

## PANORAMA



Por Patricia Krause, Economista de Coface basada en Sao Paulo

## Es momento de hablar de la brecha en infraestructura en América Latina

**D**urante el súper-ciclo de materias primas que duró más de una década, hasta alrededor de 2014, las economías en América Latina tuvieron un desempeño importante.

El crecimiento fue un hecho incluso en un contexto de infraestructura mayormente débil. Los altos ingresos provenientes de las exportaciones de materias primas, condujeron a la expansión de consumo doméstico público y privado. La actividad durante esos años estaba impulsada por el florecimiento de una clase media emergente y por gobiernos populistas que no tomaron en cuenta el carácter cíclico de las materias primas. La recaída de los precios internacionales, notoria desde mediados del 2014, tuvo fuertes repercusiones en el crecimiento y las vulnerabilidades expuestas de la región. Las consecuentes debilidades de los términos de comercio trajeron consigo la depreciación de las divisas latinoamericanas más inestables frente al dólar estadounidense (USD). Esta depreciación no fue suficiente para impulsar la competitividad de los bienes de manufactura y por consecuencia llevó al deterioro de las balanzas comerciales. Por el contrario, esto desencadenó dos grandes déficits en las cuentas corrientes y públicas de la región. Después de dos años de crecimiento negativo, se espera que la actividad regional emerja de la recesión en 2017. Sin embargo, Coface pronostica un desempeño mediocre de tan solo 1.2%.

**El pobre desempeño de años recientes realza los retos competitivos de la región.** Este problema proviene de una combinación de distintos factores, incluyendo normas laborales, impuestos elevados, niveles generales de educación, buro-

cracia y una infraestructura débil.

Este Panorama analiza indicadores en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú, con un enfoque en particular sobre las debilidades de la infraestructura regional, factor especialmente importante en la ralentización económica. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)<sup>1</sup> estima que la región debe invertir 6.2% de su PIB anual, del periodo que va desde 2012 a 2020 (cerca de 320 mil millones de dólares), para así eliminar la brecha entre oferta y demanda. Esto se encuentra muy por arriba del nivel de inversión, ya que ninguna de las grandes economías de la región se encuentra invirtiendo más del 3% de su PIB en infraestructura.

**Con el gasto público bajo presión, las Asociaciones Público Privadas se fortalecieron en la región.** De acuerdo con el índice *Economist Intelligence Unit* para inversiones APP, Chile, Colombia y Brasil proveen, respectivamente; el primer, segundo y tercer ambiente más adecuado para las Asociaciones Público Privadas. En general, el ambiente para albergar esas asociaciones ha mejorado de cierta forma gracias a mejores normativas al respecto, pero aún hay espacio para el desarrollo en este aspecto. La falta de transparencia, las condiciones poco atractivas y los fondos limitados son algunos de los problemas que aún deben solucionarse. Por último, pero no por ello menos importante, los trabajos de infraestructura pública continúan asociándose con corrupción en muchos países, como muestran los recientes escándalos políticos. Si se desea atraer inversión extranjera, esos casos deben castigarse más severamente.

<sup>1/</sup> Boletín 332 sobre la Infraestructura de la inversión económica en América Latina y el Caribe.

### 2 DÉBIL DESARROLLO DE LA INFRAESTRUCTURA DE LA REGIÓN

Récord bajo en la mejora de las tasas de inversión

Infraestructura inadecuada: gran obstáculo para la competitividad regional

### 4 Las Asociaciones Público Privadas como solución para presupuestos gubernamentales restringidos

### 7 EL PAPEL DE LOS GOBIERNOS REGIONALES EN INFRAESTRUCTURAS DÉBILES

El ambiente político mina el atractivo para inversionistas privados

Mejora del resultado de las inversiones en infraestructura



**PATRICIA KRAUSE**  
Economista de Coface  
basada en Sao Paulo

## 1 DÉBIL DESARROLLO DE LA INFRAESTRUCTURA DE LA REGIÓN

### Récord bajo en la mejora de las tasas de inversión

Las mejoras en la infraestructura podrían impulsar la actividad en América Latina. Un estudio<sup>2</sup> del FMI sobre el creciente rendimiento de la infraestructura usa ejemplos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y México para evaluar la relación entre infraestructura y crecimiento. Se descubrió que el desarrollo de la calidad y/o cantidad de obras de infraestructura tiene un impacto positivo en el crecimiento. Esto es incluso más importante para sectores con una fuerte dependencia a la infraestructura. Datos de ese estudio indicaron igualmente que la inversión corporativa despunta cuando hay mejoras en la infraestructura. Como ejemplo, el estudio muestra que cuando la calidad de la infraestructura en Colombia llegó hasta la media del estudio muestra, la actividad incrementó aproximadamente 0.1 puntos porcentuales y la tasa de inversión corporativa hasta 0.43 puntos porcentuales.

