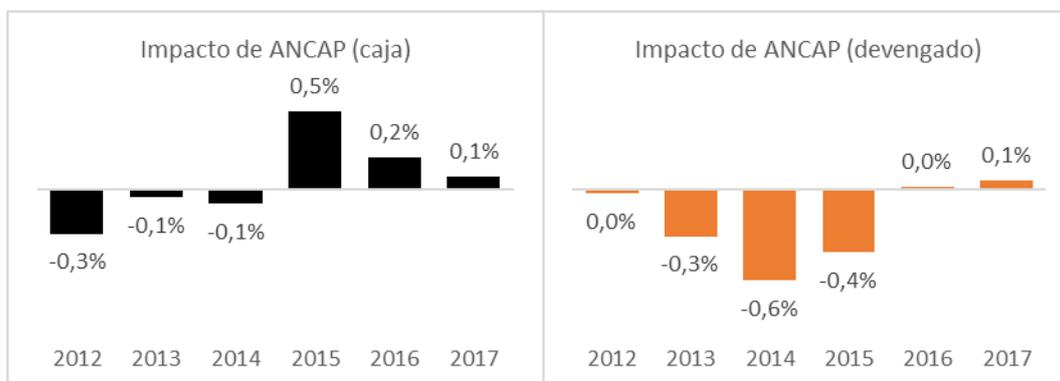
El análisis desagregado permite visualizar que en términos de resultado corriente se alternan períodos negativos (2012, 2014) con períodos positivos (2013, 2015, 2016, 2017), que no necesariamente coinciden con el signo del impacto de la empresa en el resultado fiscal.

Adicionalmente, en el caso de ANCAP aparece un comportamiento particular en el año 2015, en donde el rubro inversiones tiene un impacto positivo en el resultado fiscal. Esto se debe a que ese año el rubro *Variación de stock de petróleo* es negativo, lo que implica que el rubro inversiones cierra el año con resultado negativo, impactando por ende de forma positiva en el resultado fiscal.

La evolución del resultado fiscal consolidando con ambos criterios se presenta en el Gráfico 21.

<sup>24</sup> El reparto de dividendos fue nulo durante todo el período.

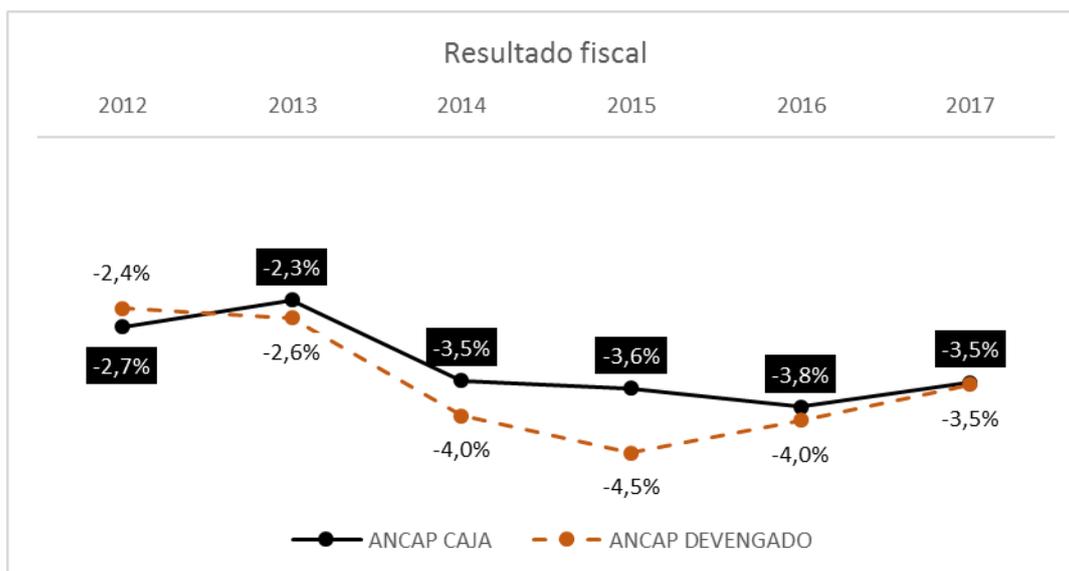
**Gráfico 21 - Impacto de ANCAP en el resultado fiscal (criterio caja y criterio devengado)**  
(% del PIB)



A diferencia del criterio caja, el análisis de ANCAP desde el punto de vista de los Estados Contables muestra resultados negativos o iguales a cero para todos los años del período analizado con excepción del año 2017, destacándose el año 2014 con un resultado de -0,6% del PIB.

El Gráfico 22 muestra la evolución del resultado fiscal según ambos criterios.

**Gráfico 22 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de ANCAP**  
(% del PIB)

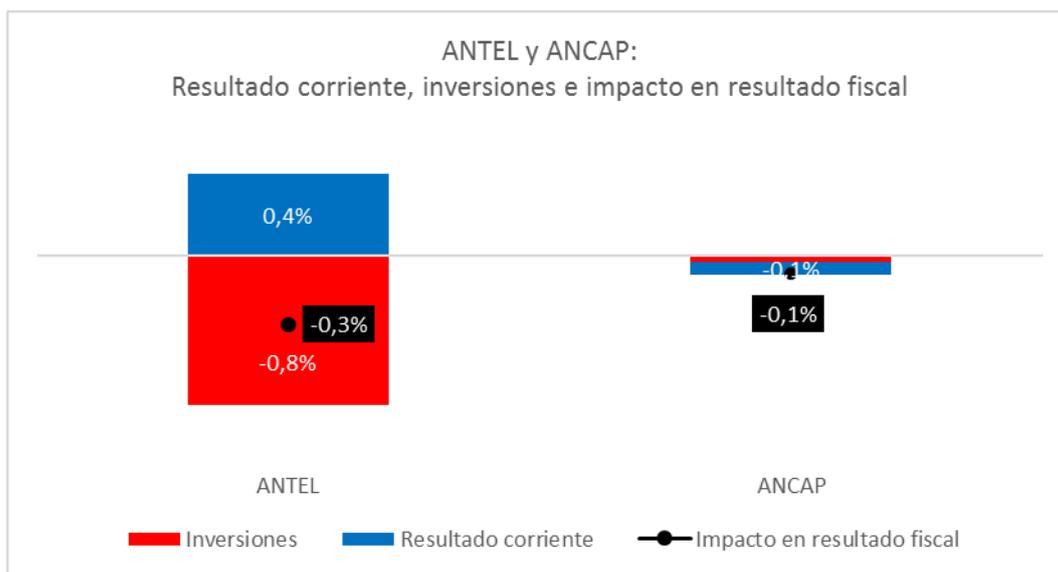


La utilización del criterio patrimonial para el caso de ANCAP hubiera redundado, para el período 2013-2017, en una evolución del resultado fiscal por debajo de los valores que se verifican con el criterio caja, acompañando la situación de deterioro patrimonial que se manifiesta en los estados contables de la empresa.

#### 1.1.1.1. Observación: ANCAP y ANTEL en el año 2014

El año 2014 es un ejemplo interesante para visualizar las paradojas que genera el criterio caja. En ese año el Uruguay tuvo dos empresas estatales con comportamientos bien diferentes. Por un lado ANTEL, una empresa que cerró el año con un resultado positivo, girando dividendos por 80 millones de dólares. Por otro lado ANCAP, una empresa que cerró el año con resultados negativos y sin girar dividendos. Sin embargo, paradójicamente, el impacto en el resultado fiscal es más negativo en el caso de ANTEL que ANCAP, como muestra el Gráfico 23.

Gráfico 23 - Impacto en el resultado fiscal de ANTEL y ANCAP, año 2014  
(% del PIB)



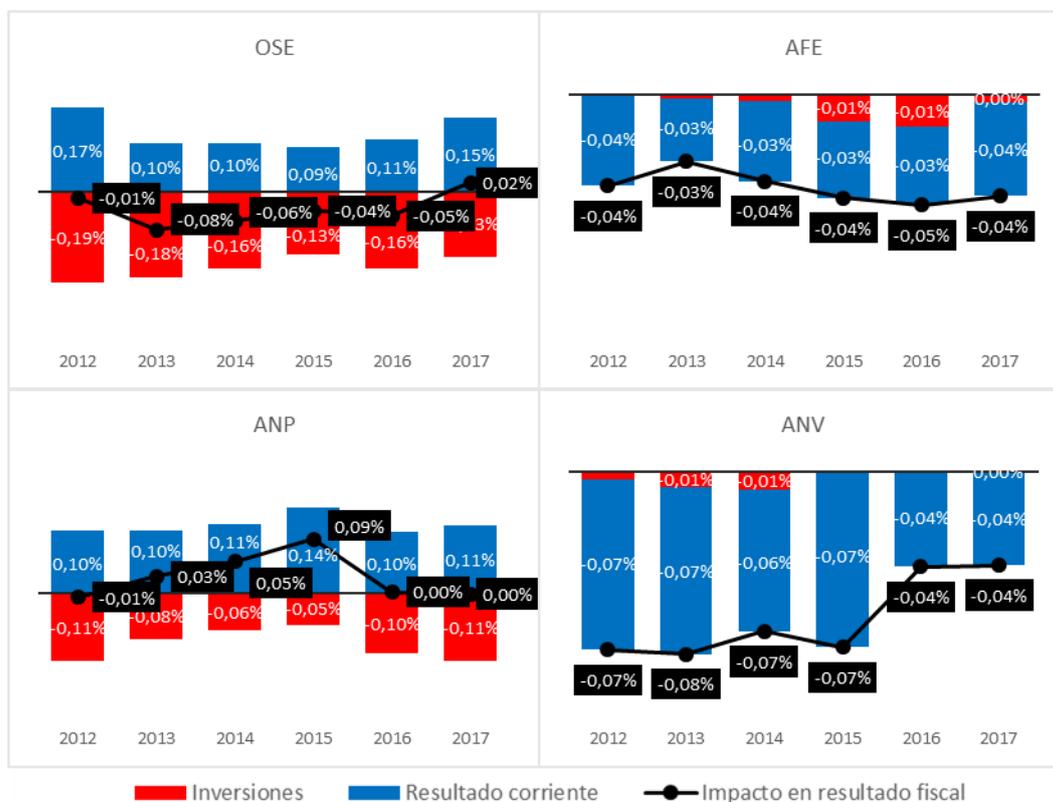
Esto se debe a que ANTEL destinó en 2014 un monto de inversión muy importante, de 0,8% del PIB, convirtiendo a 2014 en uno de los años de mayor inversión por parte de la empresa de los últimos 20 años.

#### 3.4.6. Ejercicio con OSE, AFE, ANP, ANV

Las restantes cuatro empresas públicas que aparecen discriminadas en las planillas del resultado fiscal son OSE, AFE, ANP y ANV. Dado su menor tamaño, estas empresas tienen un impacto menor que UTE, ANTEL Y ANCAP en el déficit fiscal, no alcanzando en ningún año del período analizado un impacto mayor a 0,1% del PIB.

El Gráfico 24 muestra el resultado corriente, las inversiones y el impacto en el resultado fiscal de las cuatro empresas para el período 2012-2017.

Gráfico 24 - Impacto de OSE, AFE, ANP y ANV en el resultado fiscal (criterio caja)  
(% del PIB)



El gráfico permite visualizar tendencias diferentes. ANP es la única empresa que presenta impactos positivos en el resultado fiscal.<sup>25</sup> OSE, AFE y ANV tienen todos los años impactos negativos en el resultado fiscal, aunque por motivos diferentes. En el caso de OSE, el impacto negativo se explica por sus montos de inversiones, que anulan los resultados corrientes positivos. ANV y AFE presentan resultados corrientes negativos todos los años.

El Gráfico 25 compara, para cada una de las empresas, la utilización del criterio caja y del criterio devengado.

<sup>26</sup>

<sup>25</sup> ANP además es la única que gira dividendos todos los años.

