

# El mercado de valores en el Uruguay: el caso de las Obligaciones Negociables. Un análisis de su evolución desde 1996.

Mónica Chiappara; Andrea Fatás<sup>1</sup>

## RESUMEN

En los últimos años, la emisión de obligaciones negociables de oferta pública no se ha posicionado como una fuente de financiamiento corporativa significativa en Uruguay.

El mercado de obligaciones negociables en Uruguay presenta un bajo nivel de actividad. El último boom de emisión se registró en los años 1996-1999.

Si bien en los últimos años se han introducido modificaciones necesarias al marco normativo para reactivar el mercado, éstas no resultaron suficientes.

Actualmente son escasas las empresas que puedan soportar los costos de emisión y/o estén lo suficientemente organizadas, o dispuestas, a hacerse públicas.

La justificación del tema objeto de estudio es que el ahorro privado canalizado a través del mercado de obligaciones negociables como fuente alternativa de financiamiento para las empresas, promueve la inversión productiva, resultando en crecimiento económico y en potencial mejora del bienestar social. Asimismo, las obligaciones negociables constituyen un instrumento financiero atractivo para algunos inversores. A pesar de las limitaciones de una economía pequeña, se considera conveniente promover este mercado a través de diversas políticas y programas.

Como resultado de los posibles cambios que pudieran verificarse -básicamente relacionados con la confianza de los inversores y con la coyuntura del mercado financiero-, y/o de ciertas políticas, programas y acciones a emprender -principalmente destinadas a fomentar la transparencia de la información, a fortalecer la gobernanza corporativa y a promover la educación financiera-, es esperable que el mercado de obligaciones negociables local crezca en el mediano y/o en el largo plazo.

El marco teórico utilizado en la investigación es la reglamentación del mercado de valores en Uruguay, información publicada sobre ese mercado, trabajos de investigación publicados sobre el mercado de bonos en Uruguay, en América Latina y en el mundo, y material bibliográfico sobre teoría financiera.

En cuanto a la metodología aplicada, se utilizó el método analítico. Se analizó críticamente el material teórico y se realizaron entrevistas a agentes del mercado de valores en Uruguay.

**Palabras clave:** Bonos corporativos de oferta pública.

---

<sup>1</sup> Egresadas del Centro de Posgrados de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, UDELAR. El trabajo está basado en la tesis (tutora: Prof. Margarita Roldós), defendida por las autoras en diciembre del año 2012 ante el referido Centro, para obtener el título de Master en Gerencia y Administración (MBA).

# **1 Fundamento del tema**

## **1.1 Introducción al mercado de Obligaciones Negociables en Uruguay**

La evolución del mercado de obligaciones negociables (en adelante “ONs”) en Uruguay, desde el año 1996 y hasta el presente, muestra características particulares y etapas disímiles. Se observa un período inicial de auge en la emisión de ONs de oferta pública, y seguidamente un período prolongado de bajo nivel de actividad. A su vez, desde fines del año 2009 se introdujeron importantes modificaciones a las normas que regulan este mercado.

N. Rodríguez define el mercado de valores (en adelante “MV”) como el ámbito natural donde se realiza la oferta pública de valores. A él concurren los agentes económicos necesitados de financiamiento para el desarrollo de sus actividades económicas, y para ello emiten valores que son objeto de oferta pública. Uno de los instrumentos utilizados para el financiamiento son las ONs (Rodríguez, 2010).

El tema se fundamenta en que el ahorro privado canalizado a través del mercado de ONs como fuente alternativa de financiamiento para las empresas, promueve la inversión productiva, resultando en crecimiento económico y en potencial mejora del bienestar social. Asimismo, las ONs constituyen un instrumento financiero atractivo para algunos inversores. Se estima conveniente analizar las características del mercado local de ONs, así como los factores que inciden en el mismo, con el objetivo de evaluar las posibilidades de desarrollo de dicho mercado, y analizar las posibles acciones a emprender para promoverlo.

## **1.2 Antecedentes en la materia y el surgimiento de la nueva regulación**

La ley No. 16749 entró en vigencia en el año 1996 y reguló el mercado de valores hasta fines del año 2009. Luego de sancionada la misma, en el período 1996-1999 hubo un auge en la emisión de ONs de oferta pública. No obstante, a partir de 1998, ocurrieron diversos hechos con connotación negativa en torno al MV, relacionados con emisores así como con agentes intervinientes. Esos hechos, sumados a los efectos de una inadecuada normativa y a la incidencia de los shocks macroeconómicos -las crisis financieras internacionales y regionales, que impactaron localmente a partir de 1999 y que derivaron en la crisis financiera uruguaya del año 2002-, causaron problemas que derivaron en el incumplimiento de un número significativo de emisores. En consecuencia, se produjo una pérdida de confianza de los inversores que agudizó la caída del mercado de ONs, verificándose desde entonces un número reducido de emisores y escasas emisiones en circulación.

Los principales problemas identificados fueron los siguientes:

- ✓ La falta de calidad y de transparencia de la información financiera brindada por los emisores.
- ✓ La falta de garantías de pago.
- ✓ Las limitadas competencias del organismo regulador, que no tenía autoridad para ejercer controles prudenciales y para efectuar una adecuada regulación de la actividad de los intermediarios.
- ✓ La falta de una adecuada regulación sobre el gobierno corporativo.
- ✓ Los relacionados con las láminas físicas de los valores, tales como falsificación, pérdida, robo, costos de traslado y de custodia.

La ley No. 18627 – nueva ley del MV-, que entró en vigencia en diciembre del año 2009, derogó la ley de MV No. 16749. La misma buscó promover el desarrollo del MV local. El proyecto de ley surgió inicialmente como respuesta a los problemas ocurridos en ese mercado a fines de la década del '90 y a principios de la década del 2000, y a hechos acaecidos en los mercados financieros internacionales a partir del año 2008. A los efectos de introducir los cambios en la nueva ley, se consideraron los diagnósticos efectuados por organismos internacionales expertos en la materia, para adecuar las normas locales a los estándares internacionales. A su vez, se tuvieron en cuenta los resultados de las evaluaciones realizadas a nivel nacional, y las lecciones que dejó la crisis financiera internacional del año 2008, cuyas causas se vinculan a la falta de una adecuada regulación de ciertos ámbitos, participantes y actividades desarrollados en algunos mercados financieros.

La ley No. 18627 introdujo cambios importantes en el sistema normativo, fundamentalmente en la regulación del funcionamiento del mercado y en las potestades de control y de fiscalización del MV. Estas potestades se encomiendan a la Superintendencia de Servicios Financieros (en adelante “SSF”) del Banco Central del Uruguay (en adelante “BCU”). Posteriormente, la ley de Presupuesto Nacional N° 18719 introdujo algunos beneficios tributarios con el objetivo de atraer inversores. La nueva ley ha sido reglamentada. A su vez, la SSF del BCU ha introducido modificaciones a la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV), en concordancia con los cambios realizados en la nueva legislación.

### **1.3 Objetivos e hipótesis de la investigación, y metodología aplicada**

Los **objetivos** del trabajo son:

- Analizar críticamente los factores (económicos, de mercado, normativos, de regulación, fiscales, de costos de emisión y sociales -de educación y de confianza de los inversores-) que determinan el bajo nivel de actividad actual del mercado de ONs en Uruguay.
- Identificar aquellos factores sobre los cuales es posible incidir para promover dicho mercado, y aquellos otros sobre los cuales no es posible incidir.

Se plantean las siguientes **hipótesis**:

- 1) El mercado de ONs en Uruguay presenta una escasa dimensión.
- 2) A partir de la promulgación de la ley 18627, se introdujeron importantes cambios en la normativa vigente, que incluye beneficios tributarios, los cuales resultaron en un marco regulatorio necesario y conducente a la promoción del mercado. No obstante, algunos cambios provocaron el aumento de los costos asociados a la emisión de ONs. Si bien estos cambios se consideran necesarios, no han sido suficientes para reactivar el mercado de ONs.
- 3) Existen otros factores (económicos, de tamaño de mercado, de costos de emisión y de educación de los inversores) que determinan la escasa dimensión del mercado de ONs, sobre los cuales no es posible incidir en el corto o en el mediano plazo.
- 4) Existen otros factores relativos a las carencias en la educación de los emisores, a los problemas de gobierno corporativo y a la falta de confianza de los inversores que aun no se ha restablecido totalmente, sobre los cuales sí es posible incidir en el corto y en el mediano plazo, a través de la implementación de diversos programas y acciones, para promover una mayor actividad del mercado.

La **metodología aplicada** en el trabajo es el método analítico. Se distinguen los factores que influyen en el mercado de ONs, ya sea los conductores, o no, a la promoción y a la reactivación del mismo, y los que si bien presentan carencias y problemas, es posible incidir sobre ellos para promover la reactivación del mercado. Dichos factores se han estudiado individualmente, así como se han analizado las relaciones existentes entre los mismos. Seguidamente, se plantean las perspectivas del MV, se formulan las conclusiones y se plantean algunas recomendaciones.

Se ha realizado una búsqueda de información sobre el tema objeto de estudio en diversas publicaciones de índole económica y financiera. Asimismo, se han realizado entrevistas a varios agentes vinculados al mercado local de ONs. Se ha efectuado un análisis crítico de la normativa uruguaya sobre el MV (leyes, decretos reglamentarios y normativa bancocentralista), un análisis de información económica y estadística, y se han consultado trabajos realizados en la materia, así como otras investigaciones de apoyo.

## **2 Sistemas financieros basados en bancos, y sistemas financieros basados en mercado de valores**

Algunos países cuentan con sistemas financieros en los cuales los bancos lideran en las funciones de intermediación financiera, mientras en otros los MV tienen un rol preponderante. La pregunta es si alguno de los dos sistemas es mejor que el otro, o aun imprescindible, para promover el crecimiento económico en el largo plazo.