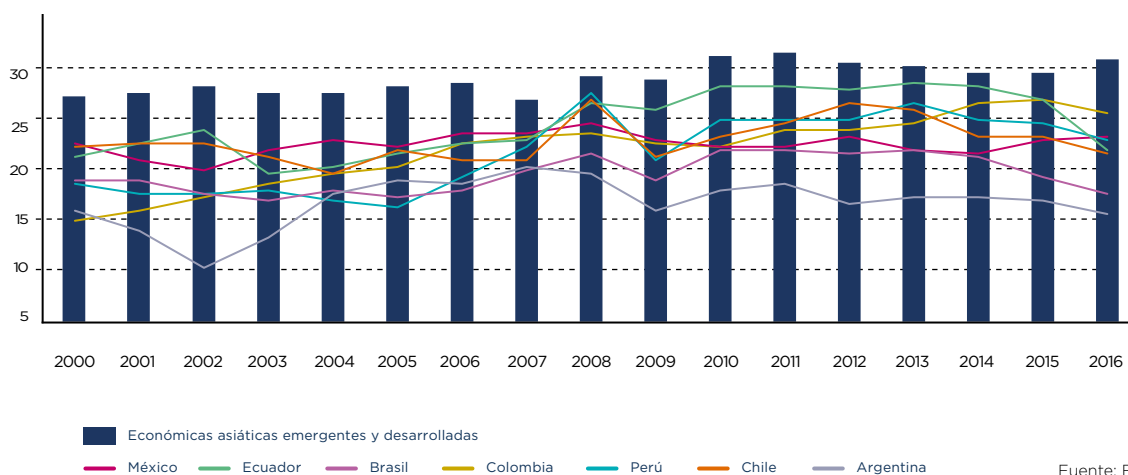
Las estadísticas muestran que, en los últimos 16 años, las economías latinoamericanas han invertido relativamente menos que otras economías emergentes. La gráfica a continuación compara el ratio de inversión total de PIB reportado por las economías Latinoamericanas más grandes, contra el ratio promedio observado en 21 economías asiáticas emergentes y en desarrollo<sup>3</sup>. El resultado muestra

que durante el periodo de 2000 a 2016 este último grupo de economías invirtió sistemáticamente más que la muestra de América Latina. Esta comparación también subraya el pobre desempeño de Brasil y Argentina con relación a sus vecinos en el periodo analizado. Ecuador, por otro lado, registró el mejor puntaje entre los países de la región.

### Infraestructura inadecuada: gran obstáculo para la competitividad regional

El reporte global anual sobre competitividad del Foro Económico Mundial incluye una clasificación de la calidad de la infraestructura. No es de extrañarse que las economías de América Latina obtuvieran rangos tan bajos en el estudio en el periodo 2016-17, con Chile siendo la única excepción (gráfica 1). México permanece sobre el promedio en la muestra de 138 países, pero el resto de los países en la región se encuentran por debajo del promedio. Es posible cuestionar si esos países no aprovecharon el periodo de fuerte crecimiento económico para invertir en infraestructura, o si las inversiones hechas no fueron potenciadas adecuadamente. La respuesta es probablemente una mezcla de ambos elementos. Perú y Ecuador fueron los únicos países que avanzaron en la clasificación de la última década, aunque continúan con un lugar muy bajo en la clasificación.

Gráfica 1:  
Inversión de % de PIB



Fuente: FMI

2/ Rendimiento del crecimiento de Infraestructura en América Latina - FMI Working Paper, Febrero 2017.

3/ Se utilizó un promedio simple y no uno ponderado, debido a que este último habría sido influenciado por la alta representatividad de la economía Chilena.

**La pobre calidad del transporte e infraestructura portuaria está obstaculizando la competitividad.**

El índice de Competitividad Global examina distintos aspectos de la infraestructura. La tabla a continuación revela que: 1) la infraestructura del transporte es deficiente en Argentina, Brasil, Colombia y Perú; 2) la calidad de los caminos es el talón de Aquiles de los países dentro de la región y 3) la calidad de la infraestructura portuaria es especialmente deficiente en Brasil; de hecho, algunas veces es más barato enviar un producto al extranjero que a otro estado dentro del mismo país.