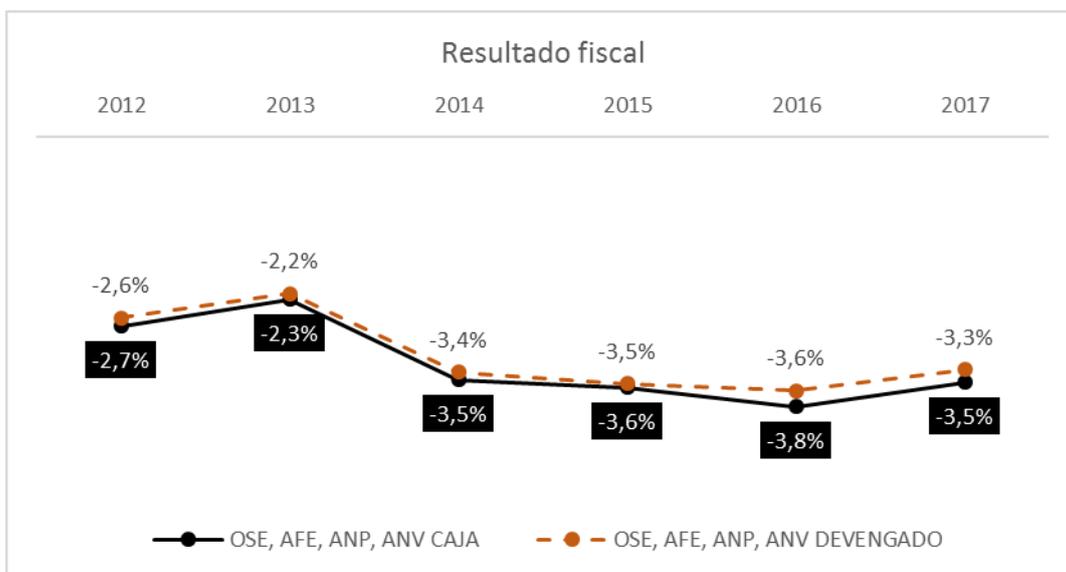
<sup>26</sup> Al momento de la redacción del informe no estaban publicados los estados contables de AFE y ANV del año 2017. A los efectos de los cálculos, se supuso el mismo resultado contable que el año 2016.

Gráfico 25 - Impacto de OSE, AFE, ANP y ANV en el resultado fiscal (criterio caja y criterio devengado) (% del PIB)



Los valores de impacto de cada una de estas empresas por separado en el resultado fiscal son pequeños. Por esto, el Gráfico 26 muestra la evolución del resultado fiscal en el caso de consolidar la información de estas cuatro empresas con el criterio devengado.

**Gráfico 26 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de OSE, AFE, ANP y ANV (% del PIB)**

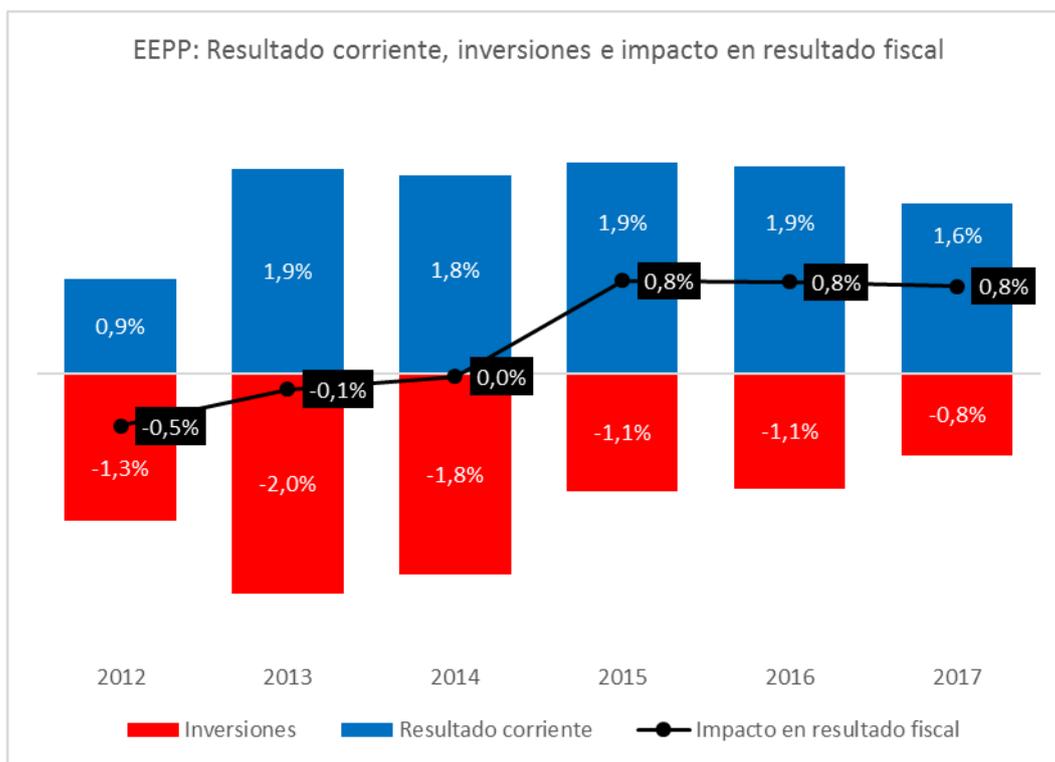


De consolidar estas cuatro empresas públicas con el criterio devengado, el resultado fiscal hubiera evolucionado levemente por encima de los valores verificados.

### 3.4.7. Ejercicio con todas las empresas públicas

El Gráfico 27 muestra el impacto de todas las empresas públicas (UTE, ANTEL, ANCAP, OSE, AFE, ANP, ANV) en el déficit fiscal, diferenciando resultado corriente de inversión.

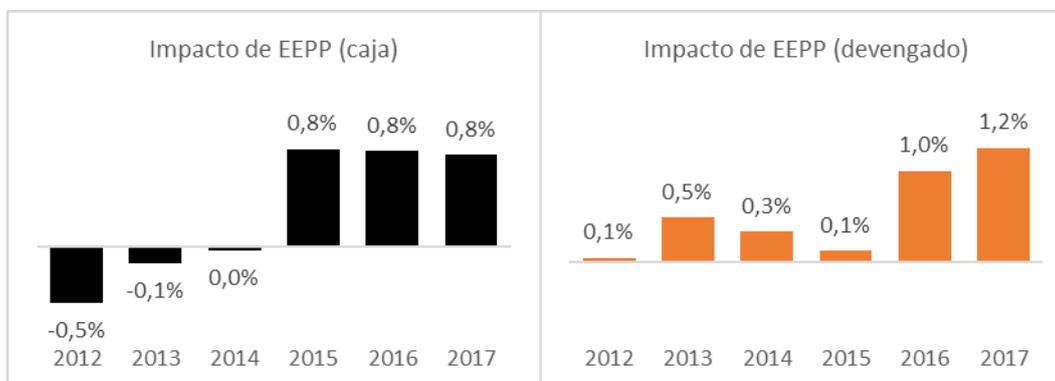
**Gráfico 27 - Impacto de las Empresas Públicas en el resultado fiscal (criterio caja)**  
(% del PIB)



En el gráfico se aprecia con claridad el ajuste sesgado hacia la inversión pública al que se hacía referencia en el marco conceptual de los capítulos 1 y 2. Se verifica un cambio en el impacto de las empresas públicas en el resultado fiscal, que pasó de ser nulo en el período 2013-2014 a positivo en el período 2015-2016. Este cambio en el impacto no es explicado por el resultado corriente, que permanece en el entorno de 1,9%, sino de la inversión, que cae de valores cercanos al 2% a valores cercanos al 1% (el gráfico refiere a la inversión pública tradicional, no se consideran las inversiones realizadas por modalidades alternativas).

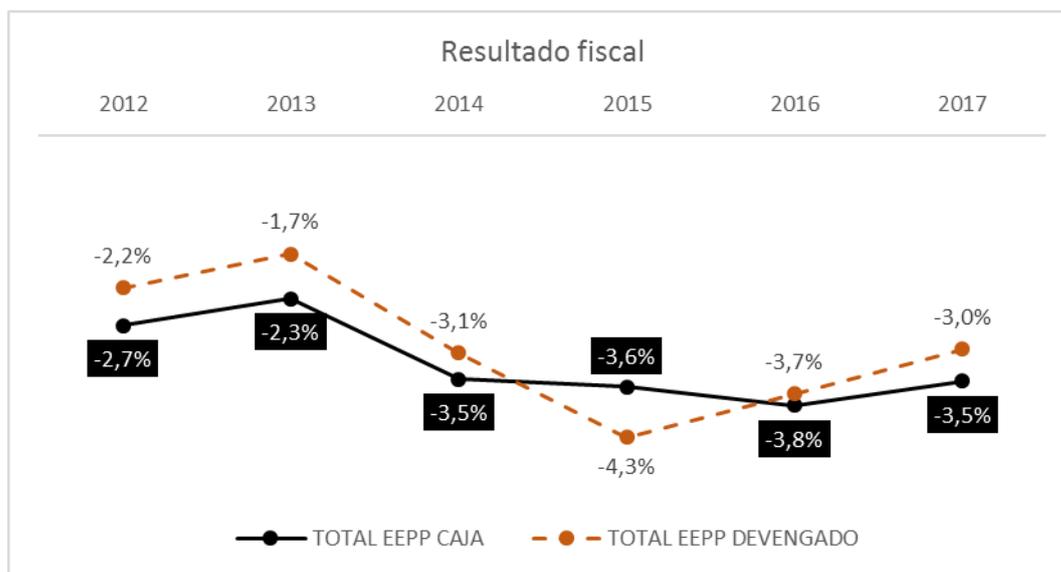
El Gráfico 28 muestra cómo fue el impacto de las empresas públicas según el criterio caja, y cómo sería según el criterio devengado.

**Gráfico 28 - Impacto de las Empresas Públicas en el resultado fiscal (criterio caja y criterio devengado)**  
(% del PIB)



Con excepción del año 2015, los valores que surgen de los estados contables son mayores que los valores que surgen del criterio caja. Esto genera la evolución del resultado fiscal que se muestra en el Gráfico 29.

**Gráfico 29 - Impacto de las Empresas Públicas en el resultado fiscal**  
(% del PIB)



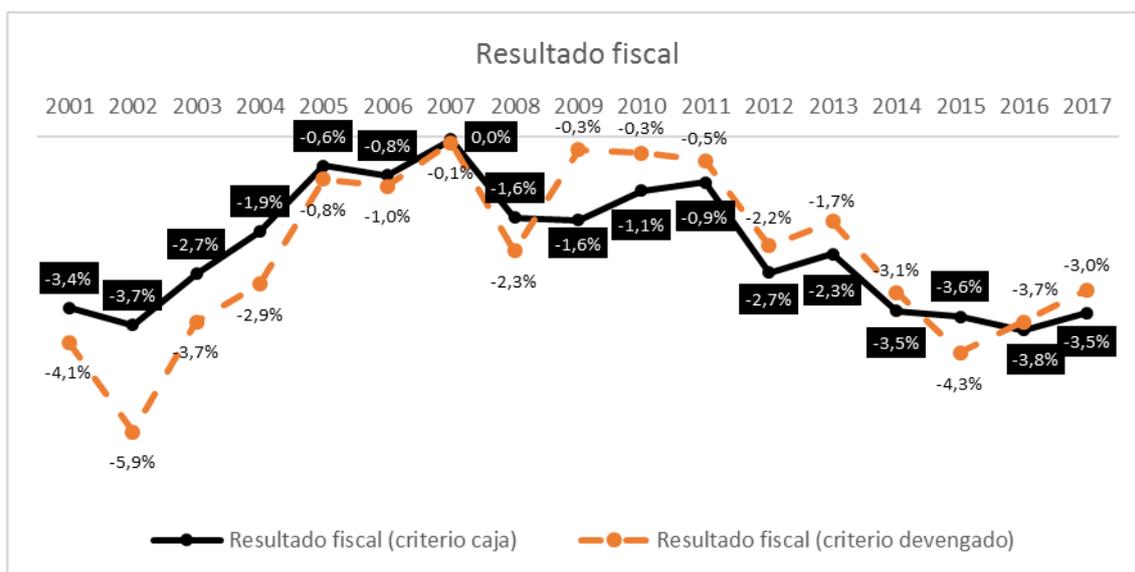
Con el criterio devengado, instrumentalizado en este ejercicio a través del resultado de los balances contables de las empresas, el resultado fiscal hubiera sido superior en los años 2012, 2013, 2014, 2016 y 2017, e inferior en el año 2015.

El valor inferior del criterio devengado para el año 2015 se debe a la distancia entre ambos criterios para el caso de ANCAP, que por el criterio caja tiene un impacto positivo de 0,5% del PIB, mientras que por el criterio devengado tiene un impacto negativo del 0,4% del PIB (ver *Ejercicio con ANCAP*).