### **2.1 Factores que inciden en el desarrollo de los sistemas financieros. La visión de los servicios financieros**

De acuerdo con el trabajo de Demirguc-Kunt y Levine (Demirguc-Kunt, 1999), los autores plantean que mientras Alemania y Japón son “basados en bancos”, e Inglaterra y Estados Unidos son “basados en MV”, y si uno reconoce que esos países tienen tasas de crecimiento a largo plazo muy similares, esto implica que la estructura de los sistemas financieros de los países no es relevante. Su estudio abarcó el análisis de 150 países y entre sus conclusiones, se destacan las siguientes:

- ✓ los bancos, las instituciones financieras no bancarias y los MV son más grandes, más activos y más eficientes en los países más ricos, medidos en términos de producto bruto interno (PBI) per capita.
- ✓ en los países con mayores ingresos, los MV son más activos y eficientes que los bancos.
- ✓ los países con tradición de legislación anglosajona, fuerte protección de los derechos de los accionistas, buenas normas contables, bajos niveles de corrupción y seguro de depósitos no explícito, tienden a ser “basados en MV”. A su vez, los países con tradición de legislación francesa de derecho civil y comercial, pobre protección de los derechos de accionistas y acreedores, pobre respeto a los contratos, altos niveles de corrupción, normas contables pobres, restricciones a la operativa que pueden desarrollar los bancos, y altos niveles de inflación tienden a tener sistemas financieros subdesarrollados.

Levine plantea en su trabajo (Levine, 2002), que muchos economistas argumentan que los sistemas basados en bancos son mejores para canalizar el ahorro, identificar buenas inversiones y ejecutar el control corporativo, particularmente durante las primeras etapas de crecimiento económico y en contextos institucionales débiles. Asimismo, otras posiciones enfatizan las ventajas del MV en la asignación de capitales, en proveer instrumentos de administración del riesgo, y en mitigar los problemas asociados con el excesivo poder de los

bancos. A su vez, **la visión de los “servicios financieros”**<sup>2</sup>, minimiza el debate entre las posiciones de “basados en bancos” y “basados en MV”. Sostiene que los contratos, mercados e intermediarios financieros surgen para aminorar las imperfecciones de mercado y proveer servicios financieros, esto es, posibilitan potenciales inversiones, ejecutan el control corporativo, facilitan la administración del riesgo, proveen liquidez y facilitan la canalización del ahorro. De acuerdo con esta visión, lo que hace la diferencia es la creación de un ambiente en el cual los intermediarios y los mercados proveen buenos servicios financieros. El autor concluye que mejor desarrollados, los sistemas financieros influyen positivamente el crecimiento económico.

## **2.2 Los sistemas financieros basados en mercado de valores, tras la crisis financiera de los años 2007-2008**

Hardie y Maxfield sostienen en su trabajo (Hardie, 2011), que Estados Unidos, ilustra el tradicional modelo “basado en MV”, mientras que el Reino Unido es más “basado en bancos”. Ambos países son claros ejemplos del sistema financiero “basado en MV”, pero con diferencias. En la década previa a la crisis financiera de los años 2007-2008, ambos países fueron evolucionando cada vez más al sistema “basado en MV”. Luego de los cambios introducidos tras ella, el sistema en Estados Unidos tiende a asemejarse al de Reino Unido. Cada vez más las instituciones financieras intermedian entre ellas, en un sector cada vez más concentrado, que carece de la conexión con los ahorristas individuales y se desconecta cada vez más de las empresas que demandan financiación. La regulación debería dirigirse a la concentración del riesgo y al creciente riesgo de liquidez. Bien regulado, el sistema “basado en MV” puede promover el crédito y proveer liquidez.

## **2.3 Los sistemas financieros en América Latina (años 2010-2011)**

En su trabajo, Jiménez y Manuelito (Jiménez, 2011), exponen que los sistemas financieros en América Latina muestran un desarrollo considerablemente inferior al de los países más desarrollados, así como respecto de otros con un nivel de ingreso per cápita similar. Los mercados financieros de la región están dominados por bancos comerciales, que por la naturaleza de su fondeo, están orientados a plazos cortos y el escaso crédito de largo plazo se orienta a empresas grandes y medianas con capacidad de entregar garantías. La experiencia en países desarrollados demuestra que los mercados de capitales ofrecen un importante potencial para el financiamiento de la inversión. Los mercados de deuda amplían el financiamiento para la inversión, porque contribuyen a la materialización y generación del ahorro financiero de largo plazo, y contribuyen a una mejor diversificación de los riesgos. Estos mercados tienden a satisfacer la demanda de los inversionistas institucionales que requieren activos financieros de mayor plazo y que ofrezcan un riesgo diferente o menor al de la participación accionaria. Los inversionistas institucionales están mejor preparados que los bancos para mantener y absorber riesgos de largo plazo, debido a que su fondeo es a largo plazo. Asimismo, estos mercados ofrecen la posibilidad de diversificar los pasivos, lo que contribuye a reducir los riesgos. Agregan que para los mercados accionarios y de deuda, es crítica la liquidez que otorga el mercado secundario, y que para el desarrollo de los mercados de capitales es crucial la competitividad en términos de los costos de transacción.

Los autores sostienen que América Latina registra uno de los menores ritmos relativos de crecimiento de emisión de bonos y los mercados de deuda muestran gran participación de

---

<sup>2</sup> La visión de los “servicios financieros” fue articulada por R.Merton y Z.Bodie, 1995 y R. Levine, 1997.

bonos públicos. Añaden que el papel de los bancos públicos de fomento es importante en el caso de los países cuyo tamaño económico relativo hace poco probable el surgimiento espontáneo de los otros segmentos del sistema financiero. Concluyen que el problema clave en América Latina es el escaso desarrollo del sistema financiero, que no resulta funcional a las necesidades de inversión, y que no cuenta con suficiente capacidad para movilizar el ahorro.

## 2.4 El mercado de valores en Uruguay desde el año 1996

La cuestión planteada es si el desarrollo del MV es condicionante del crecimiento económico de largo plazo. Uruguay muestra cifras de crecimiento económico sostenido desde el año 2003. Luego del último auge del MV (1996 – 1999), el mismo mostró un retroceso, por lo cual se concluye que el crecimiento económico no fue potenciado por este mercado. Los cambios introducidos en la reglamentación del MV a fines del año 2009, tienden a proteger al inversor y a dinamizar el mercado. El objetivo de estos cambios ha sido el de posibilitar el desarrollo de un mercado de “servicios financieros” (Levine, 2002). Sin embargo, el MV del sector privado no solo no se ha desarrollado, sino que se ha contraído. En el **Cuadro No. 1** se observa la baja representatividad de las ONs (solamente el 2% del total del circulante de valores de oferta pública a marzo de 2012).

**Cuadro No. 1: Circulante de valores de Oferta Pública a marzo de 2012**

Circulante de valores de Oferta Pública				
A marzo de 2012, en millones de dólares USA				
	Sector público	Sector privado	Total	%
Circulante de valores de oferta pública	24.277	801	25.078	100%
	97%	3%	100%	
Circulante de Obligaciones Negociables	158	273	431	2%
	37%	63%	100%	

Fuente: BCU, marzo de 2012

## 2.5 El sistema bancario en Uruguay desde la crisis del año 2002

El sistema bancario en Uruguay sufrió cambios desde la crisis del año 2002. En la actualidad hay un sistema con muchos menos bancos y con un peso más grande de los bancos líderes (a fines del año 2000 eran veinte bancos, a mediados del año 2011 eran solamente once<sup>3</sup>). Se observa un aumento considerable de la concentración bancaria: a junio del año 2011 el Banco República (en adelante “**BROU**”) tiene un peso de 45% en el total de los negocios bancarios, mientras que este banco mas las cinco instituciones privadas de mayor peso en total suman un 92%. No se prevén modificaciones significativas en el corto plazo, a menos que provengan de cambios en la propiedad de bancos extranjeros a nivel internacional o regional. Se estima que la concentración bancaria continuará aumentando moderadamente, lo cual no favorece a las empresas que demandan créditos.

<sup>3</sup> La composición del sistema bancario en Uruguay- una perspectiva histórica, Deloitte, 2011, [www.deloitte.com/uy](http://www.deloitte.com/uy)

## 2.6 La importancia del desarrollo del mercado de valores

De acuerdo con el trabajo publicado por el Fondo Monetario Internacional (IMF, 2005), en casos de crisis financieras, el buen funcionamiento del MV puede ser un puntal para fortalecer a las empresas y reestructurar a los bancos, y acelerar la salida de la crisis. Contar con fuentes alternativas de financiamiento para el sector corporativo es esencial para financiar el crecimiento. Además, la emisión de deuda corporativa en el mercado local -en moneda local-, favorece la reducción de los descalses de moneda y de plazo en los balances de las empresas. Asimismo, los bonos corporativos pueden constituir un adecuado instrumento financiero de largo plazo para los inversores institucionales, a la vez que les proveen de mayor rentabilidad. No obstante, la emisión de bonos corporativos no resulta apropiada para todas las empresas. Particularmente, pequeñas y medianas empresas no podrán acceder al MV debido a los altos costos de emisión y a la necesidad de emitir sumas elevadas de capital que amorticen los costos de emisión. En el otro extremo, las grandes empresas podrían hallar más eficiente emitir bonos en mercados regionales o internacionales.

En síntesis, se considera conveniente promover el mercado de ONs en Uruguay, ya que éstas constituyen una fuente alternativa de financiamiento para las empresas y un instrumento financiero conveniente para los inversores. Las ONs podrían satisfacer necesidades de fondeo de las empresas para volcar a la inversión productiva. Contar con fuentes alternativas de financiamiento se estima ventajoso para hacer frente a posibles restricciones de crédito.

## 3 Evolución del mercado de obligaciones negociables en el período 1996-2011

### 3.1 Particularidades de las emisiones de ONs (1996-2011)

Las emisiones de ONs de oferta pública realizadas en el mercado local, en el período 1996-2011, fueron solamente ciento cuarenta y tres. Considerando que algunos emisores realizaron más de una emisión, resulta en que el número de emisores no supera los setenta. Los **sectores de actividad de los emisores** son diversos, con un mayor peso relativo de las empresas industriales y agroindustriales. A partir del año 2007, no se registraron nuevas emisiones de empresas de intermediación financiera. Con relación a la **propiedad de las empresas**, solamente una empresa estatal (UTE) emitió ONs, y por montos relativamente significativos. La mayoría de las empresas emisoras **operan en el mercado local**. Las emisiones se realizaron mayoritariamente en **dólares estadounidenses y a largo plazo**. **Las tasas de interés** de las emisiones fueron pactadas mayoritariamente a libor más un spread hasta el año 2007, y a tasa fija a partir del año 2008.

