



Jaime Miller

## Antel Arena S.A.

Ha trascendido en los medios, la posibilidad de que Antel tome directamente la gestión del Antel Arena. Hoy operado por la multinacional ASM Global, el caso del Antel Arena ha generado no pocas controversias, tanto a nivel político como entre los expertos en Derecho Constitucional y Administrativo.

En primer lugar, se discutió si Antel tenía competencia por su carta orgánica, para construir y operar un estadio cerrado donde se produzcan espectáculos deportivos y culturales. Luego siguió la discusión sobre el costo de la inversión, que ocupó titulares durante mucho tiempo, bastante más amplia que la relativa al costo operativo (Operating Expense en inglés, u OPEX) del emprendimiento.

Porque la realidad es que el Antel Arena además de incurrir en un costo de inversión (Capital Expenditure en inglés, o CAPEX) mucho más alto del previsto, perdió dinero todos los años, desde que se inauguró en 2018, con pandemia y sin pandemia. El hecho de que una empresa pierda dinero durante 7 años seguidos tiene implicancias sobre su patrimonio. El mismo se va reduciendo por las pérdidas incurridas y más tarde o más temprano los accionistas tienen que capitalizarla o declarar la quiebra y cerrarla. Esto no sucede con el Antel Arena, porque su dueño es Antel, y las pérdidas las absorbe el balance de Antel, que cuenta con ganancias que cubren las pérdidas del Antel Arena. Estas últimas ya acumulan cerca de USD 17 millones desde su inauguración.

Entonces tenemos un emprendimiento cuyo CAPEX fue más del doble del anunciado, y su OPEX le genera pérdidas anuales de USD 3 millones promedio por año desde hace 6 años. Si Antel Arena fuera una empresa privada, sus accionistas estarían muy preocupados, seguramente su Directorio estaría promoviendo cambios en la Gerencia, habría presión para renegociar el contrato con el operador, o intentos de vender el activo y recuperar algo del capital invertido. Nada de eso sucede, porque como pasa usualmente en el Estado, a nadie le “duelen” estas pérdidas. Tampoco duelen las pérdidas en la división de Cementos de Ancap, ni las de AFE, ni las que tuvimos hasta hace poco en Pluna para terminar de pagar la deuda por la adquisición de los aviones Bombardier. Estas pérdidas son “del Estado” y por tanto no

son de nadie en particular. Que no haya accionistas a quienes les interese la buena performance de estas empresas, es la debilidad más importante de las empresas públicas en el Uruguay.

En el mundo desarrollado se habla de “public companies” o “publicly traded companies” para referirse a empresas que cotizan en una bolsa de valores y por tanto sujetas a requisitos de información y control de su gestión, además del propio juicio del mercado, que reacciona a los resultados que publica, vendiendo o comprando la acción y por tanto haciéndola bajar o subir de precio. Son empresas privadas, pero son “public”, porque cualquier persona física o jurídica puede comprar una acción, ver la información de su balance y asistir a Asambleas de Accionistas y votar en las decisiones más importantes que plantee su Directorio.

En Uruguay nos referimos a las empresas “públicas”, a aquellas de propiedad del Estado. Es decir, no son privadas, su dueño es el Estado y como a las autoridades del Estado las designa la ciudadanía, por esa antojadiza lógica transitiva, les llamamos “públicas”. Pero por la forma en que se manejan estas supuestas empresas “públicas”, podemos decir que son lo opuesto a las “public companies”. Primero no hay posibilidad de que los beneficiarios (la ciudadanía) puedan cobrar dividendos, ni tener posesión de una acción, no hay Asambleas de Accionistas porque no hay acciones en poder del “público”, sino del Estado. Los integrantes del Directorio se designan por cuota política y no por decisión de los accionistas. Si ganan o pierden dinero no importa, no hay acción cotizando en una bolsa, no hay explicaciones por un dividendo que no se paga o un mal resultado, porque no hay accionistas “públicos”. En definitiva, las empresas públicas en Uruguay no son públicas, son estatales, que es distinto. Lo máximo que podemos aspirar es que una buena performance de estas empresas financie mejores servicios del Estado a sus contribuyentes.

¿Qué pasaría si Antel Arena fuera una sociedad anónima que cotiza en la Bolsa de Valores de Montevideo o en BEVSA? Para empezar, veríamos sus balances en forma trimestral, y no anual. Una vez por año el Directorio tendría que someter a aprobación de los accionistas, el Balance, la Memoria y la propuesta de distribución de los resultados del ejercicio. En esa ocasión además se ratificaría o no la continuidad de su Directorio, del Sindico, y se aprobarían sus respectivas remuneraciones. Además de estas buenas medidas de gobernanza, podríamos comprar o vender acciones en el mercado, y esos movimientos determinarían el valor de esa acción y sus variaciones.