### 3.4.8. Ejercicio para los últimos 16 años

La realización del ejercicio con todas las empresas públicas para los últimos 16 años se presenta en el Gráfico 30.

**Gráfico 30 – Ejercicio de modificación de la consolidación fiscal de las empresas públicas, 2001-2017**



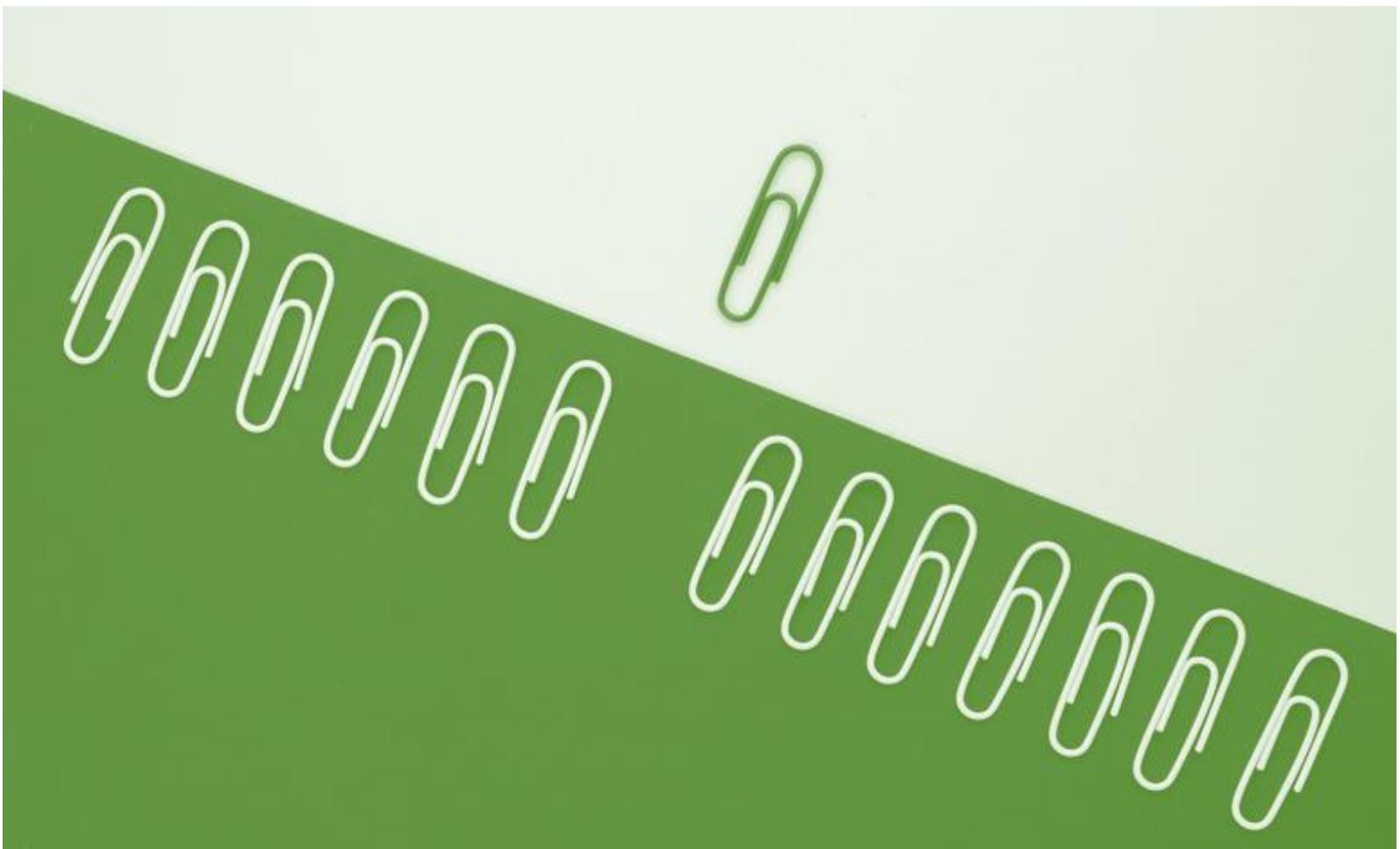
La tendencia general del resultado fiscal presenta una evolución similar con ambos criterios. La serie muestra diferencias entre dos grandes períodos: hasta el año 2008, el resultado fiscal calculado con el criterio alternativo resulta sistemáticamente menor que el calculado con el criterio caja; a partir de dicho año –con la excepción del año 2015– la situación es inversa, y la consolidación a partir del resultado los estados contables genera un resultado fiscal superior al que se verifica con el criterio caja.

### 3.4.9. Resumen del capítulo

---

En el presente capítulo se exploraron posibles soluciones al problema descrito en el marco conceptual.

- En primer lugar, se analizó la aplicabilidad al caso uruguayo de la propuesta de exclusión de las empresas públicas del resultado fiscal.
- En segundo lugar, se exploró la exclusión de proyectos de inversión específicos: tanto la exclusión de proyectos financiados por organismos multilaterales como la exclusión de proyectos del sector eléctrico y petrolero.
- En tercer lugar, se realizó un ejercicio consistente en cambiar el criterio de consolidación de las empresas públicas en el resultado fiscal. En la actualidad se utiliza el criterio caja, y en el ejercicio se lo sustituye por la utilización del criterio devengado, instrumentalizado a través del resultado económico de las empresas que surge de sus Estados Contables. Los principales resultados encontrados son:
  - En el caso de UTE, la consolidación en base devengado hubiera generado una trayectoria de mayor resultado fiscal.
  - En el caso de ANTEL, el resultado fiscal hubiera evolucionado con niveles mayores o iguales a los que se verificaron.
  - La utilización del criterio patrimonial para el caso de ANCAP hubiera redundado, para el período 2013-2017, en una evolución del resultado fiscal por debajo de los valores que se verifican con el criterio caja, acompañando la situación de deterioro patrimonial que se manifiesta en los estados contables de la empresa.
  - Para el caso de OSE, AFE, ANP y ANV, de consolidar estas cuatro empresas públicas con el criterio devengado, el resultado fiscal hubiera evolucionado por encima de los valores que se verificaron.
  - Para el conjunto de las siete empresas públicas analizadas, el resultado fiscal con el criterio devengado hubiera sido superior en los años 2012, 2013, 2014, 2016 y 2017, e inferior para el año 2015.
  - La serie a largo plazo (2001-2017) muestra que la tendencia general del resultado fiscal es similar con ambos criterios. La serie muestra diferencias entre dos grandes períodos: hasta el año 2008, el resultado fiscal calculado con el criterio alternativo resulta sistemáticamente menor que el calculado con el criterio caja; a partir de dicho año –con la excepción del año 2015– la situación es inversa, y la consolidación a partir del resultado los estados contables genera un resultado fiscal superior al que se verifica con el criterio caja.



## Capítulo 4

# ACCIONES COMPLEMENTARIAS AL CAMBIO EN LA CONTABILIDAD PÚBLICA

- 1) Problemas del cambio de criterio
- 2) Nuevo esquema de reglas de juego para la inversión pública
- 3) Hoja de ruta

## 4. ACCIONES COMPLEMENTARIAS AL CAMBIO EN LA CONTABILIDAD PÚBLICA

---

Cambiar el criterio de consolidación de las empresas públicas en el déficit fiscal no está exento de problemas. El cambio de reglas de juego impactaría fundamentalmente en el manejo de las inversiones, y se podría argumentar que el cambio en el criterio contable generaría un “relajamiento” en las restricciones que impone el criterio caja. Sobre este punto vale decir que, como se describió en los capítulos 2 y 3, en realidad el criterio actual no necesariamente ha limitado la inversión, sino que más bien la ha redirigido a modalidades alternativas.

Debe subrayarse que el objetivo de la propuesta no es eliminar restricciones a la inversión de las empresas públicas, sino plantear un esquema con restricciones más adecuadas. La literatura analizada sugiere que la restricción que debería operar para el caso de inversiones públicas debería ser una que involucre decisiones e impactos económicos de horizontes más extensos que el déficit fiscal anual.

### 4.1. Problemas del cambio de criterio

---

Una de las principales preocupaciones que puede surgir del cambio de criterio de consolidación contable refiere a la **sostenibilidad a largo plazo**. El cambio de criterio, al modificar el impacto inmediato de las inversiones sobre el déficit fiscal, elimina una restricción. De esta forma, un programa de inversiones elevado no impactaría en el déficit fiscal, pero podría tener impactos en la sostenibilidad de la empresa a largo plazo, ya sea por la calidad de las inversiones o por el endeudamiento que éstas implican.

A partir del resultado del ejercicio del balance contable no se puede realizar una evaluación de la sostenibilidad a largo plazo. Al ser un resumen de la variación patrimonial del año, la empresa puede haber tenido un importante aumento de sus pasivos sin que esto se refleje en el resultado anual. Como las decisiones de inversión implican, como contrapartida, decisiones de financiamiento, deben incorporarse al análisis –y al marco de restricciones– indicadores de apalancamiento o endeudamiento.

El cambio de la relación entre el déficit fiscal y el monto de inversiones podría inducir un aumento de **inversiones que no sean de alta calidad**. Como plantean Hemming y Ter-Minassian (2004), *“A falta de un análisis adecuado y mecanismos de supervisión, los gobiernos pueden incurrir en grandes costos de endeudamiento para financiar inversiones con bajas tasas de rentabilidad financiera y social, en algunos casos socavando las perspectivas de la sostenibilidad de la deuda.”*

Adicionalmente, así como el actual esquema de contabilidad genera incentivos hacia una “contabilidad creativa” en el sentido de realizar inversiones mediante modalidades que se registren como gastos (*leasings*, fideicomisos, sociedades anónimas), el cambio propuesto podría generar sesgos hacia clasificar gasto corriente como inversión, de forma de realizar el registro de forma diferida en el tiempo. Sin embargo, en el caso de las empresas públicas, la elevada cantidad de normas y controles que existen en Uruguay (normas internacionales de contabilidad, auditorías externas, tribunal de cuentas) mitigarían este problema, dejando escaso margen para este tipo de acciones.

### 4.2. Nuevo esquema de reglas de juego para la inversión pública

---

El cambio en el criterio de consolidación de las empresas públicas debería ser acompañado por un nuevo esquema de reglas de juego, que permita sustituir la restricción que implícitamente impone el criterio caja por

restricciones más razonables desde el punto de vista económico. Países que han atravesado cambios en la dirección de habilitar mayor espacio a la inversión pública también han realizado cambios institucionales que trascienden a la contabilidad:

“Cuando el Reino Unido introdujo la regla de oro en 1998, la complementó con una norma sobre el endeudamiento, mecanismos eficaces de evaluación de proyectos y fijación de prioridades presupuestarias, un marco sólido para la participación del sector privado y los métodos más avanzados de contabilidad y declaración de datos fiscales, precisamente para contrarrestar tales riesgos.”

Hemming y Ter-Minassian (2004), *Mejorar las condiciones para la inversión pública*

En este marco, se visualiza un esquema que contemple tres dimensiones: sostenibilidad de largo plazo, calidad de las inversiones y mejora del gobierno corporativo de las empresas públicas.

#### **4.2.1. Sostenibilidad a largo plazo: Control del endeudamiento y compromisos de gestión**

---

##### Control del endeudamiento

En los últimos tiempos el Poder Ejecutivo ha avanzado en mecanismos que mejoran el control del endeudamiento de las empresas públicas. La regulación del endeudamiento de las empresas públicas por parte del Poder Ejecutivo tiene un hito importante en el año 2011, en la ley de rendición de cuentas 2010, mediante el pedido de autorización para operaciones financieras de los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado. Se establece un tope de UI 85.000.000 por operación (unos 10 millones de dólares aproximadamente):

“Artículo 267.- Las operaciones financieras de los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, excluido el financiamiento de proveedores, que impliquen un endeudamiento superior al equivalente en moneda nacional a UI 85.000.000 (ochenta y cinco millones de unidades indexadas), deberán ser autorizadas por el Poder Ejecutivo e informadas a la Asamblea General dentro de los treinta días de aprobado.”