### 3.2 Último período de auge en la emisión de ONs (1996-1999)

Esteves et ál (Esteves, 2005), basaron su trabajo en el análisis de los volúmenes de papeles privados cotizados en la Bolsa de Valores de Montevideo en el período 1886-2003. Identificaron cuatro períodos de auge en la operativa de papeles privados, el último de los cuales fue el período 1996-1999.

Con el propósito de estimular el desarrollo del MV doméstico, y el objetivo de promover el desarrollo económico a través de la profundización de fuentes de financiamiento para las empresas uruguayas, se promulgó la Ley de MV de 1996. Esta ley, incentivó la creación de un instrumento que ofrece una alternativa de financiamiento de largo plazo -no disponible y

ampliamente requerida por el sector empresarial en esa época-, así como una vía de diversificación de los portafolios de los inversores. Cabe señalar que el MV de deuda corporativa se había iniciado previamente a la sanción de la ley.

Asimismo, en 1997 Uruguay obtuvo la calificación grado de inversión para su deuda soberana por parte de las principales calificadoras de riesgo (De Brun et ál, 2007). La nueva opción de inversión-financiamiento determinó un auge en el MV. En los años 1996-97 hubo un boom en la emisión de ONs de oferta pública.

### **3.3 Los incumplimientos de las ONs y sus causas (período 1996-2004)**

A partir de 1998, en el mercado local de ONs se sucedieron numerosos incumplimientos. Las causas fueron principalmente las derivadas de fraudes (el caso de Granja Moro), o de maniobras ilícitas de los emisores (Banco Comercial y Banco de Montevideo (Garmendia, 2006), y las ocurridas como consecuencia de los serios problemas financieros de algunos emisores. Estos problemas se originaron en “malos proyectos” -con altos niveles de endeudamiento y baja rentabilidad-, o en proyectos “buenos” que se vieron expuestos a las crisis financieras internacionales y regionales del período 1999-2002.

El incumplimiento -y fraude- de Granja Moro fue el primer incumplimiento importante en el MV (por un valor de emisión de ONs de US\$ 13 millones), y el determinante de la caída de la operativa de ONs (Garmendia, 2006). El fraude también afectó a los bancos acreedores y a los accionistas minoritarios (la Corporación Financiera Internacional y la Corporación Inter-Americana de Inversiones<sup>4</sup>) y provocó el posterior quiebre de la empresa. El ocultamiento de un pasivo muy significativo, y que el hecho que el auditor no lo detectara, provocó pérdida de confianza en los sistemas de información de las empresas, y en las auditorías.

Este caso, así como el de otros emisores que incumplieron posteriormente, pusieron en duda el nivel de calidad y de transparencia de la información del mercado uruguayo (Barbosa, 2004). Es posible que se hayan presentado problemas de agencia e incentivos en algunos casos, y en otros es posible que los inversores no realizaran (por incapacidad, descuido o por falta de información clara y completa) un análisis exhaustivo de la información disponible tanto del emisor como de la emisión en particular, e invirtieron en “malos proyectos”. Depositaron confianza en la reputación del emisor y/o en el intermediario. A su vez, el intermediario depositó confianza en el buen nombre de los accionistas y/o de los directores de la empresa.

Se señala que las emisiones no requerían calificación de riesgo obligatoria, que de haber existido, es probable que hubiera alertado sobre la probable ocurrencia de incobrabilidad.

Seguidamente, la crisis financiera del año 2002 en Uruguay afectó seriamente a varias empresas emisoras de ONs. En opinión de algunos Corredores de Bolsa del mercado entrevistados (véase seguidamente de la Bibliografía), esta crisis financiera marcó un “quiebre” en la confianza de los inversores. La reprogramación de los depósitos en moneda extranjera del BROU, implementada necesariamente para salir de la crisis, sumada a la caída de los bancos Comercial, Montevideo, Caja Obrera, de Crédito y Galicia, provocaron una gran desconfianza de los inversores en el mercado financiero local. La caída de dos de los bancos privados más grandes (Bancos Comercial y de Montevideo) tuvo un impacto

---

<sup>4</sup> Corporaciones de Inversiones del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, respectivamente.

significativo en el mercado; éstos eran los dos mayores emisores de ONs en esa época, con ONs en circulación por US\$ 288,3 millones<sup>5</sup>. Al momento de su emisión, la calificación internacional de las ONs del Banco Comercial era grado inversor, al igual que la calificación del Estado Uruguayo. Las calificadoras de riesgo Moody's y Standard and Poors les habían dado, en el primer semestre del año 2002, la calificación -local- (AAA) a los Bancos Comercial y Montevideo<sup>6</sup>. Estos hechos también provocaron un descrédito en las calificadoras de riesgo. En el marco de la crisis, el sistema financiero uruguayo perdió aproximadamente el 50% de los depósitos. El regreso de éstos a los bancos, que podría utilizarse como una medida de confianza, ha sido lento y caracterizado por depósitos a la vista.

La resolución de esta crisis financiera se encaró a través de la sanción de la ley N° 17613, que dispuso una alteración de los derechos de los acreedores en caso de quiebra. En particular, se priorizaron los depósitos bancarios por montos menores a US\$ 100 mil, y todas las deudas bajo la forma de ONs fueron postergadas y recompensadas parcialmente a través de un fondo de recuperación. Estas medidas perjudicaron a los inversores de ONs.

En el período Oct.1996 - Jun.2004, los mayores índices de incumplimientos se dieron en las ONs emitidas en 1998. De un total de 49 empresas emisoras, 25 registraron incumplimientos. En los años 2001 y 2002 se produjo el mayor número de incumplimientos. Las ONs con plazos más largos, y montos más grandes, son las que presentaron más incumplimientos. En la amplia mayoría de los casos se lograron acuerdos con los obligacionistas. Dieciocho en treinta lograron acordar modificación de condiciones con los obligacionistas, mientras que los doce restantes no realizaron acuerdos. En este último grupo se encuentran las ONs que cayeron en default como consecuencia de la liquidación de los emisores, así como aquellas en las que no se logró el acuerdo de nuevas condiciones con los obligacionistas. A junio de 2004, solo 8 de las 18 emisiones que lograron acordar nuevas condiciones con los obligacionistas estaban cumpliendo<sup>7</sup>.

El modelo de autorregulación aplicado en Uruguay en el período analizado, no se tradujo en la creación de **un mercado financiero transparente** donde se señalaran eficientemente a los mejores empresarios y a los mejores proyectos.

### **3.4 La caída del mercado de Obligaciones Negociables y el surgimiento de nuevos instrumentos financieros**

Más allá del incremento puntual en el monto emitido en el año 1999, el mercado de ONs nunca llegó a recuperarse, manteniéndose hasta la actualidad niveles de emisión muy reducidos. Si bien en el año 2007 se registraron emisiones por montos significativos, las emisiones se concentran en un reducido número de emisores.

El descenso en el número de emisiones de ONs por año pudo deberse, entre otros factores, al desarrollo de otros instrumentos de deuda -como los Certificados de Depósito y los Certificados Representativos de Inversión-, que han captado una importante adhesión, especialmente por parte de los inversores institucionales. Asimismo, incidieron en dicho

---

<sup>5</sup> Incluye emisión de eurobonos.

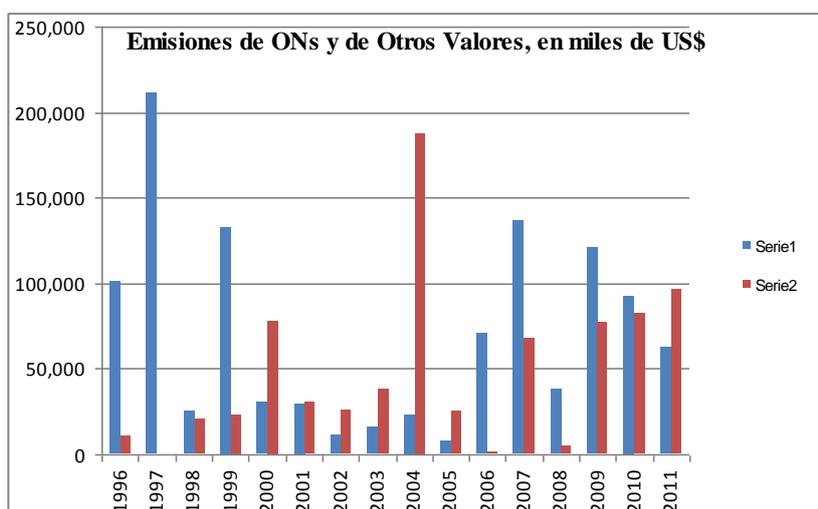
<sup>6</sup> La Red 21, Editorial, "La crisis de los bancos y las AFAP", 25 de julio de 2002; [www.lr21.com.uy](http://www.lr21.com.uy)

<sup>7</sup> Fuente: Informe Trimestral del Mercado de Valores, BCU, junio 2004.

descenso el fuerte proceso de selección de los emisores por parte de los inversores, y la recesión de la economía uruguaya de los años 1999-2002<sup>8</sup>.

En noviembre de 2004 se emitió el primer fideicomiso financiero. El descenso en el número de emisiones de ONs por año pudo deberse, entre otros factores y a partir de noviembre de 2004, a la emisión de estos instrumentos (véase Gráfico 2).

**Gráfico 2: Emisión de oferta pública de ONs y de otros valores**



Serie 1: Obligaciones negociables.

Serie 2: Otros valores, incluidos fideicomisos financieros a partir de 2004.

### 3.5 Incidencia de la nueva ley de Mercado de Valores en la emisión de ONs

Si bien la nueva ley del MV (No. 18627) entró en vigencia a fines del año 2009, se observa que la misma no ha incidido favorablemente en la emisión de nuevas ONs. En los años 2010 y 2011 no se aprecia un boom de nuevas emisiones, ni en número de emisores, ni en número de empresas emisoras, ni en el total de monto emitido, tal como ocurrió en el período 1996-1998, luego de la entrada en vigencia de la ley No.16749. Asimismo, cabe destacar que el emisor más significativo de los años 2010-2011 es UTE, con tres emisiones sobre un total de diecinueve, y una participación de 44% del valor total emitido en esos dos años. En síntesis, en los últimos años, y a pesar de la existencia de nueva regulación de mercado, las ONs de oferta pública no han sido una fuente de financiamiento significativa para las empresas que operan en el mercado local.