---

Nada de esto sucede en nuestras empresas “públicas”.

Sabemos que en Uruguay la “privatización” de las empresas en poder del Estado es una discusión saldada, a tal punto que ningún partido político se plantea como propuesta electoral, tocar la configuración de su propiedad. Es que cuando se habla de privatización, se asocia con vender la propiedad de una empresa estatal a otra empresa privada. Que Antel se venda a Claro, por ejemplo. Vade retro sataná, no va a suceder. Sin embargo, si tomamos el concepto de “public companies” explicado más arriba, generar los mecanismos para que todo o parte de una empresa estatal se saque a la bolsa, con los beneficios resultantes en su gobernanza, sería una política pública para considerar. La estructuración de esa emisión podrá contener salvaguardas para que inversores con acceso a suscribir capital sean efectivamente minoristas o institucionales uruguayos y se podrían establecer condiciones de preferencia para dichos inversores, en medida que no tendrán incidencia directa en la gestión.

Reconociendo que estamos lejos de siquiera plantear esta modalidad de participación del “público” en las empresas estatales de porte como Ancap, UTE o Antel, podemos empezar por probar esta política pública en la infinidad de subsidiarias o negocios aislados que tienen estas empresas, por ejemplo, el Antel Arena, DUCSA, ALUR, etc. Ya hay una experiencia positiva en ese sentido con Areaflin SA (Parque Eólico Valentines), donde UTE es accionista minoritario y el resto cotiza en la Bolsa de Valores de Montevideo. Se puede considerar también para nuevos proyectos que pueda encarar el Estado o una Intendencia. Un Casupá por ejemplo, o el Tren Tram que se está proponiendo para mejorar el transporte colectivo metropolitano de Montevideo.

Lo bueno de financiarse con el mercado de capitales, es quien proponga un proyecto de inversión, un Arazatí por ejemplo, deberá presentar un plan de negocios creíble, que pase el examen de los analistas financieros y asesores que aconsejarán o no participar de la emisión. Los profesionales que diseñen la estructura de dichas inversiones deberán actuar con rigor, pensando que hay inversores “de verdad” a quienes hay que convencer y no un Estado despersonalizado donde perder dinero no tiene graves consecuencias. Una vez concretada la emisión y comience el desarrollo del proyecto, tendremos el poderoso ritual de gobernanza de las empresas públicas de verdad. Evitaremos los Gas Sayago, los Antel Arena o los Pluna; aliviaremos el déficit fiscal, ya que estaremos generándole socios al Estado, inversores minoristas o institucionales uruguayos, a proyectos que el país necesita, que controlarán su desempeño, porque su rentabilidad le va a importar a muchos.

Volvamos al pasado e imaginemos el proyecto Antel Arena estructurado como una sociedad anónima que busca capital para hacer un estadio cerrado. El promotor, la Intendencia de Montevideo, quiere agregar esta infraestructura a la ciudad, pero no tiene financiamiento disponible. Negocia con Antel un contrato de publicidad por el cual la telefónica estatal se convierte en el principal sponsor del estadio, al punto que lo bautizan con el nombre de “Antel” Arena. El contrato no es objetado por el Tribunal de Cuentas, porque Antel puede hacer publicidad de sus servicios y es inobjetable que la naturaleza del contrato de Antel con la Intendencia es de servicios de publicidad. La sociedad ya tiene un flujo mínimo de ingresos para mostrar a sus inversores.

Se propone como gestor a ASM Global u otro, se detallan las condiciones del contrato de gestión en el Prospecto de Emisión de Antel Arena SA, se conoce entonces cuánto cobrará el gestor, cómo impacta en los flujos, qué nivel de ingreso se compromete a generar al estadio y qué garantías ofrece para cumplir su contrato. El gestor proyecta el número de eventos, valor de las entradas, otros flujos de posibles sponsors, y presenta un flujo de caja y una rentabilidad estimada para los accionistas. Se presenta además el costo proyectado de la obra, a partir de propuestas recibidas de varios contratistas de reconocida trayectoria. La emisión se estructura como una acción preferida, con un dividendo preferente para el inversor bursátil y el resto de los dividendos a prorrata de la participación en el capital. Se presenta la emisión para su aprobación en el Banco Central. Una vez autorizada se fija una fecha de suscripción, se promueve la emisión entre los Corredores de Bolsa, Bancos, AFAPS y otros inversores institucionales. En el primer día se levantan 75 millones de USD, los necesarios para construir el estadio y operar a pérdida 4 años, según prevé el Plan de Negocios.

Nace Antel Arena Sociedad Anónima, una empresa verdaderamente pública.

¿No es mejor así?

Jaime Miller  
Contador Público - Universidad de la República  
MBA, IEEM  
Director Ejecutivo - Uruguay XXI 2020-2021  
Co-founder Capital Orienta