Ley 18.834 (2011), *Rendición de cuentas 2010*

En la redacción de 2011 hay dos elementos a tener en cuenta: no incluye el financiamiento de proveedores y no se incluyen explícitamente las personas jurídicas controladas por los entes. Esta segunda restricción es modificada en la ley de rendición de cuentas de 2011:

Artículo 337.- Sustitúyase el artículo 267 de la Ley N° 18.834, de 4 de noviembre de 2011, por el siguiente:  
"ARTÍCULO 267.- Las operaciones financieras de los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, excluido el financiamiento de proveedores, que impliquen un endeudamiento superior al equivalente en moneda nacional a 85.000.000 UI (ochenta y cinco millones de unidades indexadas), deberán ser autorizadas por el Poder Ejecutivo e informadas a la Asamblea General dentro de los treinta días de aprobado. También se incluirán las operaciones financieras de las personas jurídicas controladas por los mencionados entes."

Ley 18.996 (2012), *Rendición de cuentas 2011*

El proyecto de ley de presupuesto 2015-2019 planteado por el Poder Ejecutivo avanza en este proceso, estableciendo algunos criterios adicionales.

“ARTÍCULO 738.- A los efectos de lo establecido por el artículo 267 de la Ley N° 18.834, de 4 de noviembre de 2011, en la redacción dada por el artículo 337 de la Ley N° 18.996, de 7 de noviembre de 2012, se entienden comprendidas también las operaciones financieras que realicen las personas jurídicas o empresas subsidiarias, controladas, vinculadas o asociadas o que formen parte del grupo económico de los mencionados Entes Autónomos o Servicios Descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado.”

Ley 19.355 (2015), *Ley de presupuesto 2015-2019*

En el proyecto de ley hay un cambio importante, porque antes se planteaba sólo las “controladas”, y ahora se plantea una definición más abarcativa: “las personas jurídicas o empresas subsidiarias, controladas, vinculadas o asociadas o que formen parte del grupo económico”. El artículo continúa definiendo un concepto de operación financiera de endeudamiento más abarcativa que la anterior.

“Se entiende por operación financiera de endeudamiento aquella mediante la cual un ente autónomo o servicio descentralizado del dominio industrial y comercial del Estado, o cualquiera de las empresas integrantes de su grupo económico, adquiera la calidad de sujeto pasivo, deudor, co-deudor, garante, o responda con todo o parte de su patrimonio a una obligación directa o indirectamente asumidas. Se encuentran incluidas dentro de este concepto aquellas obligaciones financieras contraídas cuya efectiva exigibilidad esté sujeta a eventos futuros inciertos, ajenos al control propio del Estado. No se considera operación financiera el financiamiento otorgado por proveedores.”<sup>27</sup>

Ley 19.355 (2015), *Ley de presupuesto 2015-2019*

En tercer lugar, la ley introduce otro criterio para requerir autorizaciones del Poder Ejecutivo:

“Sin perjuicio de lo estipulado en la referida norma, y cuando los pasivos financieros de la empresa superen más de la mitad de su patrimonio, toda operación financiera adicional deberá requerir la autorización del Poder Ejecutivo con independencia de su monto.”<sup>28</sup>

Ley 19.355 (2015), *Ley de presupuesto 2015-2019*

De esta forma, con el correr del tiempo las leyes de presupuesto han ido avanzando en el control del endeudamiento de las Empresas Públicas por parte del Poder Ejecutivo.<sup>29</sup> Esta reglamentación es una potente herramienta que permite imponer una restricción a los flujos de inversión de las Empresas Públicas. Sin embargo, un control abarcativo de las mismas debería implicar también una mirada sobre el conjunto de los pasivos de las empresas, más allá de los pasivos financieros.

### Compromisos de gestión

La ley de presupuesto del ejercicio 2010-2014 estableció la obligatoriedad de que un conjunto de organismos estatales cuente con compromisos de gestión. A partir de 2015 se incorporaron a este esquema las empresas públicas.

Los compromisos de gestión, en el caso de las empresas públicas, abarcan un amplio conjunto de indicadores, algunos específicos (disponibilidad mecánica de la refinería; internet cada 100 hogares; disponibilidad de líneas de 500 kV) y otros comunes (indicadores de rentabilidad, reducción de horas extras, reducción gastos publicidad). En particular, ANTEL, OSE y UTE cuentan con compromisos de gestión de ejecución de inversiones, que se miden con criterio caja.

El cambio en la contabilización de las empresas públicas no anula la posibilidad de establecer metas de inversión globales anuales, que pueden instrumentarse a través de compromisos de gestión. La diferencia radicará en que estas metas de inversión no se fijarán en relación a su impacto en el déficit fiscal, sino a partir de consideraciones económicas y empresariales. Adicionalmente, una mirada amplia de las inversiones

---

<sup>27</sup> La propuesta del Poder Ejecutivo no incluía la última oración, que excluye el financiamiento otorgado por proveedores. Dicha disposición fue agregada en el trámite parlamentario.

<sup>28</sup> La propuesta del Poder Ejecutivo utilizaba el concepto de “pasivos totales de la empresa”, pero luego del trámite parlamentario la disposición quedó referida únicamente a los “pasivos financieros”.

<sup>29</sup> Sobre este punto es relevante la experiencia de Chile, en donde todo endeudamiento, directo o indirecto, debe ser previamente autorizado por el Ministerio de Hacienda.

debería establecer compromisos de gestión asociados también a inversiones por modalidades alternativas realizadas vía *leasing*, fideicomiso o por intermedio de sociedades anónimas.

#### **4.2.2. Calidad de las inversiones: Sistema Nacional de Inversión Pública**

---

A los problemas de sostenibilidad en el mediano y largo plazo vinculados con los niveles de endeudamiento e inversiones se le suman los problemas derivados de la calidad de las inversiones. Una empresa puede tener un nivel razonable de endeudamiento, inversiones y resultado corriente, pero estar generando riesgos a futuro por la calidad de sus inversiones.

En este marco y en consonancia con una tendencia continental (Contreras, Cartes, & Pacheco, 2010), en el año 2012 se creó en Uruguay el Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP), como *“el conjunto de normas, instrumentos y procedimientos establecidos con el objeto de ordenar y orientar el proceso de inversión pública en el país, de modo de optimizar la asignación de recursos públicos a través de la ejecución de las opciones de inversión más convenientes desde el punto de vista económico y social, en el marco de las prioridades y lineamientos estratégicos establecidos por el gobierno para alcanzar un desarrollo sostenible.”* El SNIP funciona en la órbita de la OPP, y alcanza a toda institución que proyecte y ejecute inversión pública. Todas las instituciones deben ingresar en el SNIP sus proyectos de inversión, y además obtener Dictamen Técnico Favorable para poder ser ejecutadas.

De esta forma, existe en la actualidad una unidad especializada que establece criterios generales para la evaluación de todas las inversiones estatales. Los organismos deben cumplir los criterios establecidos de forma de obtener el dictamen técnico favorable, sin el cual no pueden avanzar en la ejecución del proyecto. Resulta fundamental que este organismo continúe avanzando y consolidándose, aportando en la mejora en la evaluación de las inversiones de las empresas públicas desde una mirada transversal, incorporando también las inversiones de sus subsidiarias.

#### **4.2.3. Gobierno corporativo de las empresas públicas**

---

El cambio en la contabilidad debe ir de la mano con mejoras en el gobierno corporativo de las empresas que apunten al funcionamiento eficiente y sostenible de las mismas. Resulta necesario mejorar las reglas de gobierno de las empresas públicas y de su relación con el Estado como accionista, de forma de concentrar y asegurar el adecuado ejercicio del rol de propietario.

En este sentido, algunos trabajos señalan la necesidad de avanzar en la consolidación de una unidad u organismo que centralice la comunicación entre las empresas públicas y el Poder Ejecutivo, concentrando y alineando las visiones que surgen desde diferentes unidades gubernamentales (OPP, Ministerio de Economía, Ministerios Sectoriales). La existencia de un espacio que centralice esta comunicación es vital para evitar la heterogeneidad de mandatos y comunicaciones, así como también para mejorar los mecanismos de fijación de objetivos, rendición de cuentas, flujo de información y transparencia.

Adicionalmente, resulta importante avanzar en el establecimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo al interior de las empresas, fundamentalmente en lo referente a la profesionalización de los directorios, a los mecanismos de elección y evaluación de directorios y alta gerencia, al establecimiento de códigos de ética y buenas prácticas, entre otros. Estos componentes deben ser trabajados tanto a nivel de las empresas públicas como de sus empresas subsidiarias.

Finalmente, la mejora del gobierno corporativo de las empresas públicas uruguayas debe realizarse comprendiendo sus particularidades, su historia, su importancia en la economía y su rol en la estrategia de desarrollo del país.

### 4.3. Hoja de ruta

---

Además de integrar las posibles modificaciones en la contabilidad a una discusión más amplia que involucre las acciones complementarias mencionadas, es posible plantear acciones específicas a incorporar en una hoja de ruta que permita allanar el camino para la eventual modificación de las reglas contables.

En el presente trabajo se resumen algunas soluciones que se presentan en la literatura internacional. Las opciones de exclusión de las empresas públicas o la exclusión de proyectos específicos son opciones concretas utilizadas actualmente en otros países. Sobre la nueva solución propuesta, consistente en la consolidación de las empresas públicas a partir de sus estados contables, una posible hoja de ruta para analizar su efectiva aplicabilidad debería implicar: (i) la presentación de la propuesta en diferentes foros técnicos, de forma de continuar el intercambio con expertos; (ii) la revisión de los sistemas de información de las empresas, a los efectos de analizar si existe la posibilidad de realizar reportes mensuales en base devengado<sup>30</sup>; (iii) la revisión de algunos aspectos metodológicos de la construcción del indicador, en particular los referidos al tratamiento de la categoría “otros flujos económicos”, es decir los flujos económicos que no responden a transacciones; (iv) el comienzo de la construcción de este indicador alternativo de resultado fiscal, de forma de tenerlo presente por más que se siga utilizando, en el corto plazo, el actual déficit fiscal en base caja.

Un cambio en los criterios contables debería también reconocer la heterogeneidad de las empresas públicas uruguayas. Más que consolidar un cambio para la totalidad de las empresas, sería más prudente confeccionar una hoja de ruta que priorice comenzar por las empresas con mayor madurez institucional y en las cuales el sesgo impuesto por el actual criterio contable tenga efectos más importantes. Este tipo de empresas deberían ser las primeras en ser incorporadas al nuevo esquema, ya sea el esquema alternativo propuesto de registro en base al resultado de sus estados contables o al esquema basado en el registro exclusivamente de los dividendos y capitalizaciones de la empresa.

### 4.4. Resumen del capítulo

---

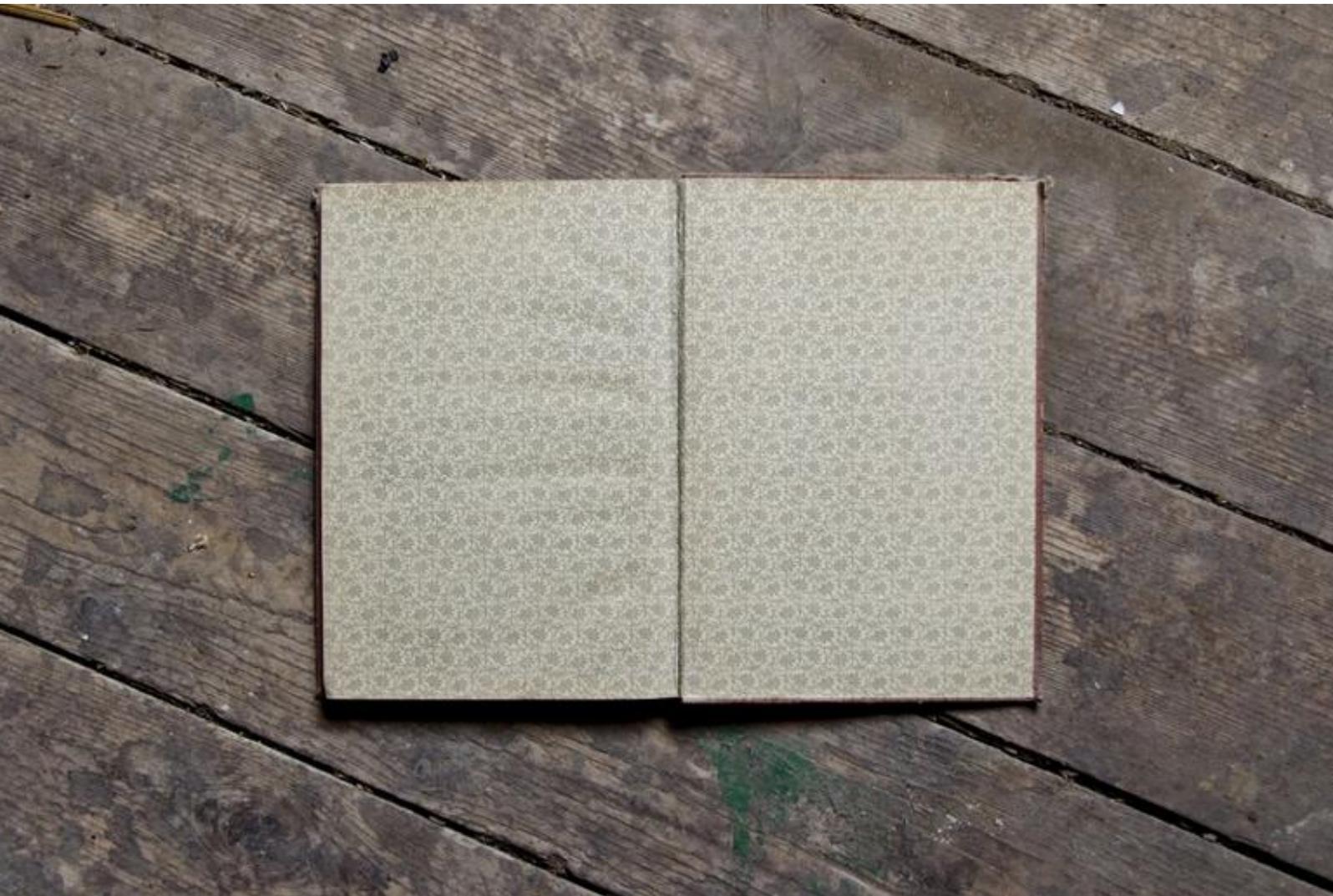
Luego de desarrollar en los capítulos anteriores el marco conceptual referido al sesgo en las decisiones de inversión que genera la contabilidad pública, y de realizar una exploración de soluciones posibles, en el presente capítulo se describen algunas acciones complementarias que sería recomendable acompañen el cambio en la contabilidad pública.