## 4 Imperfecciones y transparencia de la información en los mercados financieros. Su incidencia en la confianza de los inversores

Algunas imperfecciones de los mercados financieros -asimetrías de la información, problemas de agencia e incentivos-, derivan en falta de calidad y de transparencia de la información, que afecta significativamente a estos mercados. De acuerdo con el trabajo publicado por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (2010), el tipo de información con que debe contar el inversor -suficiente, oportuna, útil, clara y concisa- tiene importancia significativa.

<sup>8</sup> Fuente: Informe Trimestral del Mercado de Valores, Junio 2004, BCU.

La transparencia en la información implica la presencia de información relevante y fidedigna del emisor y de sus emisiones, sobre los intermediarios y sobre los productos que ofrecen.

#### **4.1 Hechos ocurridos en el mercado local que provocaron la pérdida de la confianza de los inversores**

Es natural que ciertos participantes del mercado, principalmente los administradores, y en algunos casos los bancos, dispongan de mayor información respecto a una empresa que otros, por ejemplo, los inversores. El uso de información privilegiada para su propio provecho o de un tercero genera los denominados problemas de asimetrías de la información. Las asimetrías de la información y los problemas de agencia e incentivos llevaron a la pérdida de confianza de los inversores en el MV local.

Algunos hechos ocurridos en el MV local ilustran el problema. La información financiera reflejada en los estados contables de algunos emisores, así como algunos informes de auditoría y algunas calificaciones de riesgo, no cumplieron con el principio de transparencia de la información. En el caso de Granja Moro, ocurrido en el año 1998, inclusive se está frente a hechos de fraude. El pasivo no contabilizado en sus estados contables determinó una pérdida de confianza generalizada en los mismos y en la actuación de los auditores. Esta emisión no contaba con calificación de riesgo. Se estima que de haber existido una regulación prudencial que incluyera normas de gobierno corporativo, probablemente se habría evitado que se efectuara esta emisión de oferta pública. El caso de las calificaciones de riesgo de los Bancos Comercial y de Montevideo, que obtuvieron grado de inversión poco antes de la caída de estos bancos llevó a la pérdida de confianza generalizada en las calificaciones de riesgo. Adicionalmente, la actuación de la banca privada, como fiduciario y patrocinador de la emisión de ONs, evidenció el uso de información privilegiada. De acuerdo con el trabajo de Cardone et ál, (Cardone, 2005), debido a las modificaciones en la normativa de MV introducida en el año 1996, los bancos temieron perder a sus clientes más prestigiosos. Dada la situación privilegiada que poseían de algunos acreedores bancarios, impulsaron la emisión de ONs de empresas que estaban en delicada situación económico-financiera, traspasando el riesgo de incobrabilidad al mercado.

En las entrevistas realizadas se preguntó a algunos Corredores de Bolsa si ellos no tuvieron indicios de los serios problemas financieros que enfrentaban algunos emisores previamente a la emisión, así como acerca de la reputación de la empresa, del personal superior y de los directores. De sus respuestas se concluyó que en los Corredores primó la valoración del prestigio de los patrocinadores y del tamaño de la empresa. En muchos casos, terminó prevaleciendo la separación jurídica del emisor respecto de los accionistas y/o de los administradores, por lo que los aspectos relacionados con la reputación, no resultaron de la forma esperada.

#### **4.2 La crisis financiera y económica internacional. La pérdida de la confianza**

La crisis financiera y económica que se inició en Estados Unidos en el año 2007 se expandió al mundo, principalmente a Europa, permaneciendo sus efectos adversos hasta el presente. En su trabajo, Pascale et ál (Pascale, 2010) resaltan que en la gestación de la crisis se han puesto de manifiesto las limitaciones de los mercados financieros autorregulados, así como los excesos de la asunción de riesgos y de la especulación. La confianza de los actores de la sociedad quedó fuertemente afectada, provocando una drástica caída en los niveles de

inversión, de consumo y de recaudación de impuestos. Para la salida de la crisis, será fundamental recomponer la confianza entre los actores y entre ellos y las instituciones, tras recuperarla en la gestión pública de la economía y las finanzas.

Particularmente hasta el año 2012, Uruguay no se ha visto afectado negativamente y de forma significativa por esta crisis financiera y económica internacional. Luego de la crisis financiera y económica que se atravesó en el año 2002, los indicadores de producción (PBI), de empleo y de poder adquisitivo han mostrado un crecimiento significativo año tras año (véase la **sección 8.1**).

### **4.3 Cambios en la regulación que procuran información transparente**

De acuerdo con el trabajo publicado por el Fondo Monetario Internacional, (IMF, 2005), un rápido desarrollo del mercado local de deuda corporativa puede ser riesgoso. Sin un mínimo de soporte institucional para lidiar con los problemas de asimetrías de la información y otras imperfecciones del MV, tal como una efectiva legislación sobre quiebras y transparencia de la información, podrían causar confusión y enlentecer el desarrollo de aquel mercado en el mediano plazo.

En el trabajo publicado por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (2010), se afirma que la divulgación de información veraz, completa y puntual sobre las empresas cuyos títulos vayan a estar o estén admitidos a negociación en un mercado bursátil es un elemento básico en la toma de decisiones de inversión por parte de los diferentes agentes del mercado. A consecuencia de las recientes turbulencias financieras en el mundo surge la necesidad de dictar normas relativas a las obligaciones de los emisores de brindar información más amplia y oportuna, junto con otras normas para favorecer la solidez, seguridad y eficiencia del MV. Un sistema de información obligatorio, acompañado con un régimen de supervisión y registro de información, es un muy buen instrumento para procurar información transparente.

La ley de MV de 1996 se apoyó en el principio de autorregulación de los mercados. Vistas las debilidades del mismo, los actores del mercado se cuestionaron los niveles de transparencia de la información y de la regulación del MV existentes hasta casi fines del año 2009. En el año 2008, el Ministerio de Economía y Finanzas (en adelante “MEF”) lanzó el Proyecto “Transparencia Informativa en los Mercados Financieros”, con el objetivo de mejorar esa transparencia a través de la mejora de la calidad y divulgación de la información de los sectores corporativo y financiero, tanto del sector privado como público. El propósito fue mejorar los elementos con que cuentan los agentes para la toma de decisiones, y favorecer el desarrollo de mercados competitivos, a través de la introducción y/o modificación de la regulación relativa a las buenas prácticas de gobierno corporativo, a la aplicación uniforme de normas contables y de normas de auditoría, a la supervisión independiente y a un sistema de sanciones. Asimismo, resaltó la necesidad de introducir programas de educación de inversores, de contar con una base de información financiera comparativa o Central de Balances, de introducir cambios en la regulación de la profesión contable (educación permanente obligatoria), y de la creación de un Instituto de normas contables adecuadas. Los cambios introducidos por la nueva regulación contemplan las iniciativas del Proyecto en cuanto a normas de gobierno corporativo, a la aplicación de estándares internacionales en materia de normas contables y de auditoría, a las calificaciones de riesgo, a la supervisión independiente y a un sistema de sanciones.

De acuerdo con el trabajo publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, (OECD, 2011), la experiencia internacional permite concluir que es recomendable la imposición a nivel legal de normas de gobierno corporativo. Numerosos estudios empíricos demuestran que las entidades que han adoptado buenas prácticas de gobierno corporativo tienen una mayor valoración en el mercado. Es importante que las empresas comprendan que la adopción de las mismas permite disminuir los conflictos internos, mejorar el uso de los recursos, conseguir mayor financiamiento y a un costo más bajo.

Núñez et ál, (Núñez, 2009), en su trabajo demostró que la gobernanza corporativa promueve la estabilidad financiera gracias al manejo prudente del riesgo y la disciplina del mercado, a la atracción de inversión y a un crecimiento económico sustentable. Se concluyó que el papel de los reguladores ha sido esencial para el desarrollo de la gobernanza corporativa en América Latina, a pesar que se reconoce que el incentivo legal es insuficiente para inducir todas las mejoras, requiriéndose también un incentivo voluntario. Además, se concluyó que las leyes en este tema y la aplicación de las mismas son cruciales para el desarrollo del mercado de capitales. La evidencia empírica muestra que la concesión de mayores poderes a los reguladores y el endurecimiento de las sanciones criminales civiles no son las medidas más eficaces. Sin embargo, la crisis financiera en Estados Unidos pone en duda la efectividad de la autorregulación.

En lo referente a las normas contables, Gili, en el Proyecto Transparencia Informativa en los Mercados Financieros del MEF, (Gili, 2008), argumentó que es pertinente que la regulación sea convergente internacionalmente; la mejora en la calidad de la información de las empresas se alcanzaría mediante la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y de los estándares y prácticas internacionales de auditoría (las Normas Internacionales de Auditoría y el Código de Ética de la International Federation of Accountants –IFAC-). El Proyecto también resaltó la necesidad de mejorar y fortalecer el marco institucional para la presentación, registro y divulgación de información financiera de las empresas, así como la importancia de la mejora de las prácticas de actuación de los profesionales de la contabilidad y auditoría en Uruguay.

Seguidamente, la regulación local ha establecido que los emisores de valores deberán elaborar los estados contables de acuerdo con las normas contables establecidas en la legislación vigente para sociedades comerciales, y en su reglamentación. Las NIIF se han incorporado de forma progresiva a la legislación uruguaya. A partir de los ejercicios iniciados el 1° de enero de 2012, son de aplicación obligatoria para los emisores de valores de oferta pública.

Actualmente, no es posible afirmar que en el mercado local exista transparencia en la información. Si bien la regulación favorece que la haya, es particularmente difícil prevenir y detectar a aquellos actores que pudieran, ingeniosamente, ocultar información al mercado. En opinión de algunos de los Corredores entrevistados, la nueva regulación implica mayores exigencias para los emisores y para los intermediarios de valores, que a su vez se traducen en mayores costos. En este sentido, se interpreta que no valoran la nueva regulación tendiente a lograr la transparencia de la información, así como a evitar las asimetrías de la información y los problemas de agencia en el mercado de valores.