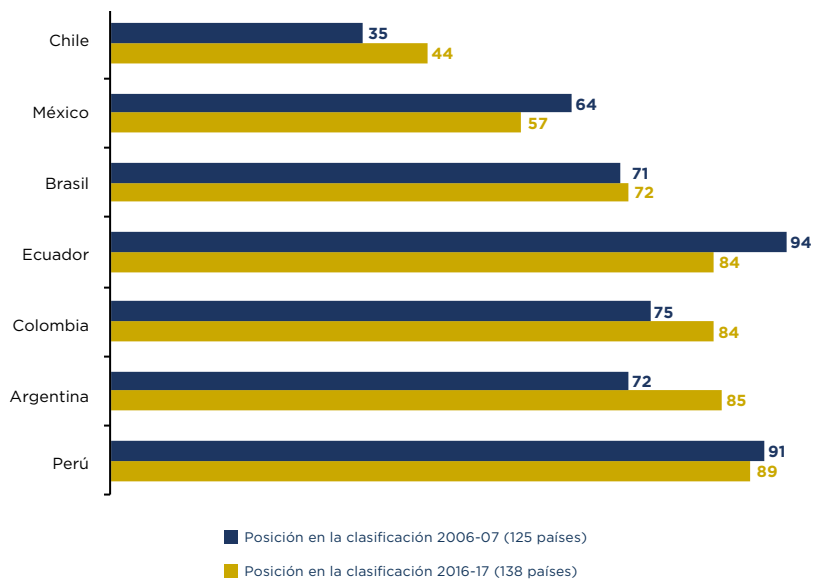
**El escenario no es mucho mejor para la calidad del suministro energético.** La gráfica a continuación (gráfica 3) muestra que Chile y México se encuentran, una vez más, sobre el promedio regional. Perú se encuentra razonablemente bien posicionado, mientras que Argentina, por otro lado, se encuentra al final de la tabla.

**La generación de energía eléctrica en la región depende en su mayoría de fuentes hidráulicas y térmicas a pesar de que, como en otras partes del mundo, se espera que estas fuentes de energía pierdan fuerza.** Mientras que la energía térmica usualmente implica altos costos y más contaminación, la construcción de plantas hidráulicas usualmente traen consigo la ira de la población local debido a los impactos ambientales (siendo las presas una de las controversias más grandes). Por otra parte, en años recientes, muchos países se han enfrentado a sequías prolongadas causadas por el fenómeno climatológico llamado El Niño. Esos eventos han expuesto los riesgos de fiarse de recursos hídricos.

**Chile se ha enfocado en el camino al desarrollo de fuentes de energía limpia.** Este país ostenta la planta solar más grande de América Latina, El Romero, ubicada a casi 600 km al norte de Santiago, la capital. El Romero inició operaciones a finales de 2016 y se espera que genere 196 MW de electricidad. Esto será suficiente para proveer energía a un millón de los habitantes de la ciudad. El gobierno chileno ha establecido un objetivo de producción de 20 % del total de consumo eléctrico de fuentes renovables no hídras para el 2025. Para ese momento, el costo de producción de energía debería ser alrededor de un tercio más bajo que los niveles actuales. Esta tendencia debería fortalecerse en la región en años venideros. Brasil, México y, más recientemente, Argentina ajustaron sus normativas para impulsar la inversión en energías alternativas.

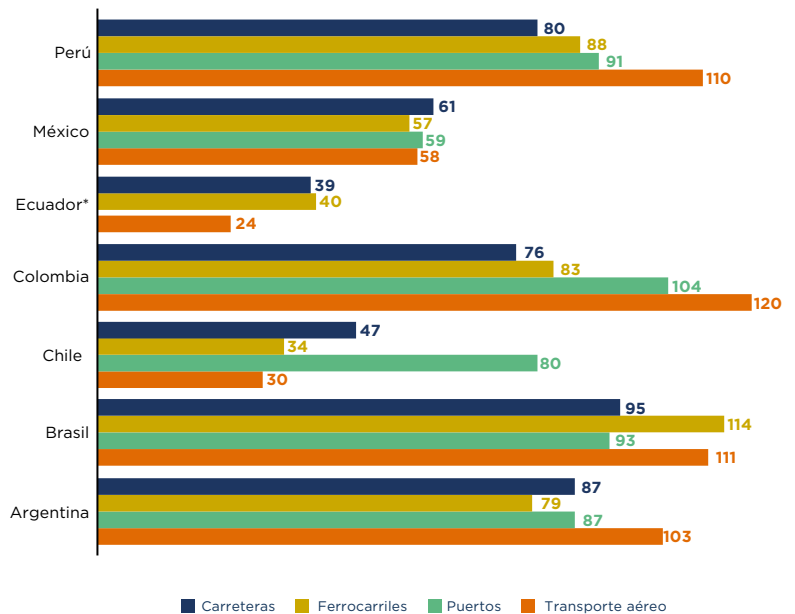
**Después de años de tarifas energéticas subsidiadas, lo que reducían los incentivos para inversión en el sector, Argentina tiene perspectivas más brillantes para energías renovables.** La energía limpia actualmente representa un escaso 1.8% de la producción energética del país, pero el gobierno estableció el ambicioso objetivo de que los renovables cubran el 20 % de las necesidades energéticas para 2025. Bajo el liderazgo de Mauricio Macri, el país lanzó un programa de licitaciones de energías renovables, llamado RenovAr, en mayo de 2016. Durante las primeras dos licitaciones del año pasado, 59 proyectos con un total de 2.4 giga watts y valuados a 4 mil millones de dólares fueron subastados. Algunos de esos proyectos entrarán en funcionamiento en 2018. El resultado inicial del programa fue considerado un éxito, ya que atrajo ofertas para construir una