- Se identificaron dos grandes temas que pueden observarse como problemáticos al cambiar de criterio contable: la sostenibilidad de largo plazo de las empresas y la calidad de las inversiones.
- De forma de atender estos problemas se propone un esquema de acciones complementarias que complementen el cambio de criterio de contabilización. Este nuevo esquema de reglas de juego debería tener como principales elementos:

---

<sup>30</sup> En este sentido, en el marco de un convenio de cooperación técnica entre OPP y el BID, se encuentra en marcha actualmente una consultoría referida a la realización de un sistema de monitoreo y evaluación de las empresas públicas, que permitiría automatizar algunos reportes a partir de los sistemas de información de las empresas.

- El control del endeudamiento por parte del Poder Ejecutivo
- Los compromisos de gestión (en particular compromisos relacionados con inversión pública)
- El Sistema Nacional de Inversión Pública
- El gobierno corporativo de las empresas públicas
- Finalmente, se propone una posible hoja de ruta para la posible aplicación de un cambio en las reglas de juego contables en Uruguay.



## Capítulo 5

# CONCLUSIONES

## 5. CONCLUSIONES

---

Existe un diagnóstico relativamente generalizado de los problemas que tiene la actual forma de imputar la inversión pública en el déficit fiscal, tanto en cuanto a la restricción de las posibilidades de desarrollo de infraestructura como al incentivo a desarrollar modalidades alternativas con el único objetivo de reducir su impacto contable. Sin embargo, no se visualiza con tanta claridad cuál es la respuesta más apropiada a este problema, lo que genera, por la vía de los hechos, el mantenimiento del problema a lo largo del tiempo.

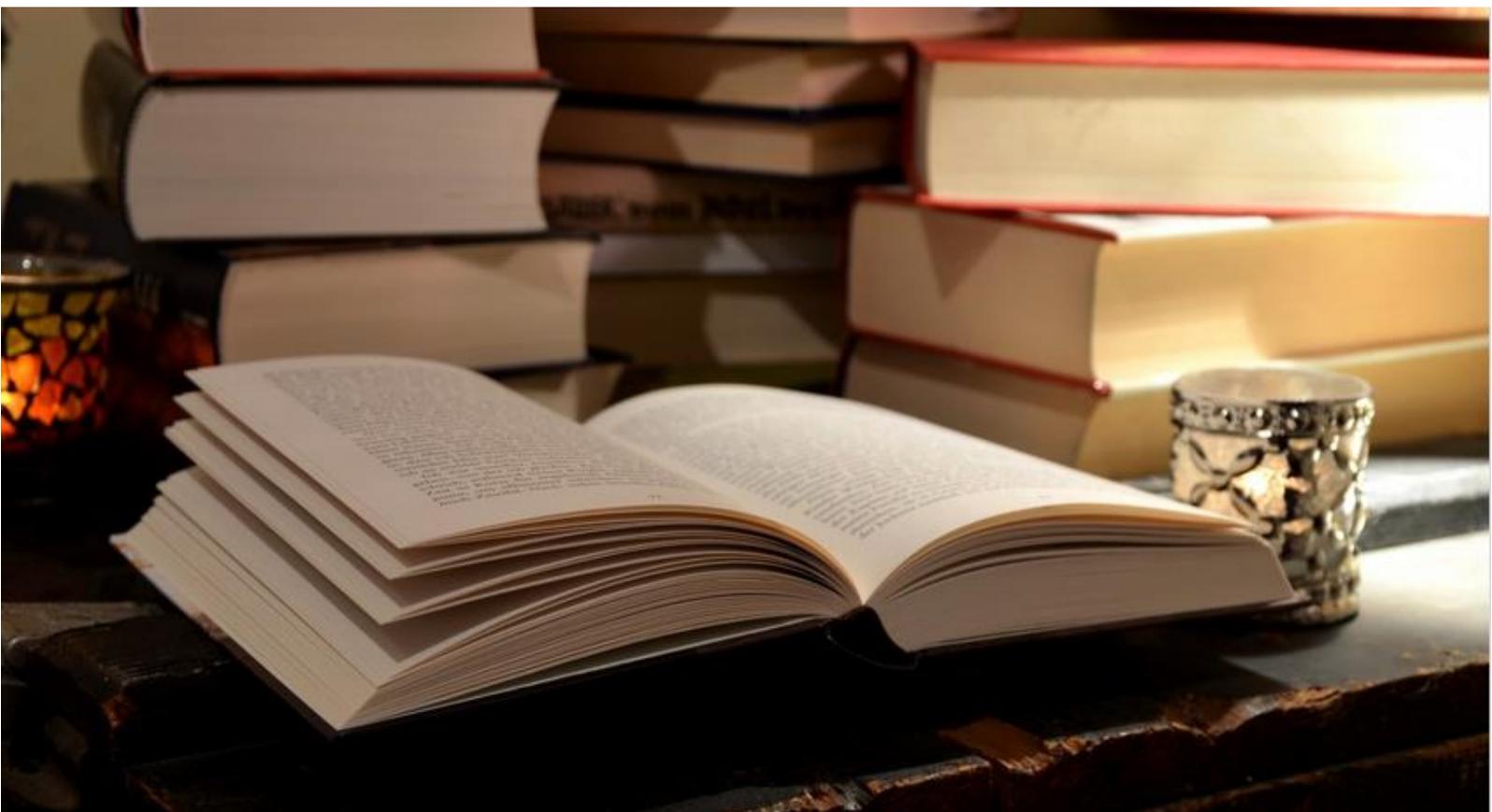
La discusión se puede estructurar en torno a un eje que refiere a la inclusión de las empresas públicas en el resultado fiscal. Las soluciones relevadas en la bibliografía pueden organizarse en torno a este eje, recorriendo un abanico que va desde la exclusión de proyectos específicos a la exclusión de las empresas públicas. El presente trabajo describe estas soluciones y analiza su aplicabilidad al caso uruguayo.

Adicionalmente, podría considerarse otro eje que cuestione, en el caso de decidir incluir a las empresas públicas, cuál es la forma más adecuada. Sobre esta noción se profundiza, proponiendo una solución que equipara el tratamiento contable de las diferentes modalidades de inversión consolidando a las empresas públicas en el resultado fiscal en base a los resultados de sus balances contables. De esta forma, el resultado fiscal tomaría la información de la variación patrimonial de las empresas, en lugar de tomar solamente los movimientos de caja.

Esta solución permitiría mitigar los incentivos a realizar inversiones públicas por modalidades alternativas solamente por la diferencia en la imputación contable. Bajo este criterio, la inversión no impactaría en el resultado fiscal en el momento que se realiza, sino que sería imputada a lo largo del tiempo, como sucede en la contabilidad de las empresas privadas. También permitiría reflejar en el resultado fiscal un proceso de mejora o de deterioro patrimonial de una empresa, fenómeno que no necesariamente aparece en el esquema de contabilidad en base caja.

Adicionalmente, se propone combinar cambios en el terreno contable con mejoras en otras áreas, que atiendan particularmente las dimensiones de sostenibilidad de largo plazo y calidad de las inversiones: potenciar instrumentos ya existentes como los compromisos de gestión, el control del endeudamiento y el Sistema Nacional de Inversión Pública, y mejorar el marco de gobierno corporativo sobre el que las empresas toman sus decisiones.

Finalmente, como plantean Easterly, Irwin y Serven (2008), *“los recortes en la inversión pública no deberían sorprender cuando la mayoría de los países miden su posición fiscal no en términos patrimoniales sino en términos de flujos de efectivo a corto plazo y deuda bruta (...) la idea no es abandonar las medidas de deuda y flujos de efectivo a corto plazo, que son claramente importantes, sino complementarlos con medidas que muestren movimientos en el patrimonio neto y su cambio a lo largo del tiempo. No hay una “mejor” solución obvia, pero cualquiera que sea la solución, es claramente el momento de cambiar el enfoque exclusivo sobre los pasivos del sector público, incorporando también los activos al diseñar los ajustes fiscales”*.



## BIBLIOGRAFÍA

## 6. BIBLIOGRAFÍA

---

- América Economía. (2013). *Las mayores empresas de América Latina*. Obtenido de <https://rankings.americaeconomia.com/2012/las-500-empresas-mas-grandes-de-america-latina/ranking-500-america-latina-1-50.php>
- Aschauer, D. A. (1988). Is public expenditure productive? *Journal of Monetary Economics*, 23(2), 177-200.
- Aschauer, D. A. (1989). Public investment and productivity growth in the Group of Seven. *Economic perspectives*, 13(5), 17-25.
- Azar, P., Bertino, M., Fleitas, S., García Repetto, U., Bertoni, R., Sanguinetti, C., & Sienna, M. (2009). *¿De Quiénes, para Quiénes y para Qué? Las Finanzas Públicas de Uruguay en el Siglo XX*. Montevideo: Fin de Siglo.
- Balassone, F., & Franco, D. (2001). *EMU fiscal rules: a new answer to an old question?* Roma: Banca d'Italia.
- Bárcena, A. (2018). La igualdad en el centro del desarrollo sostenible. *Grandes Maestros*. Ciudad de México: Universidad Autónoma de México.
- Basetto, M., & Sargent, T. (Nov de 2006). Politics and efficiency of separating capital and ordinary government budgets. *The Quarterly Journal of Economics*, 121(4), 1167-1210.
- Bertino, M., Mariño, N., Querejeta, M., Torrelli, M., & Vázquez, D. (2013). *Cien años de empresas públicas en Uruguay: Evolución y Desempeño*. Montevideo: Revista de Gestión Pública.
- BID. (2013). *Inversiones públicas y reglas fiscales*. Washington: BID.
- BID. (2015). *Financiamiento de la infraestructura en América Latina y el Caribe: ¿Cómo, Cuánto y Quién?* Washington DC: BID.
- Blanc-Brude, F., Goldsmith, H., & Valila, T. (2006). *Ex Ante Construction Costs in the European Road Sector: A Comparison of Public-Private Partnerships and Traditional Public Procurement*. European Investment Bank.
- CAF. (2010). *infraestructura pública y participación privada*. Bogotá: CAF.
- Capurro, A., Fraga, F., Harguindeguy, S., & Oddone, G. (2015). *Financiamiento de infraestructura: apuntes sobre la experiencia internacional y reflexiones para el caso uruguayo*. Montevideo: CEEIC.
- Casaravilla, G. (2017). Presentación en el III Congreso Latinoamericano de Energía Eólica. Montevideo.
- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. (2008). *PIDIREGAS 2007-2008*. Ciudad de México: Cámara de Diputados.
- CEPAL. (15 de Mayo de 2017). Inversión en infraestructura en países de América Latina y el Caribe se mantiene por debajo de necesidades de la región.
- Contreras, E., Cartes, F., & Pacheco, J. F. (2010). *Los SNIP de América Latina y el Caribe*. ILPES.
- Cosse, C. (08 de Julio de 2017). Poder ejecutivo. *La Diaria*. (N. Uval, Entrevistador)
- Deloitte. (2016). *NiIF 16 Arrendamientos. Lo que hay que saber sobre cómo van a cambiar los arrendamientos*.