## 5 Nueva normativa del mercado de valores en Uruguay

La ley No. 18627<sup>9</sup>, su reglamentación<sup>10</sup>, y las normas generales e instrucciones particulares<sup>11</sup> que dicte la SSF del BCU -normas que han sido modificadas en concordancia con la nueva legislación-, conforman el nuevo marco regulatorio del MV. Los objetivos planteados por el proyecto de la ley No. 18627 son “propiciar un funcionamiento transparente y eficiente del mercado de valores, que apunte a operar con adecuada información y protección al inversionista<sup>12</sup>”. Finalmente, la misma introdujo cambios significativos. Adicionalmente, la ley 18719, vigente desde enero del año 2011, introdujo algunas exoneraciones fiscales con el propósito de promover el MV.

Uruguay, siendo país miembro de la **IOSCO** (International Organization of Securities Commissions) y del **IIMV** (Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores), ha incorporado parcialmente, en la normativa local, las recomendaciones y estándares establecidos por aquellas instituciones. La IOSCO establece una serie de estándares internacionales para la regulación de los MV, que alienta a los países miembros a adoptar como propios. Sus objetivos son: la protección del inversor, asegurar la existencia de mercados justos, eficientes y transparentes, y la reducción del riesgo sistémico. El **IIMV** ha establecido como su objetivo principal el impulsar el desarrollo de MV transparentes e íntegros. El propósito es brindar a los inversores una mayor calidad de información, evitándose una regulación excesiva.

La ley No. 18627 amplía su ámbito de aplicación, alcanzando no sólo a las bolsas de valores y demás mercados de valores de oferta pública, a los valores y a los emisores de valores de oferta pública, sino que también alcanza a todos los agentes que participan en él (los intermediarios de valores, los asesores de inversión y otros). También se amplía el concepto de oferta pública de valores, incluyendo la comunicación dirigida al público que tengan por objeto adquirir, vender o canjear dichos valores. Sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando éstos y su emisor hayan sido inscriptos en el Registro de Valores (SSF, BCU<sup>13</sup>).

La ley 18627, al igual que lo hizo la ley 16749, prevé la **emisión privada** de valores; éstos no se cotizarán en bolsa ni debe hacerse publicidad de su colocación. Uno de los principios de la regulación de los MV apunta a **la revisión del perímetro de regulación**, esto es, la revisión permanente por parte del regulador de las actividades, instrumentos y participantes que no quedan bajo su ámbito de regulación, o la intensidad de la misma no es suficiente. Se señala que la emisión privada de valores queda fuera del perímetro de la regulación, en cuanto la normativa que la regula es mínima.

A continuación se hace mención a las principales normas contenidas en la ley no. 18627, en su reglamentación, y en la correspondiente regulación:

- **La SSF del BCU es el órgano estatal a quien se comete el dictado de normas**, a las que deberán ajustarse los MV y las personas tanto físicas como jurídicas que intervengan en dichos mercados. Se le encomienda “velar por la transparencia, la competitividad y el

<sup>9</sup> Ley 18627 del 02/12/2009, publicada en el D.O. el 16/12/2009, y modificaciones introducidas por la ley 18719 del 27/12/2010, publicada en el D.O. el 05/01/2011.

<sup>10</sup> Decreto 124/11 del 01/04/2011 (normas contables aplicables a emisores); Decreto 322/11 del 16/09/2011 (reglamentario de la ley 18627); Decreto 104/12 del 10/04/2012 (deja sin efecto el ajuste por inflación).

<sup>11</sup> Circulares y Comunicaciones, y Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV), SSF, BCU.

<sup>12</sup> Ec. Mario Bergara ante la Comisión de Hacienda del Senado; versión taquigráfica de la Sesión del 12 de mayo de 2009; Distribuido No. 3170; www.parlamento.gub.uy.

<sup>13</sup> Se exceptúan de la inscripción en el Registro el Gobierno Central, el Banco Central del Uruguay, los Gobiernos Departamentales, y los valores emitidos por éstos.

funcionamiento ordenado del mercado de valores, por la adecuada información a los inversionistas y por la reducción del riesgo sistémico”. Estos objetivos no se alinean totalmente con los propuestos por IOSCO. El regulador no asume la protección del inversor ni procura la eficiencia del mercado.

- Se **eliminó la autorregulación bursátil**, estando las bolsas de valores y demás instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública sujetas a la regulación y fiscalización de la SSF. Dichas instituciones deberán reglamentar su actividad, de manera de asegurar la existencia de un mercado competitivo, ordenado y transparente, pero sin perjuicio de las facultades de regulación de la SSF.
- El directorio del BCU, si entendiera que los intereses de terceros se encuentren en situación de riesgo, podrá adoptar medidas preventivas, pudiendo llegar a la **intervención o la suspensión de actividades** de las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, y de los intermediarios de valores. El BCU será liquidador, en sede administrativa, de las mismas entidades que se encuentren en estado de insolvencia.
- Se incluyen normas sobre **información privilegiada**. Se prohíbe la manipulación del mercado y la utilización de información reservada o confidencial.
- Se establece que **los valores escriturales son obligatorios para los valores de oferta pública**, siendo optativos para los valores de oferta privada.
- Se **equipara al régimen de ONs a todo título de deuda**, cualquiera sea su denominación, que por su naturaleza sea asimilable a una ON.
- **Podrán emitir ONs de oferta pública**: las sociedades comerciales, nacionales o extranjeras, las cooperativas, los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, y las personas públicas no estatales con actividad industrial o comercial. Las emisiones de las referidas entidades del Estado y de las personas públicas no estatales deberán contar con autorización del Poder Ejecutivo con informe previo del BCU.
- Las emisiones de ONs de oferta pública deberán contar con un **Representante de los obligacionistas**.
- Se **prohíbe** a la sociedad emisora de ONs distribuir utilidades si está en mora en el pago de cualquier suma de intereses, amortizaciones u otros debidos a los titulares de las ONs.
- Se establecen **mayores exigencias de información** a los emisores de valores de oferta pública, incorporándose normas de gobierno corporativo. Se establece la información que deberá contener el Prospecto de Emisión de las ONs y el Documento de Emisión de las mismas, así como la información que deberá revelarse acerca de la estructura de la propiedad del emisor y de sus directivos. Para emitir los valores, el emisor deberá otorgar un **Documento de Emisión**.
- Los **emisores de valores de oferta pública deben presentar**, en forma periódica, **información contable y de gestión**. Deberán aplicar las normas contables establecidas en la legislación para sociedades comerciales y en su reglamentación. Los **estados contables** de los emisores de ONs y del grupo económico, si corresponde, deben estar **auditados**. Los auditores deben estar inscriptos en el **Registro de Auditores Externos** de la SSF. Los informes de auditoría deberán ser preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría establecidas por la IFAC. La actividad de los auditores externos podrá ser controlada y regulada por la SSF. Adicionalmente, los emisores deberán proporcionar **información de hechos relevantes**. Deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de si mismos, de los valores ofrecidos y de la oferta. La SSF tiene la obligación de revelar dichos hechos.

- La **solicitud de inscripción de valores** de oferta pública deberá estar acompañada por **informe de calificación de riesgo**, preparado por entidad inscripta en el Registro de Calificadoras de Riesgos que lleva la SSF. Esta calificación **debe ser actualizada al menos anualmente** durante todo el plazo de vigencia del valor, y mientras se encuentre inscripto en el Registro del Mercado de Valores. La ley faculta a la SSF a reglamentar y a controlar la actividad de estas entidades.
- Se definen dos tipos de intermediarios de valores: **los corredores de bolsa**, que son aquellos que actúan como miembros de una bolsa de valores u otra institución que constituya un mercado de negociación de valores de oferta pública, y **los agentes de valores**, que son los que operan fuera de esos mercados. La SSF debe otorgar autorización previa a los **intermediarios de valores** para actuar, así como el mantenimiento de la autorización, y será quien regule y fiscalice su actividad, tanto en la operativa con oferta pública o privada de valores. Los **asesores de inversión** son aquellas personas que aconsejan a terceros respecto de la inversión, compra o venta de valores objeto de oferta pública, o canalizan las órdenes que reciban de sus clientes hacia intermediarios, y que no se encuentren alcanzados por otra figura supervisada por la SSF. Los asesores no realizan operaciones con valores. La SSF dictó normas que profesionalizan su actividad.
- Se incluyen normas sobre **gobierno corporativo** que son aplicables a las bolsas de valores, a otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y a los emisores de valores de oferta pública. Las obligaciones respecto a las prácticas de gobierno corporativo podrían implicar costos adicionales para las empresas emisoras. En el mercado uruguayo, compuesto principalmente por emisores de mediano porte, estos costos podrían resultar significativos. Se establece que los órganos de la empresa deberán desarrollar políticas orientadas a que sus ejecutivos tengan competencia ética y profesional, la empresa se organice con una estructura equilibrada, sus sistemas de control sean confiables y se proceda a divulgar toda la información relevante, incluida la del gobierno corporativo. Asimismo, se introdujo el **Comité de Auditoría y Vigilancia**; es un órgano de la sociedad y depende de su directorio; estará integrado por al menos tres miembros. En ningún caso la mayoría del órgano podrá estar integrado con personal que desarrolle tareas gerenciales en la sociedad, sus sucursales o subsidiarias. La regulación remarca **el deber de lealtad de los directores**, fijándoles la obligación de hacer prevalecer el “interés social”. La **retribución** que perciban los **directores** de entidades que realicen oferta pública de valores, requerirá el consentimiento de la asamblea de accionistas. Se establece la obligación de informar **la tenencia accionaria** a la SSF y a las bolsas de valores donde coticen sus valores, de los directores de entidades que realicen oferta pública de valores.
- **Inversiones permitidas**: las empresas de intermediación financiera podrán efectuar inversiones en valores de oferta pública. Se extiende esta posibilidad a las Cajas Paraestatales de Jubilaciones y Pensiones y los Fondos Complementarios.
- **Garantías**: las ONs pueden emitirse con o sin garantías.
- Se otorgan **facultades sancionatorias** al BCU respecto a las personas físicas o jurídicas intervinientes en la oferta pública o privada de valores.
- Creó la **Comisión de Promoción del MV**, cuyo cometido es la promoción del desarrollo del mercado de valores.