**Gráfica 2:**  
Calidad de la Infraestructura



Fuente: Foro Económico Mundial

**Gráfica 3:**  
Calidad de Infraestructura de Transporte 2016 - 2017 (clasificación de 138 países)



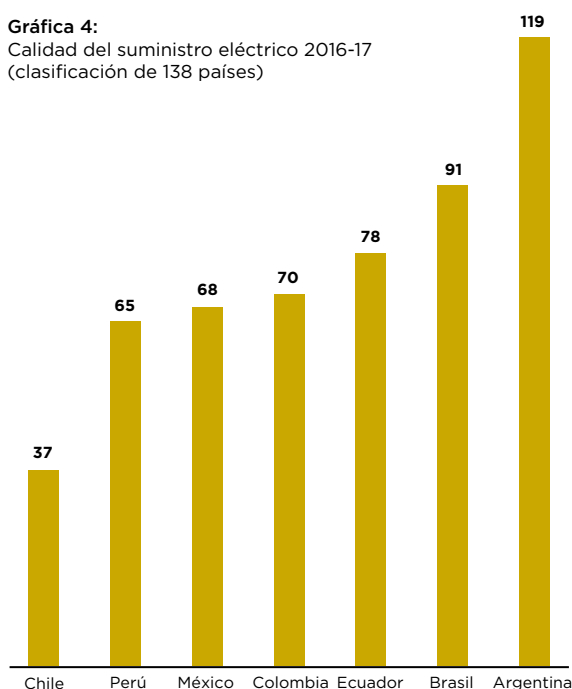
Fuente: Foro Económico Mundial  
\*Los datos de ferrocarriles en Ecuador no aplican

capacidad seis veces más grande de lo originalmente proyectado. Sin embargo, muchas otras compañías que ganaron proyectos siguen buscando financiamiento. Se llevará a cabo otra ronda para oleoductos en la segunda mitad de 2017. Durante esta segunda ronda, el gobierno espera asignar entre 1.5 GW y 2 GW de capacidad en energías renovables.





Gráfica 4:  
Calidad del suministro eléctrico 2016-17  
(Clasificación de 138 países)



Fuente: Foro Económico Mundial

### Las Asociaciones Público Privadas como solución para presupuestos gubernamentales restringidos

A pesar de que el progreso en la infraestructura es una necesidad, la inversión pública se ha reducido en años recientes. De no fortalecerse, las deficiencias infraestructurales de la región obstaculizarán su perspectiva de crecimiento a largo plazo. Claramente, en el escenario actual, estas inversiones tan necesarias no pueden depositarse únicamente en los recursos públicos. El deslucido crecimiento del PIB y los precios bajos de las materias primas han impactado los ingresos fiscales, reduciendo la capacidad del gobierno para invertir. Esto quiere decir que la atracción de inversión privada es sumamente importante.

Una tendencia creciente en la región ha sido el crecimiento de Asociaciones Público Privadas (APP). Mientras que la infraestructura contiene algunas características de los bienes públicos, como no competitividad<sup>4</sup>, es posible que se conviertan en buenas oportunidades para inversionistas privados gracias a la posibilidad de exclusión (por ejemplo, el cargo de una tarifa). Esos tipos de inversiones son más comunes en electricidad, telecomunicaciones y redes de transporte, mientras que los servicios de agua y alcantarillado tienden a enfocarse en el suministro municipal.

De acuerdo con el indicador *Economist Intelligence Unit* para ambiente APP, Chile y Colombia son los países mejor preparados de la región para las Asociaciones Público Privadas. El mismo estudio evalúa la capacidad de los países en América Latina y el Caribe para llevar a cabo Asociaciones Público Privadas sostenibles para infraestructura (gráfica 5). Comprende 5 categorías: leyes, instituciones, madurez, inversión y clima de negocios y financiamiento. La edición 2017 resalta que el sector se encuentra

avanzando establemente en la región, a pesar de que aún hay espacio para mejorar la transparencia en el proceso APP, para una mejor integración de aspectos sociales en los acuerdos y para expandir las fuentes de financiamiento de proyectos. En el rango de 19 economías Latinoamericanas, no hay ningún país en la región que posea un ambiente maduro para las APP. Brasil se encuentra justo por debajo de Colombia, con Chile en tercer lugar. Perú y México también se encuentran clasificados en el grupo, respectivamente en 5to y 6to lugar. Argentina y Ecuador se encuentran en el rango, en el grupo de países emergentes.

Chile tiene más de 25 años de experiencia en proyectos APP, un marco legal e institucional sólido, y un clima sólido para inversiones y negocios. Sin embargo, el país se enfrenta a retos, como el costo de los proyectos, los cuales suelen ser vistos como costosos. El ambiente en Colombia se beneficia de un marco regulatorio sólido establecido luego de la entrada en vigor de una nueva ley APP implementada en 2012. A pesar de esto, el reporte indica que aún se requieren más mejoras para hacer que los procesos sean más eficientes.