- Dirección de Presupuestos. (2017). *Estadísticas de las finanzas públicas 2007-2016*. Santiago de Chile: Ministerio de Hacienda.
- Easterly, W., Irwin, T., & Servén, L. (2008). Walking up the Down Escalator: Public Investment and Fiscal Stability. *The World Bank Research Observer*, 23(1), 37-56.
- Esponda, F., & Molinari, J. (2017). *La dimensión contable de la revolución eólica uruguaya*. Río de Janeiro: Trabajo presentado en el 6to ELAEE.
- Esponda, F., & Molinari, J. (2017). *Reglas de juego de la inversión pública. El caso de la revolución eólica uruguaya. Lecciones para las PPP*. Montevideo: Trabajo presentado en el 9º Congreso Latinoamericano de Ciencia Política.
- FixScr. (2015). *Finanzas Corporativas. Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas*. FixScr.
- FMI. (2001). *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*. Washington: FMI.
- FMI. (2004). *Public Investment and Fiscal Policy*. Washington: FMI.
- FMI. (2011). *Estadísticas de finanzas públicas: Guía de compilación para países en desarrollo*. Washington: FMI.
- FMI. (2014). *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*. Washington: FMI.
- FMI. (2015). *Fiscal Management of Public-Private Partnerships*. Lima: FMI.
- FMI. (2015). *Making Public Investment More Efficient*. Washington: International Monetary Fund.
- FMI. (2016). *PPP Fiscal Risk Assessment Model (PFRAM)*. Washington: International Monetary Fund.
- FMI. (2018). *Public Investment Management Assessment: Review and Update*. Washington: International Monetary Fund.
- García, Á. (24 y 25 de Febrero de 2015). *Presentación en Seminario de la URSEA*. Obtenido de Seminario: Hacia una nueva conceptualización del Gobierno y la Regulación de Empresas Estatales: <http://www.ursea.gub.uy/Inicio/Institucional/eventos/Seminario+Regulacion+Empresas+Publicas/Presentaciones+expositores>
- Grenville, S. (28 de Noviembre de 2013). *Infrastructure: Overcoming sovereign-debt phobia*. Obtenido de <https://www.lowyinstitute.org/the-interpreter/infrastructure-overcoming-sovereign-debt-phobia>
- Guasch, J. L., Benitez, D., Portabales, I., & Flor, L. (2014). *The Renegotiation of PPP Contracts: An Overview of its Recent Evolution in Latin América*. París: International Transport Forum.
- Guasch, L. (2004). *Granting and Renegotiating Infrastructure Concessions*. Washington: Banco Mundial.
- Guyer & Regules. (2015). Experiencias exitosas de desarrollo de infraestructura del país y recomendaciones. (pág. 9). Montevideo: CND. Obtenido de [http://www.cnd.org.uy/index.php/sala-de-prensa/download/5202\\_eed86a3f3c4d58edb8925e8947ba19f9](http://www.cnd.org.uy/index.php/sala-de-prensa/download/5202_eed86a3f3c4d58edb8925e8947ba19f9)
- Hall, D. (2015). *¿Por qué las Asociaciones Público-Privadas (APPs) no funcionan?* Londres: Public Services International Research Unit.
- Hansen, A. (1941). *Fiscal Policy and Business Cycles*. New York: Northon & C.

- Hemming, R., & Ter-Minassian, T. (2004). Mejorar las condiciones para la inversión pública. *Finanzas & Desarrollo*, 32.
- Hoogervorst, H. (2016). Shining the Light on Leases. *IFAC Global Knowledge Gateway*, 1.
- House of Commons Treasury Committee. (2011). *Private Finance Initiative*. London: The Stationery Office Limited.
- Irwin, T. (2008). Accrual Accounting, Long-Term Fiscal Projections, and Infrastructure Investment. En G. Perry, L. Servén, & R. Suescún, *Fiscal Policy, Stabilization and Growth: Prudence or Abstinence?* (págs. 195-224). Washington D.C.: The World Bank.
- Jimenez, F. (2005). Regla de Oro, sostenibilidad y regla fiscal. *Revista del Departamento de Economía de la PUCP*, 197-237.
- Khan, A., & Mayes, S. (2009). *Transición a la contabilidad en base de devengo*. Washington: FMI.
- Lorenzo, F. (2015). *Intervención en la Comisión Investigadora de la situación Económica y Financiera de Ancap*. Montevideo: Parlamento del Uruguay.
- Martner, R., & Tromben, V. (2005). *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*. Santiago de Chile: Cepal.
- Méndez, R. (05 de 07 de 2015). *Entrevista a Ramón Méndez en Radio el Espectador*. Obtenido de <http://www.espectador.com/sociedad/318733/ramon-mendez-galain-y-la-revolucion-energetica-uruguaya>
- Moody's. (2015). *Manual de Procedimientos para la Calificación de Riesgo de Gobiernos Sub-Soberanos*.
- Munyo, I., & Regent, P. (2015). *Empresas del Estado y eficiencia: La relevancia del ejercicio de la propiedad*. Montevideo: Pharos.
- National Audit Office. (2015). *The choice of finance for capital investment*. HM Treasury.
- Oddone, G. (24 y 25 de de Febrero de 2015). *Presentación en Seminario de la URSEA*. Obtenido de Seminario: Hacia una nueva conceptualización del Gobierno y la Regulación de Empresas Estatales: <http://www.ursea.gub.uy/Inicio/Institucional/eventos/Seminario+Regulacion+Empresas+Publicas/Presentaciones+expositores/>
- Ortuzar Solar, A. (1990). *El contrato de Leasing*. Santiago de Chile: Jurídica de Chile.
- Oyhenard, A. (13 de Enero de 2016). El plan B del Antel Arena saldrá US\$ 8 millones más que el inicial. *El Observador*.
- Posadas, Posadas y Vecino. (2016). Enseñanzas de los Proyectos de Energías Renovables y su Aplicación a Proyectos PPP. *Ciclo PPP* (pág. 3). Montevideo: CND.
- Poterba, J. (1992). *Capital budgets, borrowing rules, and state capital spending*. Cambridge: NBER.
- Romero, M. J. (2015). *What lies beneath?* Bruselas: Eurodad.
- Rowe, J. L. (2009). Cuando intervienen los gobiernos. *Finanzas y Desarrollo*, 46(1).
- Sánchez, A. (27 de 06 de 2017). Entrevista central. *En Perspectiva*. (E. Coteló, Entrevistador)

- Sarmiento, M., & Reneborg, L. (2014). The Portuguese Experience with Public-Private Partnerships. *Center Discussion Paper, 2014(005)*.
- Standard & Poor's. (2015). *Metodología de Calificaciones Soberanas*. S&P.
- Talvi, E. (18 de 06 de 2016). Podemos apostar al crecimiento futuro y al mismo tiempo, a la reactivación presente. *El Observador*. Obtenido de <http://www.elobservador.com.uy/podemos-apostar-al-crecimiento-futuro-y-al-mismo-tiempo-la-reactivacion-presente-n928075>
- UCUDAL. (2015). *Institucionalidad en el sector de la energía - "Libro Blanco"*. Montevideo: Ucu dal.
- Uruguay XXI. (2014). *Energías renovables. Oportunidades de inversión*. Montevideo: Uruguay XXI.
- Uruguay XXI. (2017). *Proyectos de inversión en infraestructura*. Obtenido de <http://www.uruguayxxi.gub.uy/informacion/knowledge-base/participacion-publico-privada-ppp/>
- UTE. (2017). *Estados contables Año 2016*.
- Vélez, C., & Tierney, J. (2010). Financiamiento y regulación de la infraestructura. En B. Mundial, *URUGUAY. NOTAS DE POLÍTICA. Desafíos y oportunidades 2010-2015*. Buenos Aires: Banco Mundial.
- Vergara, R. (2002). Política y sostenibilidad fiscal en Chile. *Revista Estudios Públicos*(88).
- Yescombe, E. (2007). *Public-Private Partnership: Principles of Policy and Finance*. Oxford: Elsevier.



## ANEXOS

## 7. ANEXOS

### 7.1. Las modalidades alternativas de inversión y su registro contable

#### 7.1.1. Fideicomiso

Un fideicomiso<sup>31</sup> es un patrimonio separado, tanto de quien es el dueño como de quien lo administra, y sus principales ventajas surgen de esta característica, que permite aislar bienes o flujos de fondos para el cumplimiento de determinadas finalidades. El fideicomiso no es una novedad, sino una vieja herramienta. Surge en el derecho romano, ante la necesidad de contar con un contrato que le permitiera a una de las partes elegir a una persona de su entera confianza para entregarle la administración de sus bienes. La raíz etimológica del vocablo deriva del latín *Fides Commisus*; *Fides* cuyo significado es “fe” y *Commisus* que significa “comisión” o “encargo”, por lo que esta palabra sugiere un encargo de confianza o una comisión basada en la fe que merece una persona.

Las operaciones de crédito tienen en general como contrapartida una garantía, que pueden ser hipotecas, prendas o fianzas. El fideicomiso establece una opción diferente en términos de garantía, ya que plantea un patrimonio independiente, y las deudas del fideicomiso afectan solamente a dicho patrimonio. A su vez, esta herramienta se puede utilizar también para establecer un mecanismo para asegurar que un flujo de ingresos tenga determinado destino. Mediante la constitución del fideicomiso se asigna un administrador independiente y un conjunto de reglas, “blindando” los recursos y el destino de los mismos. En Uruguay, el fideicomiso está regulado en la Ley 17.703 y reglamentado por el decreto 516/003.

Al ser un patrimonio independiente, el Fideicomiso no sigue las reglas de imputación de la inversión pública dentro del déficit fiscal, más allá que el fideicomitente y el beneficiario pueda ser un organismo estatal.

#### 7.1.2. Sociedad Anónima

Una sociedad anónima<sup>32</sup> es una figura jurídica en la que el capital, que se divide en acciones, está integrado por las aportaciones de los socios que no responden personalmente de las deudas sociales. Los accionistas no responden con su patrimonio personal de las deudas de la sociedad, sino únicamente hasta la cantidad máxima del capital aportado.

El desarrollo de sociedades anónimas para desarrollar algunos negocios es una estrategia frecuentemente utilizada por las grandes empresas privadas. En los últimos tiempos, también las empresas públicas han incursionado en el desarrollo de empresas satélites para desarrollar emprendimientos. Hay diversos argumentos que explican este fenómeno. Desde la dimensión de la gestión del proyecto, Munyo y Regent (2015) destacan dos elementos:

“Por un lado, no se puede desconocer que gran parte de estas empresas satélites surgen como alternativas para eludir al derecho público concentrado en el control de procedimientos, para, idealmente, poder operar en el derecho privado basado más en control de resultados y rendición de cuentas. Por otro lado, este tipo de institucionalización dentro del sector público deja el campo fértil para el uso de subsidios cruzados dentro

<sup>31</sup> UTE desarrolló dos parques eólicos mediante la modalidad fideicomiso: el Parque Eólico Pampa, el más grande del país, con una potencia instalada de 142 MW y una inversión aproximada de USD 320 millones, y el Parque Eólico Arias, de 70 MW y una inversión aproximada de USD 170 millones.

<sup>32</sup> Dos parques eólicos fueron desarrollados por UTE como sociedades anónimas. El primero es el Parque Eólico Artilleros (Rouar S.A.), realizado en conjunto con Eletrobras con una potencia de 70 MW y una inversión aproximada de USD 100 millones. El segundo es el Parque Eólico Valentines, de 70 MW y una inversión aproximada de USD 171 millones, desarrollado por UTE a través de Areaflin S.A.

de las empresas estatales, a través de distribución interna de costos o las transferencias de compras entre empresas y satélites.”

Munyo y Regent (2015), *Empresas del Estado y Eficiencia*

En el caso uruguayo se destaca el importante avance en este sentido que han tenido las empresas públicas: las tres principales empresas públicas del país tenían, en 2015, 24 sociedades anónimas (Munyo & Regent, 2015).