La nueva regulación del MV está, en gran medida, alineada con los estándares internacionales en la materia. La mayor regulación y supervisión ejercida por la SSF sobre los participantes del mercado, es esperable que genere confianza en el inversor, y en consecuencia se promovería la inversión en ONs. Por otra parte, algunas de las nuevas disposiciones pueden

implicar un aumento de costos para los emisores de valores de oferta pública y para los otros participantes del MV. Esto no favorece el surgimiento de nuevas emisiones. En cuanto los cambios en la regulación del MV son relativamente recientes, con el transcurso del tiempo será posible evaluar si se ha logrado dinamizar el mercado de ONs.

## **6 Costos asociados al financiamiento a través de obligaciones negociables de oferta pública**

En esta sección se analizan los componentes del costo de financiamiento a través de ONs de oferta pública. El costo total se comparará con el costo de financiamiento de una fuente alternativa muy utilizada por las empresas: un préstamo bancario de un banco que opera en la plaza local.

La diversificación de fuentes de financiamiento debería ser considerada por las empresas a los efectos de determinar el endeudamiento óptimo. La evaluación de los costos asociados a una fuente de financiamiento debe incluir los monetarios y otros tales como si el potencial emisor está dispuesto a hacerse público (revelar la información exigida en los plazos requeridos), si está dispuesto a incurrir en el tiempo y en los costos que implica la preparación de la información, si la empresa cuenta con una organización lo suficientemente preparada como para poder cumplir con las normas de gobierno corporativo, su propia cultura organizacional, y los potenciales problemas de agencia que puedan afectar la decisión de emisión de valores de oferta pública. Al mismo tiempo, debería considerarse que contar con una trayectoria de emisor confiable de ONs, podría solucionar problemas de financiamiento si eventualmente hubiera, en el futuro, restricciones a otras formas de financiamiento en la plaza local.

Actores del mercado de valores entrevistados opinan que en Uruguay, actualmente, es reducido el número de empresas y/o proyectos de inversión que necesiten financiar grandes sumas de inversión como para poder absorber los costos de emisión de ONs, y al mismo tiempo cuenten con una organización dispuesta y lo suficientemente preparada como para hacerse pública. Ellos agregan que las empresas más grandes son estatales. No obstante, solamente UTE ha emitido valores de oferta pública en el mercado local.

Los **costos de emisión de ONs de oferta pública** incluyen los intereses y reajustes -si corresponden-, más costos diversos de emisión, que son aquellos en los que necesariamente debe incurrirse para realizar la emisión y durante todo el período que dure la misma. Se detallan a continuación los costos más relevantes:

- ✓ De organización y de distribución de la emisión.
- ✓ Honorarios de suscripción de la emisión.
- ✓ Legales, notariales, contables, de auditores, de calificación de riesgo, administrativos, de marketing, de publicación, los asociados con la inscripción de los valores en la SSF, BCU.
- ✓ De constitución de garantías. Podría implicar los costos de un fideicomiso de garantía.
- ✓ Honorarios del estudio de viabilidad económica-financiera del proyecto, si la emisión tiene como propósito financiar un proyecto de inversión.
- ✓ Costos de cotización en las Bolsas de Valores.
- ✓ Costos administrativos durante el período en el cual la emisión esté en circulación: asesoría legal interna y externa, asesoría contable interna y auditoría externa, honorarios del agente representante de los titulares de valores, de la entidad registrante y del agente de pago, honorarios de la empresa calificadora de riesgos, los costos asociados al buen gobierno corporativo (de control interno, de personal calificado, del Comité de Auditoría

y Vigilancia y otros), mantenimiento de garantías, cotización en las Bolsas de Valores, costos de preparación de la información periódica exigida por la SSF, etc.

- ✓ La tasa de interés a la que se emita podrá ser fija o variable, con o sin cláusulas de reajuste, y estará expresada en la moneda de emisión del principal. La tasa de interés dependerá del riesgo de la inversión y de la coyuntura económica local e internacional (nivel de tasas de interés y otros factores) a la fecha de emisión.
- ✓ El efecto impositivo: en cuanto los intereses y los gastos financieros sean deducibles para el IRAE, ya sea en su totalidad o en determinado porcentaje, el emisor se beneficiará de un ahorro en dicho impuesto de cada ejercicio fiscal que corresponda. Del mismo modo, si se verifican las condiciones para que el pasivo por ONs sea deducible a los efectos del IP, el emisor computará un ahorro en el IP de cada ejercicio que corresponda.

Estos costos diversos de emisión de ONs de oferta pública son proporcionalmente más significativos cuanto menor sea el tamaño de la emisión, y cuanto menor sea el plazo de la emisión. Los costos que habrá de asumir cada empresa diferirán según su calidad crediticia y prestigio en el mercado, así como su tamaño y organización interna, entre otros.

A los efectos de la comparación de los costos de financiamiento se considera como fuente alternativa un **préstamo de un banco que opera en la plaza local**. El costo principal es la tasa de interés y el reajuste del préstamo, si correspondiere. Las exigencias de presentación de información de los bancos son sustancialmente menores comparadas con las exigidas por la SSF a los emisores de valores de oferta pública. A mayo de 2012, la tasa de interés activa promedio del sistema bancario, para grandes y medianas empresas, a plazo mayor a 1 año, se sitúa en 4.94% efectiva anual en dólares USA<sup>14</sup>. Esta tasa se ubicó en 5% a fines del año 2011<sup>15</sup>. La baja de tasas está relacionada con una reestructura post-crisis de los bancos, que cuentan con fondos excedentarios para prestar. Este factor hace menos atractivo el financiamiento a través de ONs. A esa misma fecha, la tasa de interés para préstamos, para empresas de primera línea, a 1 año o más de plazo, en la banca privada, se sitúa entre 8% y 10% anual en dólares USA<sup>16</sup>.

Finalmente se concluye que en el mercado local, dada la coyuntura actual, el costo de financiamiento a través de títulos de deuda corporativa de oferta pública es mayor que el costo de los préstamos bancarios. A pesar de ello, el financiamiento a través de ONs podría ser ventajoso para la empresa en cuanto ésta pudiera:

- ✓ Obtener financiamiento a largo plazo para evitar descalces de plazo en sus balances, y/o restricciones temporales de crédito;
- ✓ Obtener financiamiento en moneda local para evitar descalces de moneda en sus balances;
- ✓ Fijar las fechas de pago de intereses y/o los plazos de repago del capital, inclusive de amortizaciones parciales, más adecuadas a sus requerimientos financieros, atendiendo por ej. a posibles períodos zafrales y/o a la generación de fondos de la empresa.
- ✓ Cuando se trata de grandes sumas, obtener el financiamiento a través del MV es la alternativa viable, en cuanto otras fuentes de financiamiento -como los préstamos bancarios- no son accesibles, dado que los bancos están sujetos a un tope máximo de crédito a otorgar por deudor, y/o no están dispuestos a asumir determinado nivel de riesgo.
- ✓ Crear antecedentes y prestigio de emisor confiable, para contar con una fuente alternativa de financiamiento en caso de restricción de créditos bancarios.

---

<sup>14</sup> Fuente: SSF, BCU, [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

<sup>15</sup> Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera, año 2011, BCU.

<sup>16</sup> Fuente: Semanario Búsqueda, 31 de mayo de 2012.

- ✓ Obtener mayor poder negociador frente a los bancos y a otras fuentes de financiamiento alternativas.

El emisor, al planificar la emisión, deberá atenerse a la coyuntura económica y financiera del mercado y a las preferencias de la demanda -potenciales inversores institucionales o individuales-. Asimismo, deberá evaluar cuidadosamente los distintos aspectos que definen la colocación de la emisión: forma de suscripción, mínimos y/o máximos para suscripción por inversor, agentes colocadores, y otros. Emisores del mercado de valores entrevistados resaltaron los factores señalados como decisivos para el éxito en la colocación de los valores.

## **7 Análisis de las fuentes de financiamiento alternativas para las empresas en Uruguay**

Luego del último boom en la **emisión de ONs de oferta pública** (período 1996-1999), el mercado de ONs en Uruguay ha registrado un nivel bajo de actividad. En opinión de algunos de los actores del mercado entrevistados, una de las causas es la estructura de capital de las empresas uruguayas. Las empresas más grandes son estatales y no abrieron su capital a la oferta pública, a excepción de UTE que emitió ONs y fideicomiso financiero. Otras empresas de gran tamaño son multinacionales de primera línea, cuyo financiamiento les viene dado y/o estructurado desde el exterior; son muy pocas las empresas grandes de capitales nacionales o internacionales que necesiten financiamiento por grandes sumas que hagan viable una emisión en el MV local. Asimismo, cabe preguntarse por qué razón grandes emprendimientos no han recurrido al MV local. Es destacable que Compañía Forestal Oriental S.A., subsidiaria de Botnia/UPM, emitió ONs por US\$ 35 millones en setiembre del año 2008. Algunos actores del mercado entrevistados afirmaron que las AFAP invirtieron en esa emisión. Agregaron que en el caso de Puerta del Sur, que emitió ONs por US\$ 87 millones en el mercado local, buena parte de los inversores provinieron del exterior. Añadieron que el mercado local no cuenta con suficientes inversores individuales como para absorber emisiones de importes grandes, y que los grandes proyectos sondean las condiciones de financiamiento con los inversores institucionales. Se presume que algunos grandes emprendimientos locales hallaron fuentes de financiamiento más convenientes y/o accesibles en otros mercados financieros. Algunos de los actores del mercado entrevistados añaden que la economía de Uruguay es chica, que falta “pensar en grande” y abrir nuevos mercados de exportación; si se lograra, habría más inversiones para ampliar capacidad de producción. Otros actores entrevistados opinan que debido a las crisis financieras de los últimos años, las empresas son más cautelosas al invertir, lo que genera escasas inversiones que necesiten financiar grandes sumas de dinero que hagan viable una emisión de oferta pública.