Los instrumentos financieros de Brasil se encuentran más desarrollados que los del resto de países en la región, el Banco Nacional de Desarrollo del Brasil, es el principal proveedor de fondos a largo plazo por debajo de las tasas del mercado, pero no puede proporcionar todos los financiamientos necesarios para la infraestructura. En 2011, para expandir los recursos de financiamiento, los legisladores establecieron beneficios fiscales para productos de ingreso fijo, para el financiamiento de inversiones para infraestructura. Por ejemplo, los compradores de bonos de infraestructura (extranjeros o residentes) obtienen exención de impuestos. Se espera que este instrumento financiero gane importancia en años venideros incluso aunque, en el lado negativo, tenga una liquidez relativamente baja y primas inferiores comparadas con los bonos estándar del gobierno. Los inversionistas extranjeros quienes se ven obligados a pagar impuestos sobre el ingreso de esos bonos en sus países de origen, no creen que los bonos sean suficientemente atractivos.

La primera ley APP en Perú entró en vigor en 2008 y en 2015 se creó un nuevo marco para alinear las regulaciones locales con las mejores prácticas internacionales. Desde entonces, el nuevo presidente Pedro Pablo Kuczynski (quien subió al poder en Julio de 2016) ha presentado normas para mejorar la transparencia y prevenir la corrupción. Entre los puntos a mejorar en esas nuevas regulaciones son las definiciones poco claras de las jurisdicciones y competencias entre entidades y los retrasos significativos en la fase de ejecución.

México también se beneficia de una nueva ley en APP aprobada en 2012 y seguida por un marco regulatorio actualizado en el mismo año. El reto principal es que las Asociaciones Público Privadas aún no son tan conocidas en el resto de los estados del país como lo son en sus estados pro-mercado.

4/ Un bien se considera no-rival si, para cualquier nivel de producción, el costo de proveerlo a un individuo marginal (adicional) es cero.

Coface actualizó la evaluación de Argentina a 'B' a inicios de año. El país ha mostrado una progresión evidente, pero aún debe compensar el tiempo perdido. El clima de negocios ha mejorado considerablemente desde que el presidente pro-negocio Mauricio Macri tomó protesta a mediados de diciembre de 2015. Los controles artificiales usados por el gobierno populista que se encontraba en el poder fueron desmantelados (como subsidios a tarifas públicas, control de importaciones y una sobrevaluación de las tasas de cambio), mientras que los indicadores económicos poco fiables fueron revisados. Además, el gobierno también le ha puesto fin a la situación de los acreedores, la cual ha estado presente desde mediados de 2014. Esto ha sido determinante para Argentina, así podrá obtener acceso nuevamente a los mercados capitales internacionales. En noviembre de 2016 se aprobó una nueva ley APP y el gobierno anunció una serie de inversiones. El gobierno quiere incrementar la actualmente escasa tasa de inversiones en infraestructuras (2 % del PIB), a 6 % del PIB en ocho años. Sin embargo, el acceso a grandes proyectos de inversión aún sigue siendo un riesgo. Como se mencionó en la sección anterior, muchas compañías que ganaron proyectos en el programa de energía renovable RenovAr aún buscan financiamiento.

Los retos financieros en Argentina se derivan de su historial de pagos. De hecho, la credibilidad de Argentina con los inversionistas ha mejorado significativamente desde que el señor Macri subió al poder. A pesar de esto, continúan teniendo cierta cautela, mientras esperan a ver si las nuevas políticas pro-negocio son parte de un cambio positivo y permanente. Como ejemplo, no existe una agencia local pública que mantenga un rango de grado crediticio óptimo para la inversión. Esto representa un reto para desarrolladores que buscan financiamiento para sus proyectos a través de acuerdo de compra de energía (Power purchase agreements. PPAs, por sus siglas en inglés) emitidos por el administrador del mercado energético en Argentina, Cammesa. Fitch, por ejemplo, recientemente describió a Cammesa como una "contraparte con



El deslucido crecimiento del PIB y los precios bajos de las materias primas han impactado los ingresos fiscales, reduciendo la capacidad del gobierno para invertir. Esto quiere decir que la atracción de inversión privada es sumamente importante.