Desde la perspectiva contable, las sociedades anónimas “ocupan” el presupuesto que las empresas públicas tienen destinado a inversión solamente en la cuota parte de capital que aportan.

### 7.1.3. Leasing (arrendamiento)

---

Un *leasing*<sup>33</sup> –también llamado arrendamiento– es un contrato mediante el cual el arrendador traspassa el derecho a usar un bien a un arrendatario, a cambio del pago de rentas durante un plazo determinado, al término del cual el arrendatario puede tener la opción de comprar el bien a un precio determinado.

Hasta la fecha, la norma que regulaba la contabilización del *leasing* era la Norma Internacional de Contabilidad 17 (NIC 17).<sup>34</sup> La normativa distingue entre dos tipos de *leasing*: el *leasing* operativo y el *leasing* financiero. Desde el punto de vista conceptual, la diferencia depende de la distribución de riesgos:

“Se clasificará un arrendamiento como financiero cuando se transfieran todos los riesgos y ventajas sustanciales inherentes a la propiedad. Por el contrario, se clasificará un arrendamiento como operativo si no se transfieren los anteriores riesgos y ventajas sustanciales que son inherentes a la propiedad.”

IASC (2012), *Norma Internacional de Contabilidad 17*

Desde el punto de vista contable, las diferencias entre el *leasing* operativo y el financiero tiene que ver con la forma de contabilizar el activo: en el *leasing* financiero, se registra un activo y un pasivo por el mismo importe al inicio del arrendamiento, mientras que en el caso del *leasing* operativo, no se registran activos, y se computan como gastos las cuotas derivadas del arrendamiento (IASC (2012), *Norma Internacional de Contabilidad 17*).

De esta forma, la modalidad que tiene la virtud de contabilizar una inversión como gasto es el *leasing* operativo, no el *leasing* financiero. Por este motivo es que, en general, los *leasing* que realiza el Estado son *leasing* operativos (también es el caso en el sector privado, en donde 85% de los *leasing* se clasifican como *leasing* operativos (Hoogervorst, 2016)).

Esta forma de clasificar el *leasing* generaba una opacidad importante en los pasivos de las empresas, tanto públicas como privadas. Por este motivo, luego de un largo proceso de discusión el *International Accounting Standards Board* (IASB) decidió modificar la NIC 17, sustituyéndola por la nueva NIIF 16, que entraría en vigencia obligatoria a partir del 1 de enero de 2019:

“Hay cambios muy significativos en la contabilidad del arrendatario. Los arrendamientos operativos, actualmente “off-balance”, entrarán en balance.

- Desaparece el test de clasificación actual. Se elimina la diferenciación entre arrendamientos financieros y operativos.

---

<sup>33</sup> UTE ha desarrollado un parque eólico a través de *leasing*: el parque Eólico Palomas, de 70 MW, desarrollado por Nicefield S.A.

<sup>34</sup> La Norma Internacional de Contabilidad del Sector Público 13 (NICSP 13) es la que regula este instrumento dentro del sector público, y es análoga a la NIC 17.

- [Se crea] un modelo único de arrendamiento en el que se reconocen todos los alquileres en el balance (más activo y pasivo), como si fueran compras financiadas, con excepciones limitadas para los arrendamientos a corto plazo y los arrendamientos de activos de bajo valor.”

Deloitte (2016), *NIIF 16 Arrendamientos. Lo que hay que saber sobre cómo van a cambiar los arrendamientos*, pág. 4

En el caso de UTE, este cambio en el criterio comenzará a impactar en los pasivos de los Estados Contables. Si se observa la serie de los últimos años, en los Estados Contables correspondientes al 2016 aparece por primera vez, dentro de los pasivos financieros, la categoría “Arrendamientos Financieros”, por USD 227 millones. En la nota 3, correspondiente a las Normas Contables aplicadas, se plantean un conjunto de modificaciones de las nuevas normas internacionales, explicitándose que:

“El ente no espera que la aplicación de estas modificaciones genere un impacto significativo en los estados financieros, salvo en lo referente a la futura adopción de la NIIF 16 – Arrendamientos.”

UTE (2017), *Estados Contables*, pág 79

#### 7.1.4. Contratos PPA

---

Los contratos PPA<sup>35</sup> son contratos de compra de energía en el que el vendedor se compromete a inyectar en la red la energía que genere, y el comprador a abonarla al precio y las condiciones estipulados en el contrato. En líneas generales, los contratos privados con UTE tuvieron las siguientes características:

- Contratos de compra-venta de energía eléctrica por 20 años.
- Un premio por entrada anticipada asociado a un precio mayor de la energía vendida.
- La garantía de que UTE compra la totalidad de la energía potencialmente generada.<sup>36</sup>
- Un contrato con UTE, con un historial de cumplimiento total de sus obligaciones de pago.
- En caso de incumplimiento de UTE, responderá subsidiariamente el Estado.

En estos casos, los parques no son propiedad de UTE, por lo que no ocupan su presupuesto de inversión ni impactan en el déficit fiscal como una inversión pública tradicional.

---

<sup>35</sup> La mayoría de los parques eólicos instalados fueron desarrollados por privados con contratos a largo plazo con UTE. A 2016 existían 20 parques eólicos privados, sumando un total de 751 MW de potencia instalada.

<sup>36</sup> Nótese que UTE no sólo compra la energía generada, sino también la *potencialmente* generada (ver Decreto 59/015).

## 7.2. Empresas subsidiarias de empresas públicas

A continuación se listan las empresas subsidiarias de empresas públicas, según el Portal de Transparencia Presupuestaria de OPP.

Empresa	Entidad controladora	Objeto
Abigale SA	DUCSA	Evaluación y medición de parques eólicos.
ACCESA SA	ANTEL	Servicios de call center.
AGROALUR SA	ALUR S.A.	Servicios agrícolas y suministrar personal para la realización de tareas vinculadas a la actividad agrícola.
AGUAS DE LA COSTA S.A.	OSE y STA Ingenieros SRL	Prestación de servicios de agua potable y saneamiento en Maldonado.
ALUR S.A.	ANCAP y PDVSA	Producción, industrialización, comercialización, distribución e importación de Azúcar y derivados
ANCSOL SAFI.	ANCAP	Industrialización y comercialización de solventes químicos y transporte de Petróleo y derivados.
ANTEL BRASIL	ANTEL y ANTEL Participaciones Ltda.	Realiza tareas asociadas a la instalación del cable submarino de fibra óptica que une Uruguay, Brasil y EE.UU.
ANTEL Participaciones Ltda.	ANTEL y ITC S.A.	Realiza tareas asociadas a la instalación del cable submarino de fibra óptica que une Uruguay, Brasil y EE.UU.
ANTEL USA.	ANTEL	Operaciones de servicios de telecomunicaciones en el exterior.
AREAFLIN SA.	UTE y Accionistas privados	Proyectos eólicos.
ARIAS FIDEICOMISO FINANCIERO	UTE	Proyectos Eólicos.
Asistencia Técnica y Servicios SA	ANCAP y DUCSA	Servicios técnicos y asesoramiento en gestión de procesos industriales, gestión tecnológica, administración pública y gobierno de empresas.
BANCO LATINOAMERICANO DE EXPORTACIONES	BROU	Servicios Bancarios.
BEVSA	BHU y BROU	Bolsa Electrónica de Valores.
BOLSA DE COMERCIO SA	BHU	
CABA S.A.	ANCAP	Comercialización de bebidas alcohólicas y solventes.
Canopus Uruguay Ltda (ex Chevron Uruguay Ltda).	DUCSA	Comercialización de combustibles.
CARBOCLOR S.A.	ANCSOL SAFI., PETROURUGUAY S.A.(argentina) y accionistas privados de la bolsa de valores de BS AS	
Celemyr SA	DUCSA	Concesionario y operador de estaciones de servicio sello ANCAP.
CEMENTOS DEL PLATA S.A.	ANCAP y Loma Negra	Comercialización de cementos portland y afines.
CENTRAL PUERTO S.A. (Argentina)	UTE	Generador Termoeléctrico.
CND	BROU	
CONNECTA	ANCAP y PETROBRAS	Distribución de gas por cañería en Uruguay excepto Montevideo.
CURSOS DE AGUA SA.	ANP	Construcción, administración, conservación y explotación de una nueva terminal de contenedores en el Puerto de Montevideo (segunda Playa de Contenedores)
DBS SA	DUCSA	Servicios de mantenimiento, mano de obra y equipamiento SISCOVE.

Reglas de Juego Contables de la Inversión Pública

DESARROLLOS URBANISTICOS FENIX S.A.	BHU	
DUCSA	ANCAP y PETROURUGUAY S.A.(argentina)	Reventa y distribución de derivados de petróleo en territorio nacional.
FIDEICOMISO FINANCI. PAMPA	UTE y Privados	Proyectos Eólicos.
GAS SAYAGO SA.	UTE y ANCAP	Construcción y gestión de regasificadora de gas natural licuado y comercialización.
GAS URUGUAY SA.	ANCAP, Acodike Supergas SA y Río Gas SA	Comercialización a granel de GLP.
GASODUCTO CRUZ DEL SUR S.A.	ANCAP, British Gas, Pan American Energy y Wintershall Holding.	Construcción y operación del gasoducto del Sur.
HG S.A.	ANTEL	Brindamos soluciones que van desde el diseño, desarrollo e implementación de sistemas, aplicación o solución a la administración de la operación y soporte en todo el ciclo de vida del proyecto.
ISUR S.A	UTE y CND	Construcción y gestión estación conversora en Melo y línea Candiota.
ITC S.A.	ANTEL	El objeto principal es brindar servicios de asesoramiento y asistencia en el área de telecomunicaciones, tecnología de la información y de la gestión tanto en el país como en el exterior.
MANANTIAL DORADO S.A. (AGUASUR)	OSE	Soluciones tratamiento líquidos residuales.
PAMACOR S.A.	ANCAP y CEMENTOS DEL PLATA S.A.	Exploración y explotación de recursos minerales.
PETROURUGUAY S.A.(argentina)	ANCAP y ANCSOL SAFI.	Prospección, exploración, perforación, explotación, elaboración, producción, comercialización, importación y exportación de hidrocarburos líquidos y gaseosos.
PETROURUGUAY S.A.(argentina)	ANCSOL SAFI.	Prospección, exploración, perforación, explotación, elaboración, producción, comercialización, importación y exportación de hidrocarburos líquidos y gaseosos.
REPUBLICA AFAP S.A.	BPS, BROU y BSE	Administración fondos previsionales.
REPUBLICA AFISA	BROU	Fiduciario Financiero.
REPUBLICA MICROFINANZAS S.A.	BROU	Servicios financieros.
REPUBLICA NEGOCIOS S.A.	BROU	Fiduciario.
ROUAR SA.	UTE y ELECTROBRAS	Proyectos eólicos.
SELF SA	AFE y CND	Operación transporte ferroviario.
SISTARBANC SRL	BROU	Adjudicatario de tarjetas de crédito y manejo electrónico de información
SOLFIRAL SA .	UTE	Proyectos Eólicos.
SWIFT SCRL (Sociedad Cooperativa Respons. Ltda)	BROU	Cooperación prestadora de servicios de comunicación financiera
TALOBRAS SA.	ANCAP, PETROBRAS Y ORODONE S.A.	Abastecimiento intoplane "Aeropuerto Internacional de Carrasco."
TERMINAL CUENCA DEL PLATA S.A.	ANP Y Nelsury S.A.	Operación playa de contenedores.
VISANET S.A.(Cia. URUGUAYA DE MEDIOS DE PROCESAMIENTO).	BROU	Emisión Tarjetas de Crédito.
Winimax SA	DUCSA	Propietaria de inmuebles en Ciudad de la Costa.

### 7.3. Ejercicio con dividendos y recapitalizaciones

A continuación se presenta cómo hubiera evolucionado el resultado fiscal de haber considerado únicamente los giros de dividendos y las capitalizaciones. Se presenta en primer lugar a cada empresa pública por separado, y luego la evolución cambiando el criterio para el conjunto de las empresas.