**La emisión de ONs de oferta privada**, como fuente de financiamiento alternativa, presenta algunas ventajas: la agilidad en el proceso, en cuanto no requiere inscripción en el Registro del MV, los menores costos de emisión (no es obligatoria de calificación de riesgo, ni la presentación de informes financieros en forma trimestral, ni el cumplimiento de normas de gobierno corporativo, entre otros), y la no obligatoriedad de publicación de balances e información adicional del emisor. Algunos operadores del mercado manifestaron que han intermediado en emisiones de oferta privada y que éstas están en aumento. Las empresas que recurren a la emisión privada son de “porte relativo”, porque las grandes “tienen crédito en los bancos” pagando tasas de interés menores, además de beneficiarse de los incentivos fiscales, que sólo son aplicables a las emisiones de oferta pública. Las empresas que recurren a la emisión de oferta privada suelen ser las más riesgosas, y no están lo suficientemente

dispuestas y/o preparadas como para hacerse públicas. No obstante, se aprecia que las ONs de oferta privada son una fuente de financiamiento poco significativa en el mercado local.

Estudios realizados concluyeron que la primer fuente de financiamiento de las empresas en Uruguay son **los préstamos bancarios**, luego los fondos propios, después las fuentes del exterior y en menor medida las emisiones en el mercado de capitales y otros capitales no bancarios<sup>17</sup>. Otros estudios realizados concluyeron que las empresas continúan financiándose básicamente mediante préstamos bancarios, créditos de proveedores y fondos propios. A propósito, se analizan las cifras del sistema financiero local. Al 31 de diciembre de 2011<sup>18</sup>:

- Las ONs representan un 35% del total de valores de oferta pública del sector privado.
- Los valores de oferta pública emitidos por el sector privado representan solamente un 3% del total del circulante de valores de oferta pública.
- El financiamiento bancario al sector no financiero privado excluidas las familias, supera ampliamente al financiamiento al sector privado a través del MV. Considerando los créditos bancarios y la financiación concedida a través de ONs de oferta pública al sector no financiero privado residente –sector productivo privado residente-, la financiación mediante ONs representa un 4% y los créditos bancarios un 96% de ese total.

En opinión de algunos de los actores del mercado entrevistados, son muy escasas las empresas que creen que es conveniente estar presentes en ese mercado y diversificar sus fuentes de financiamiento; actualmente las empresas que emiten ONs de oferta pública obtienen préstamos bancarios a tasas menores, pero igualmente están dispuestas a asumir mayores costos, al financiarse con ONs. Contar con trayectoria de buen emisor haría posible acceder a financiamiento en el MV si en el futuro hubiera restricciones de crédito bancario. Al mismo tiempo, en el presente aumenta el poder de negociación con los bancos. Otras empresas emitieron puntualmente ONs de oferta pública por conveniencia, o porque no tenían otra opción viable de obtener financiamiento a largo plazo. En el período del último boom de emisión de ONs (1996-1999), había restricción de préstamos bancarios. Esto, sumado a los beneficios fiscales de financiarse mediante ONs, que fueron introducidos por la ley de MV de 1996, causó que las empresas, en aquel período, se volcaran a la emisión de ONs. Los corredores entrevistados coinciden en que el episodio de fraude de Granja Moro fue el detonante de la paralización del MV en aquellos años. Algunos de ellos creen que la aversión al riesgo de inversión en ONs perdura hasta el presente. Otros entienden que el fraude de Granja Moro no explica el bajo nivel de actividad actual de este mercado.

Algunos de los actores del mercado entrevistados entienden que otro de los factores que explica la escasa actividad del MV es el actual nivel bajo de las tasas de interés del mercado local; algunas empresas no están dispuestas a asumir costos de financiamiento más elevados que aquél que obtendrían mediante un préstamo bancario; a su vez, los inversores prefieren, en su mayoría, invertir en el exterior a tasas más altas. Esto es, en el MV local, la oferta está alejada de la demanda.

Con motivo de ser un banco de fomento, el BROU lanza anualmente, desde el año 2005, una licitación de proyectos de inversión. Los proyectos elegidos obtienen préstamos con condiciones muy favorables (tasa de interés baja y plazos largos). Algunas de las empresas que obtuvieron este tipo de financiamiento, habían sido emisoras de ONs. Podría interpretarse

---

<sup>17</sup> Fuente: Semanario Búsqueda, 31/05/2012, en base a análisis de monitoreo macroeconómico en el MERCOSUR, 2011.

<sup>18</sup> Fuente: Informe de Estabilidad Financiera, año 2011, SSF, BCU.

que de no haber existido estas licitaciones, probablemente estas empresas se hubieran financiado a través del MV.

Adicionalmente, algunos de los actores del mercado entrevistados opinan que otro factor que determina que algunas empresas no se financien a través del MV, es la falta de disposición a revelar información. Los citados entrevistados afirman que si las empresas estuvieran obligadas a publicar información financiera, se habría vencido la primera barrera para hacerse públicas.

De Brun et ál, en su trabajo (De Brun, 2007), exponen los resultados del estudio realizado. Se analizó la estructura financiera de firmas locales en base a encuestas realizadas por la Auditoría Interna de la Nación (AIN) y por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Este último condujo, en el año 2005 y referente a información del año 2004, una encuesta dirigida a empresas del sector no financiero (de diferentes sectores de actividad, con excepción del agropecuario) y que por su tamaño medido en términos de cantidad de personal ocupado, sean potenciales emisoras de ONs. Se obtuvo información de 463 empresas, que reportaron ser propiedad, en su mayoría, de uruguayos. Solamente un 2% de las empresas cotizan algún tipo de papel en la bolsa local y un 0,4% lo hacen internacionalmente. Este resultado refleja en forma clara el escaso desarrollo del MV en Uruguay. Las dos principales fuentes de fondos externos para las firmas encuestadas son préstamos bancarios y crédito de proveedores. Las ONs representan una minúscula proporción del total de la deuda. A su vez, la evidencia muestra que las empresas en Uruguay muestran estructuras de deuda de corto plazo y cocientes altos de dolarización de la deuda que las hace extremadamente frágiles debido a los descalces de plazo y de moneda. La emisión de ONs que contemplen las necesidades de plazo y de moneda de financiación de las empresas emisoras, contribuiría a financiar la inversión a la vez que disminuiría el riesgo ante posibles restricciones de crédito y el riesgo de una posible depreciación de la moneda local. Adicionalmente, la encuesta incluyó una pregunta respecto a si los potenciales emisores de bonos tienen conocimiento sobre los requisitos de emisión de bonos. A pesar de que la encuesta apuntaba a los responsables financieros de las mismas, un 27% respondió tener los conocimientos suficientes, un 40% respondió saber algo del tema, y un 33% respondió no saber nada al respecto. No se han publicado estudios más recientes sobre el grado de conocimiento, por parte de los potenciales emisores de ONs como instrumento financiero, y como fuente de financiamiento. Un mayor conocimiento del tema por parte de los responsables financieros de las empresas podría contribuir a la eficiencia en la toma de decisiones financieras; no obstante, los agentes del mercado entrevistados afirman que el desconocimiento del MV por parte de algunos agentes del mercado no es causa de su bajo nivel de actividad.

En el trabajo de Buscio et ál (Buscio, 2011), se exponen los resultados hallados a partir de una nueva encuesta de Financiamiento de las Empresas<sup>19</sup>, cursada en el año 2010, y referente a información financiera de las empresas de los años 2008 y 2009. Esta tuvo como objetivo evaluar las fuentes de financiamiento de las empresas, y en particular la moneda de financiación así como el uso de coberturas cambiarias. La muestra fue de 500 empresas, representativa de los distintos sectores de actividad del sector no financiero, excepto el agropecuario; estas empresas son relativamente grandes, medidas en cantidad de personal ocupado, por lo cual son potenciales emisores de ONs. Se obtuvo respuesta de 387 empresas<sup>20</sup>; un 79% reportaron que su origen del capital es nacional; solamente 3 empresas

---

<sup>19</sup> Encuesta no continua de Financiamiento de las Empresas cursada por el INE, en conjunto con el Depto. de Investigaciones Económicas del BCU, y la Universidad ORT, Uruguay.

<sup>20</sup> Buscio et ál, (2011), e información brindada por el Depto. de Investigaciones Económicas del BCU.

(0,8%) reportaron haber emitido ONs en el año 2009, y una empresa (0,3%) en el año 2008. Un 39% de los pasivos lo constituían las deudas financieras, y un alto porcentaje está nominado en dólares y es de corto plazo. Las deudas financieras no representan un alto porcentaje de sus fuentes de financiamiento, y menos aún lo constituyen las ONs.

El **fideicomiso financiero** es otra fuente de financiamiento alternativa. En diciembre de 2003 se sancionó la Ley 17.703 que regula la figura del fideicomiso en Uruguay, cuyo objetivo fue crear un instrumento que facilite el acceso al crédito. Los títulos representativos del fideicomiso financiero son transados en el MV. En el **Gráfico 2** se muestra un análisis comparativo de la emisión de ONs y de otros valores de oferta pública; a partir de noviembre de 2004, los otros valores son únicamente fideicomisos financieros. Se observa que en los años 2004, 2005 y 2011, el monto emitido de fideicomisos financieros supera al monto emitido de ONs, y en los años 2009 y 2010 se emitieron fideicomisos financieros por montos significativos. Cabe cuestionarse si el fideicomiso financiero es un instrumento que compite con las ONs, y puede presentar ventajas en la distribución de los riesgos. Se entiende que sí, en cuanto es probable que de no haber existido el primero, se hubieran emitido ONs con garantías. Los costos de un fideicomiso financiero pueden ser comparativamente mayores.

## 8 Demanda de obligaciones negociables

Transcurridos más de doce años desde el último auge de la emisión de ONs, y diez años desde la crisis económico-financiera del año 2002, cabe cuestionarse si los cambios en los últimos años con el fin de recomponer la confianza de los inversores han sido exitosos, o si aun hoy la falta de confianza es un factor determinante para el escaso desarrollo del mercado de ONs. Uruguay ha registrado, desde el año 2003, un aumento del PBI, tasas moderadas de inflación, y un clima de estabilidad política y económica. Desde el año 2005 ha aumentado el empleo y el poder adquisitivo. El contexto se ha presentado favorable para la inversión. No obstante, la economía está ingresando en la parte baja del ciclo<sup>21</sup>. En este contexto, algunos indicadores y datos del mercado brindan un marco de referencia para analizar las preferencias actuales de los inversores con relación a la inversión en ONs.