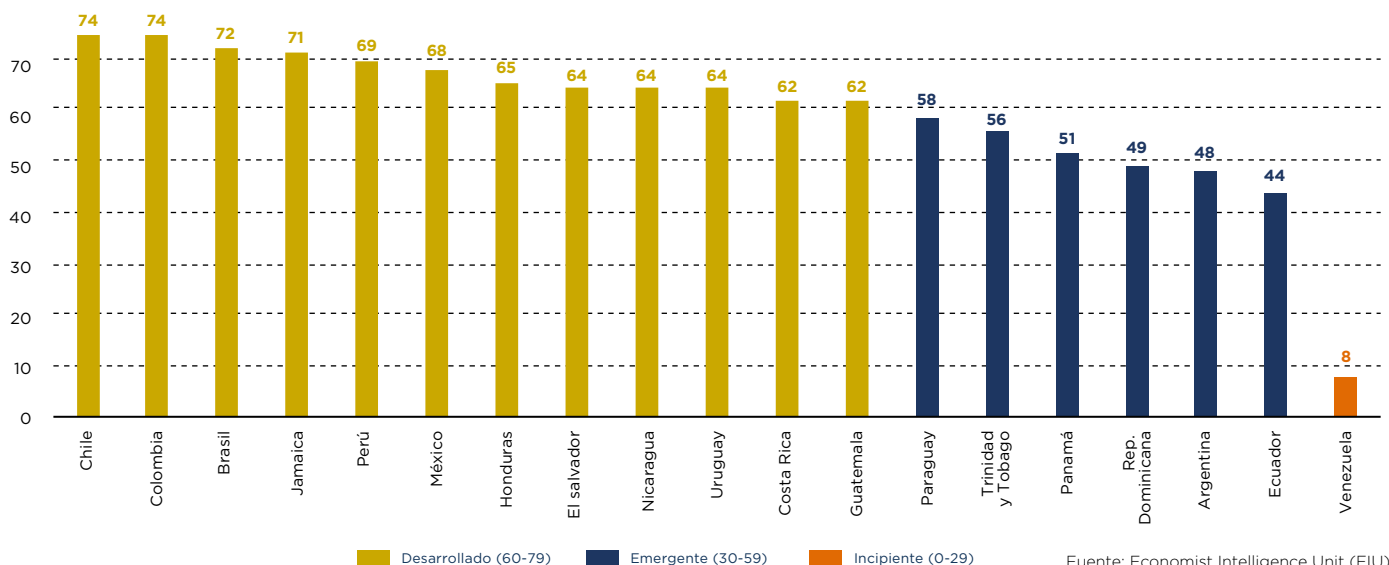


perfil débil y una dependencia en el efectivo para ejercer su soberanía". Para mejorar el atractivo de las inversiones en el sector energético, Argentina ofrece PPA en el promedio general de la región (de hasta 20 años comparado con los típicos 15 años en Chile y México). Además, los legisladores buscan ofrecer tres niveles de garantía, incluyendo el Banco Mundial. A inicios del año, el Banco Mundial aprobó una garantía de 480 millones de dólares como apoyo para las inversiones privadas en RenovAr. Finalmente, hay un cambio normativo actualmente pendiente de aprobación en el Congreso que deberá permitir la libre negociación de PPA entre generadores y grandes consumidores. El gobierno busca disminuir gradualmente el papel de Cammesa como compradora de energía, para que los generadores puedan vender su producción directamente al consumidor final (como un distribuidor o una industria a gran escala).

Como con Argentina, Ecuador también sufrió por un gobierno altamente intervencionista. En 2008 su Constitución le dio al gobierno el control de sectores estratégicos (como agua, transporte y energía). Los precios usualmente altos del petróleo en su momento permitieron que las inversiones públicas del país escalaran de poco menos del 4% de PIB a mediados del 2000, a 15% del PIB, hasta las caídas de los precios del petróleo a mediados de 2014. Un nuevo marco APP gradualmente entra en vigor, a pesar de que hay mucho que debe mejorarse (como una unidad APP con capacidad técnica probada en su ámbito).



Gráfica 5: Ambiente general para Asociaciones Público Privadas (App) 2017



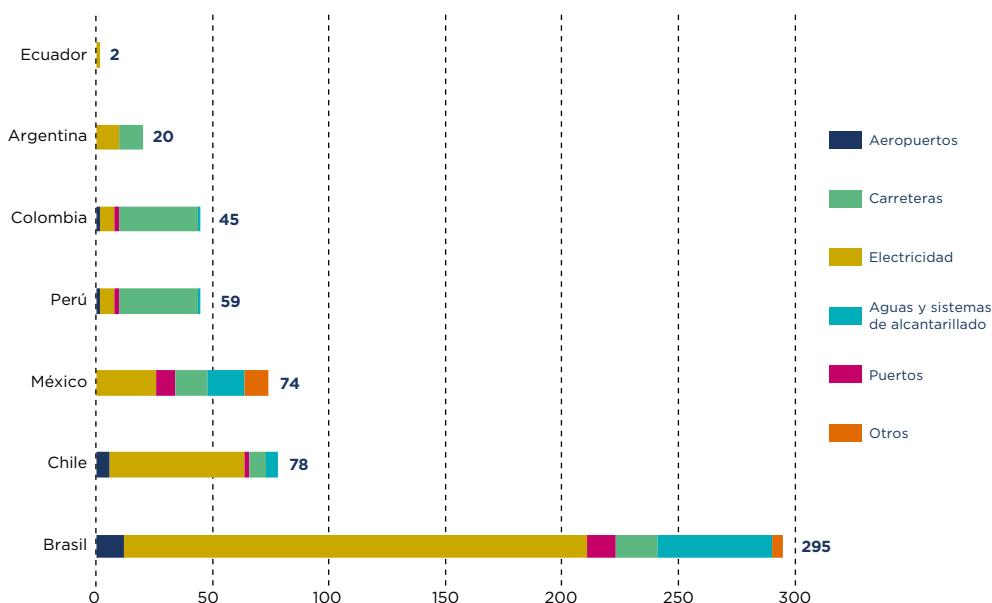
Fuente: Economist Intelligence Unit (EIU)