Gráfico 31 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de UTE (% del PIB)

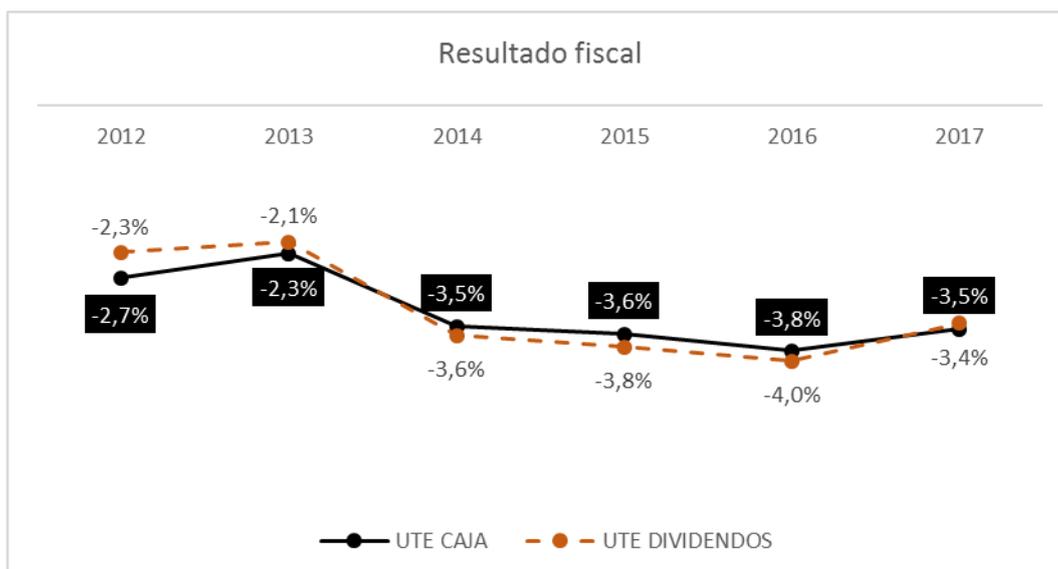


Gráfico 32 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de ANTEL (% del PIB)

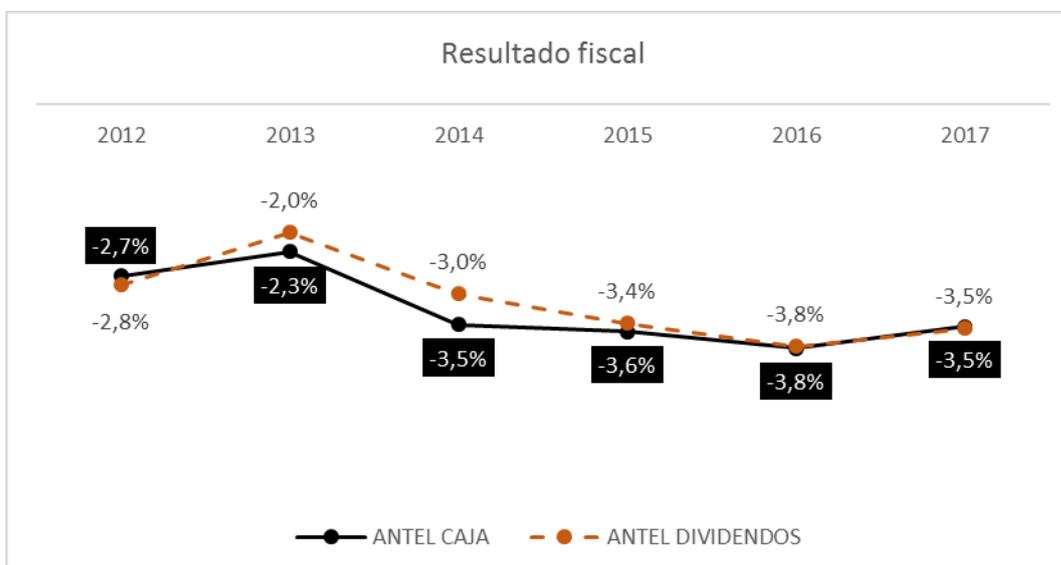


Gráfico 33 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de ANCAP (% del PIB)

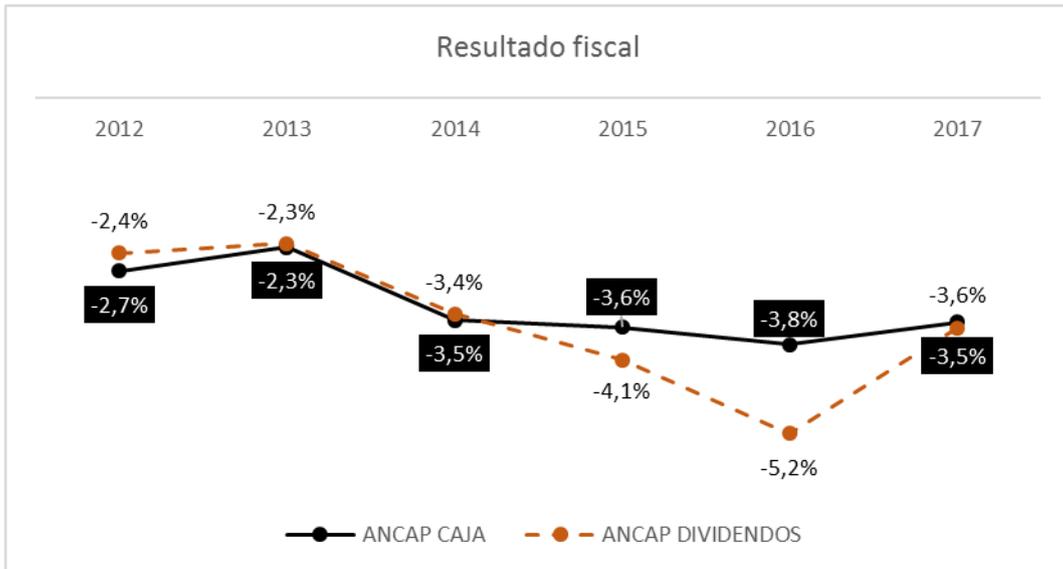


Gráfico 34 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de OSE, AFE, ANP y ANV (% del PIB)

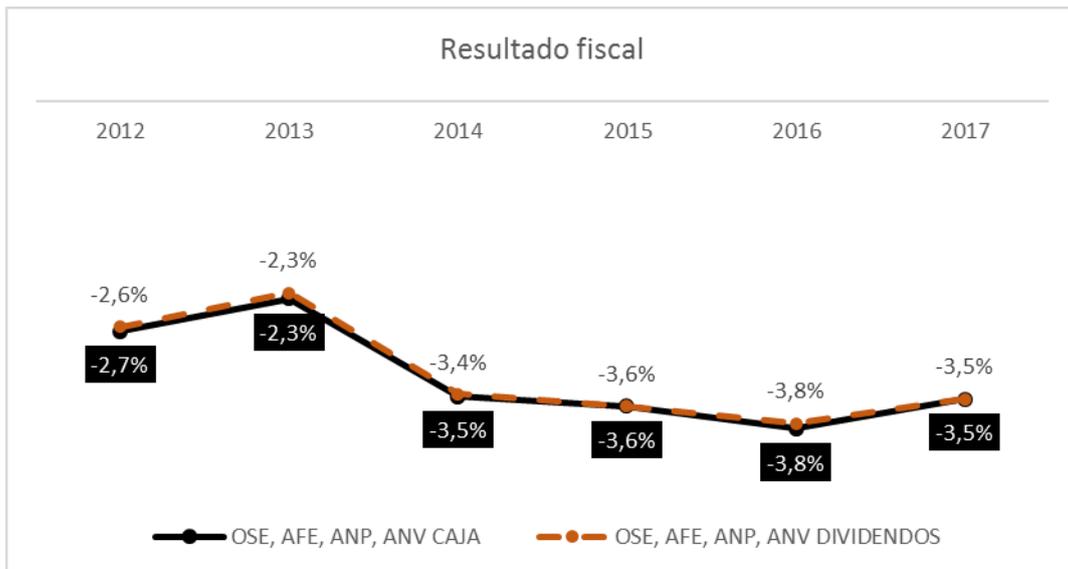
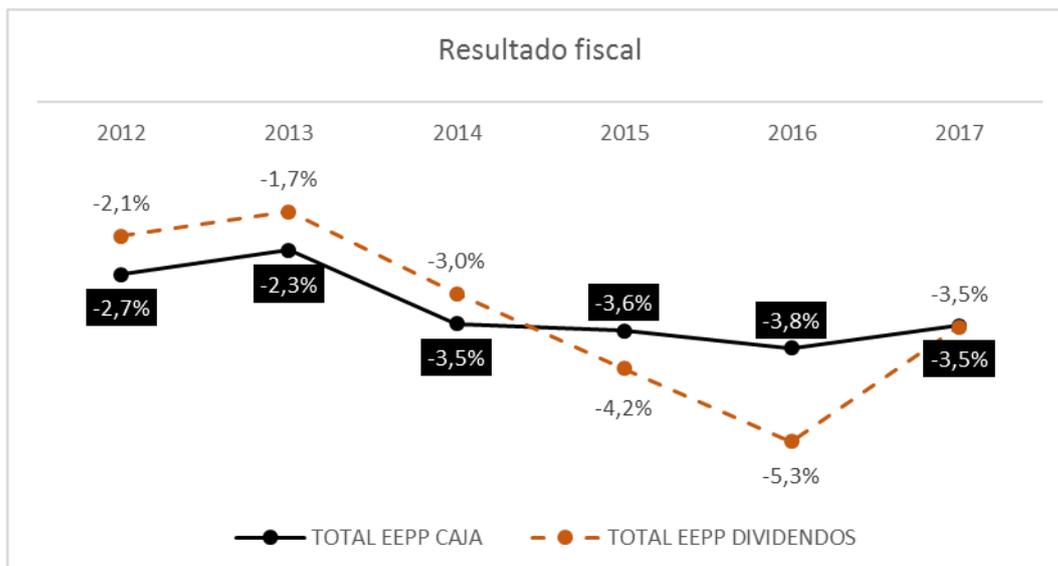


Gráfico 35 - Evolución del resultado fiscal variando el registro de las Empresas Públicas (% del PIB)



El cambio de criterio aplicado al conjunto de Empresas Públicas hubiera implicado menores niveles de déficit fiscal en los años 2012, 2013 y 2014. En 2015, y en particular en 2016 (debido al impacto de la recapitalización de Ancap) el déficit fiscal hubiera sido sustancialmente mayor. En 2017 el resultado fiscal da el mismo valor para ambos criterios.

## 7.4. Agradecimientos

Como parte del proceso de trabajo, y con la finalidad de recabar opiniones desde diferentes perspectivas, se realizaron reuniones de intercambio con los siguientes técnicos:

Institución		Técnico
OPP	Dirección de descentralización e inversión pública	Pedro Apesteguía
		Mariana Lacaño
		Matilde Viera
	Dirección de Presupuestos, Control y Evaluación	Lucía Wainer
		Héctor Bouzón
		Gonzalo Balseiro
	División Empresas Públicas	Graciela Pérez Montero
		Guillermo Salvo
	BCU	Asesoría económica, departamento análisis financiero
Valentina Cammarano		
Matías Faggetti		
María Laura García		
Rosanna Fernández		
Área de Estadísticas Económicas	Bettina Spagnuolo	
MEF	Asesoría Macroeconómica	Cristhian Daude
		Fernanda Díaz
		Rodrigo González
		Ana Inés Morató
	Presupuesto	María Noel González
Unidad de Deuda	Herman Kamil	
CND	Gerencia de Proyectos y Servicios	Rafael Laureiro
Empresas Públicas	UTE - Gerencia Económico Financiera	Marcos Bazzi
		Alejandro Deandreis
	UTE – Gerencia Análisis Tarifario	Jorge Molinari
	Antel - Gerencia Financiera	Mario Vila
	Ancap - Vicepresidencia	Juan Carlos Herrera
Cecilia San Román		
Consultoras	CPA	Gabriel Oddone
		Bruno Gili
	CINVE	Fernando Lorenzo
	CERES	Rafael Xavier
Academia	Udelar - Instituto de Economía	Gabriela Mordecki
	Universidad Católica - Observatorio de Energía y Desarrollo Sustentable	Alejandro Perroni
		Omar Paganini
Organismos internacionales	FMI	Isabel Rial
	CEPAL - División desarrollo social	Varinia Tromben
	CEPAL - Unidad de Asuntos Fiscales	Daniel Titelman
	Eurodad	María José Romero
	Ministerio de Hacienda de Chile - Dirección de Presupuestos	Héctor Hernández

El autor del presente informe agradece enormemente la buena disposición y las valiosas opiniones vertidas en cada una de las instancias de intercambio, que han servido para nutrir el trabajo con elementos provenientes de diferentes miradas sobre el tema.