De acuerdo con la base de datos del Banco Mundial, durante el periodo de 2010-2015, la mayor parte de las Asociaciones Público Privadas se relacionaron con la electricidad y los caminos (gráfica 6). Brasil fue el país que desarrolló el mayor número de proyectos. Este resultado se anticipó debido a la fuerte representatividad del

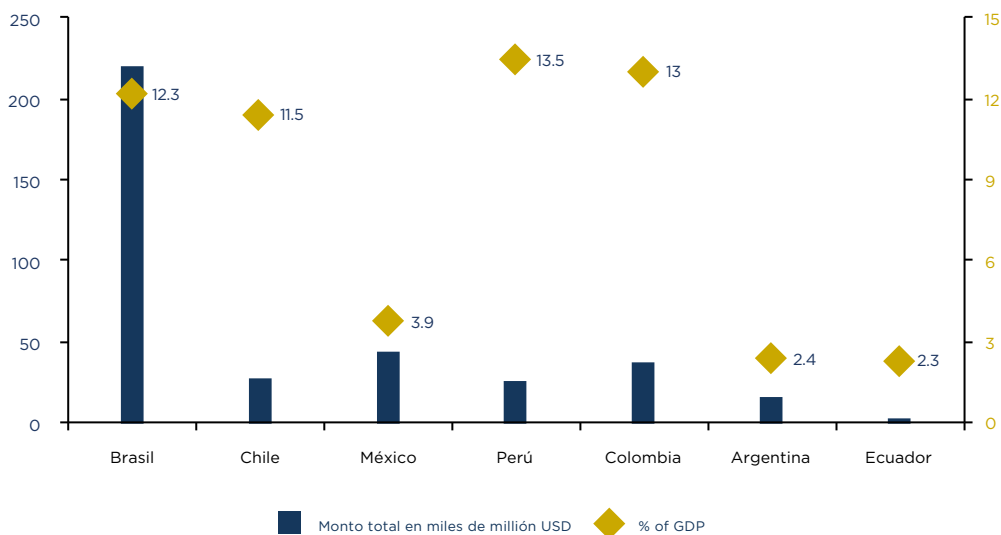
PIB de la región. Sin embargo, considerando el mismo portafolio en términos del total acumulado en el periodo, esos proyectos APP fueron iguales al 12.3% del PIB de Brasil en 2015 (gráfica 7), similar a los porcentajes observados en Chile, Perú y Colombia, y por debajo del desempeño de México, Perú y Ecuador.

Gráfica 6:  
Proyectos APP por Sector (2010-2015) - Número total de Proyectos



Fuente: Banco Mundial

Gráfica 7:  
Proyectos APP por País (2010-2015) - Representatividad en términos de PIB



Fuente: Banco Mundial

\*Los valores para Colombia cubren el periodo de 2010-2016  
\*\*El PIB considerado se refieren al año 2015

## 2 EL PAPEL DE LOS GOBIERNOS REGIONALES EN INFRAESTRUCTURAS DÉBILES

### El ambiente político mina el atractivo para inversionistas privados

Las Asociaciones Público Privadas resultan prometedoras como una forma de eliminar la brecha en la infraestructura de la región, pero son opuestas a un clima político débil. El trabajo de infraestructura usualmente requiere grandes periodos de inversión; pero los ambientes políticos de la región no se perciben como adecuados y los escándalos de corrupción, desafortunadamente son comunes.

La operación “Carwash” en Brasil<sup>5</sup> es un ejemplo reciente. La investigación inicialmente enfocada en escándalos de corrupción que involucran a Petrobras, la compañía petrolera estatal, y los sobornos pagados por las compañías de construcción a los ejecutivos de la compañía petrolera, como recompensa por adjudicar contratos a precios inflados. Sin embargo, conforme el caso progresaba, una serie de negociaciones judiciales con los ejecutivos implicados revelaron una red mucho más amplia de sobornos. La corrupción para enriquecimiento personal y/o el financiamiento de campañas ilegales, han englobado varios partidos políticos y, aún más sorprendente, se ha difundido a otros gobiernos en América Latina. De acuerdo con las noticias y con base en investigaciones locales, para asegurar preferencia en proyectos públicos, entre 2001 y 2016, un grupo importante de construcción pagó cerca de 386 millones de dólares en sobornos en nueve países de la región además de Brasil (notoriamente Guatemala, Venezuela, Ecuador, República Dominicana, México, Argentina, Colombia, Panamá y Perú).

Ya que los escándalos de corrupción llevan a retrasos en las inversiones y generan desconfianza en inversionistas extranjeros, la condena efectiva es importante para salvaguardar el interés en las Asociaciones Público Privadas. El caso más evidente de esto ha sido en Perú. Las inversiones privadas en el país cayeron un 5.6% anual, durante el primer trimestre de 2017 (bajó hasta -6.1% en el 4to trimestre de 2016), llevado a este punto por la caída de las inversiones en infraestructura. Este débil desempeño se conecta con el escándalo de corrupción “Carwash”, el cual fue considerado por analistas como el más grande en la historia del país debido a sus repercusiones políticas. Las inversiones como el oleoducto al sur, los proyectos de irrigación Olmos y Chavimochic, y distintos tramos de la carretera interoceánica se encuentran entre los proyectos detenidos. Tres ex presidentes (Alejandro Toledo 2001-2006, Alan García 2006-2011 y Ollant Humala 2011-2016) están acusados de haber recibido pagos

irregulares. Inclusive el presidente en turno, Pedro Pablo Kuczynski, antiguo Secretario de Economía durante el gobierno de Toledo, ha comparecido como testigo ante los investigadores. Mientras que la inversión en el país tendrá un repunte en los trimestres venideros, los escándalos como esos contribuyen de manera negativa a la imagen nacional para inversionistas extranjeros. La región tiene muchos otros ejemplos similares.

### Mejora del resultado de las inversiones en infraestructura

Para poder optimizar los resultados alcanzados gracias a la inversión en infraestructura, hay aspectos importantes que deben tomarse en cuenta:

- **Expansión de las herramientas financieras para la inversión en infraestructura:** La carencia general de dispositivos financieros para el soporte de inversión privada es a menudo uno de los grandes obstáculos para los empresarios en la región. Muchos de sus países aún dependen de instituciones multilaterales. Es, por lo tanto, importante desarrollar mercados locales de obligaciones y promover los bonos de infraestructura y otras formas de financiamiento, como la pensión privada y los fondos de riqueza soberana, que pueden contribuir al incremento de los recursos necesarios.

- **Prospección de nuevos inversionistas:** Hay un alto nivel de concentración en el portafolio APP. En muchos países como México, Perú, Colombia y Chile, los proyectos APP se concentran en las manos de algunas compañías. Los nuevos inversionistas potenciales deben prospectarse para así incrementar la competencia durante las licitaciones y alcanzar más acuerdos favorables.

- **Los legisladores deben crear condiciones más estimulantes:** como rendimientos atractivos y un marco regulatorio claro, para incrementar el interés de inversionistas privados. Un análisis de la viabilidad de cada proyecto desde la perspectiva de inversionistas también sería valioso. Es posible que algunos proyectos no le interesen al sector privado o que necesiten algunos ajustes para hacerlos más atractivos.

- **Mejora de la transparencia:** Es importante mejorar los controles en todos los pasos durante las inversiones. Esto implicaría un mejor control de costos y niveles de servicio. Esto ayudaría también a combatir casos de sobrefacturación y/o corrupción en los proyectos de construcción de infraestructura. Por ejemplo, uno de los resultados positivos de la operación “Carwash” es que las compañías en América Latina deberán mejorar sus reglamentos internos para incrementar la transparencia y el cumplimiento.

5/ La operación Carwash (Lava jato en portugués) es una investigación llevada a cabo por la Policía Federal de Brasil, desde el 17 de marzo de 2014 y bajo el mandato judicial del Juez Sérgio Moro.

---

#### **RESERVA**

El presente documento es un resumen que refleja las opiniones y puntos de vista de participantes según como Coface lo interpreta y anota en la fecha en que fue escrito y basada en la información disponible. Puede ser modificada en cualquier momento. Sin embargo, Coface no garantiza, bajo ninguna circunstancia, la exactitud, integridad o realidad de los datos contenidos en ella. La información, análisis y opiniones son brindadas por motivos informativos y son solo un suplemento de la información que el lector puede encontrar en otra fuente. Coface no tiene obligaciones de resultados sino obligación de medios y no se responsabiliza por las pérdidas en que incurra el lector que surjan del uso de la información, análisis y opiniones contenidas en el presente documento. Este documento y los análisis y opiniones expresadas en el mismo son exclusividad única de Coface. El lector puede revisarlos o reproducirlos solo para uso interno, sujeto a mencionar claramente el nombre de Coface y sin alterar o modificar los datos. Está prohibido todo uso, extracción, reproducción para el público o uso comercial sin el consentimiento previo de Coface. Sírvase consultar el aviso legal en la página web de Coface.

---

#### **COFACE SA**

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

**coface**  
FOR SAFER TRADE