Un estudio realizado<sup>22</sup> concluye que **el ahorro de los uruguayos creció** en el año 2011. Volvió a la plaza uruguaya una parte de los ahorros que inversores locales habían colocado en el exterior. Los instrumentos preferidos por los inversores fueron los títulos de deuda pública y las ONs, aunque estos últimos representan un 3% de los títulos en circulación al 31 de diciembre de 2011. Los depósitos a la vista del sector no financiero privado en las instituciones financieras en Uruguay, que al 31 de diciembre de 2011, eran un 77% de los depósitos en moneda nacional y un 86% de los depósitos en moneda extranjera, sobre el total de depósitos de ese sector<sup>23</sup>, muestran las preferencias de los inversores e indican la falta de instrumentos financieros, en el mercado local, que satisfagan sus requerimientos de riesgo-rendimiento. Al 31 de diciembre de 2007, los depósitos a la vista representaban un 73% del total de depósitos del sector no financiero privado<sup>24</sup>. El incremento del porcentaje de depósitos a la vista entre los años 2007 y 2011 puede obedecer a la caída de las tasas de interés, a partir del año 2008. Los ahorristas pueden preferir los depósitos a la vista frente a los depósitos a plazo, dado que el diferencial de tasa de interés no justifica la falta de liquidez.

---

<sup>21</sup> Fuente: Semanario Búsqueda, 28 de junio de 2012.

<sup>22</sup> Fuente: El Observador Digital, 27 de abril de 2012.

<sup>23</sup> Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera, año 2011, Superintendencia de Servicios Financieros, BCU.

<sup>24</sup> Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera, cuarto trimestre de 2007, Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera, BCU.

A su vez, al 31 de diciembre de 2011 del total de los ahorros de los clientes residentes del sector privado (incluye familias y empresas y excluye a los inversores institucionales), un 25 % fue invertido en valores de oferta pública en el MV local y un 75% en depósitos bancarios en la plaza local. En síntesis, el ahorro bancario es significativamente mayor que el ahorro colocado por familias y empresas residentes en el MV.

Algunos agentes del mercado entrevistados afirman que el fraude de Granja Moro, es recordado por los inversores, por lo que aun actualmente son aversos a la inversión en ONs y exigen garantías. Añaden que los emisores demandan inversiones que brinden una adecuada relación riesgo-rendimiento. Por este motivo, los fideicomisos de garantía y financiero en las emisiones de ONs, han tomado especial relevancia. No obstante, actualmente hay emisores que logran, y en forma exitosa, emitir ONs sin garantías. Otros agentes del mercado entrevistados opinan que los inversores no son aversos a la inversión en ONs, dado que siendo más jóvenes, no vivieron aquel episodio de Granja Moro. Agregan que los inversores tienen interés en diversificar el riesgo, motivo que los lleva a optar por inversiones en el exterior.

Asimismo, algunos de los agentes del mercado entrevistados opinan que en épocas de turbulencias financieras como la actual, tanto los inversores como los emisores acentúan su aversión al riesgo, lo cual frena las inversiones y por ende las emisiones de deuda. A su vez, las **potenciales emisiones de valores deberían adecuarse a la demanda** en cuanto a plazos, monedas, tasas de interés y garantías. Generalmente los inversores evalúan si el instrumento a invertir tiene un **mercado secundario fluido**, pues consideran la opción de vender el valor antes del vencimiento. La baja operativa de títulos privados se debe a que la mayor parte de las emisiones son adquiridas por las AFAPs, que en general conservan los valores hasta el vencimiento<sup>25</sup>.

Algunos inversores individuales dispuestos a asumir un riesgo más alto y un rendimiento mayor, **demandan ONs de oferta privada**. Algunos corredores entrevistados manifestaron que estas ONs se emiten con garantía de fideicomisos. Estos inversores no atribuyen relevancia a la existencia de un mercado secundario fluido.

Levi et ál, en su trabajo (Levi, 2010), concluyeron que existe una importante carencia de cultura y conocimiento financiero en la población del Uruguay, lo cual deriva en el escaso desarrollo del MV. Con el propósito de suplir estos vacíos, la regulación actual exige capacitación a los intermediarios de valores y a los asesores de inversión, de forma tal que estén debidamente preparados para informar a los clientes sobre los instrumentos ofrecidos. Adicionalmente, se ha comenzado a trabajar en la **educación financiera**, con la presentación, en mayo de 2012, del Programa de Educación Económica y Financiera del BCU denominado “BCU Educa”.

Actualmente en el Uruguay, las AFAPs son los inversores institucionales más significativos. A fines del año 2011, las AFAPs, consideradas en su conjunto, habían invertido un 6.7% en instrumentos financieros emitidos por empresas públicas y privadas<sup>26</sup>. Las AFAPs han tenido y aun tienen, un fuerte interés en invertir en el sector productivo local. En los años 2002 y 2003, antes de la vigencia de la ley de fideicomisos, invirtieron en Certificados Representativos de Inversión de los sectores lechero y arrocero. A partir del surgimiento de la ley de fideicomisos, las AFAPs han tendido a invertir en ONs que cuenten con fideicomisos de garantía, y en fideicomisos financieros. El objetivo de inversión de las AFAPs es

<sup>25</sup> Fuente: Semanario Búsqueda, 26 de febrero de 2009, y agentes del mercado entrevistados.

<sup>26</sup> Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera, año 2011, BCU.

resguardar el FAP de los efectos de la inflación, por lo que aplican una estrategia de inversiones conservadora. Otros inversores institucionales son las Cajas Paraestatales de Seguridad Social, y las compañías aseguradoras. Las inversiones que estos inversores han realizado en ONs han sido muy escasas o nulas.

Finalmente, se concluye que no es la preferencia de los inversores por otros instrumentos financieros lo que condiciona el desarrollo de este mercado, sino la falta de emisores y de emisiones que presenten una adecuada relación de riesgo-rendimiento, y que incluyan garantías explícitas o implícitas. El contexto macroeconómico de los últimos años ha sido favorable para el desarrollo de proyectos de inversión que pudieran financiarse a través del MV. No obstante, ha habido pocos proyectos que recurrieron al MV.

## **9 Perspectivas de desarrollo del mercado local de obligaciones negociables**

Desde el año 2003 a la fecha, el PBI de Uruguay ha venido creciendo en forma estable. No obstante, a partir del primer cuatrimestre del año 2012, la economía uruguaya muestra indicadores de desaceleración<sup>27</sup>. Esto podría resultar en un obstáculo para la inversión productiva. No obstante, se espera un incremento en la inversión extranjera directa<sup>28</sup>, que podrían financiarse a través de emisión de ONs. En el primer semestre del año 2012, el Gobierno aprobó 371 proyectos de inversión para recibir incentivos fiscales (US\$ 984 millones), y que implicó un aumento de 69% de monto de inversión promedio por proyecto, comparado con las cifras del mismo período del año anterior<sup>29</sup>. Esto demuestra que las oportunidades de inversión existen, y que su financiamiento no se canaliza a través del MV. En sentido inverso, a nivel internacional las empresas aumentaron la emisión de bonos para aprovechar el contexto de tasas de interés muy bajas.

En Uruguay se prevén proyectos de inversión relacionados con infraestructura, que requieren de montos de inversión muy significativos<sup>30</sup>. Es esperable que los mismos busquen financiación en el MV local.

Las operaciones financieras de los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, cuando implican un endeudamiento superior a UI 85 millones o su equivalente, deberán ser autorizadas por el Poder Ejecutivo<sup>31</sup>. Esta norma da lugar a que el Poder Ejecutivo pueda incidir en las decisiones de las fuentes de financiamiento de estas empresas estatales. Hasta el presente únicamente UTE ha emitido valores en el MV local. Se critica que otras empresas estatales no emitan valores de oferta pública. En opinión de algunos actores del mercado entrevistados, la emisión de este tipo de valores dirigidos al inversor minoritario, otorgaría dinamismo al mercado, a la vez que contribuiría a que este inversor se familiarice con la inversión en instrumentos financieros que cotizan en bolsa. Se estima que gradualmente crecerían las operaciones en el mercado secundario, proveyendo de liquidez al MV.

No obstante el contexto macroeconómico favorable en Uruguay en los últimos años, el cual podría haber sido un dinamizador del mercado de ONs, se observa la utilización de fuentes alternativas de financiamiento. El financiamiento bancario ha sido y es una fuente alternativa

<sup>27</sup> Fuente: CPA Ferrere, Ec. Gabriel Oddone, Newsletter 30 de abril de 2012.

<sup>28</sup> Fuente: Semanario Búsqueda, 12 de abril de 2012.

<sup>29</sup> Fuente: El País digital, 25 de julio de 2012, [www.elpais.com.uy](http://www.elpais.com.uy)

<sup>30</sup> Fuente: Semanario Búsqueda, 22 de marzo de 2012.

<sup>31</sup> Ley de Rendición de cuentas No.18834, art. 267; publicada en el D.O. el 17/11/2011.

relevante, si bien se podría encarecer en el corto o mediano plazo. Las potenciales emisiones de valores de oferta pública de empresas del dominio industrial y comercial del Estado, podrían contribuir al aumento de la actividad en el MV. La Comisión de Promoción del MV podría desempeñar un rol fundamental para proponer acciones tendientes a dinamizar el MV.

## 10 Conclusiones y recomendaciones

El mercado de ONs en Uruguay presenta un bajo nivel de actividad. Luego del último boom de emisión de ONs registrado en los años 1996-1999, ha sido escaso el número de emisores y de emisiones de oferta pública. El fideicomiso financiero, como nuevo instrumento, ha acaparado algunas emisiones realizadas desde el año 2004 en adelante. No obstante, considerados en su conjunto -las ONs y los fideicomisos financieros-, no son una fuente de financiamiento alternativa significativa para las empresas en el mercado local.

A partir de la promulgación de la ley 18627, se introdujeron importantes cambios en la normativa vigente, que resultaron en un marco regulatorio necesario y conducente a la promoción del mercado, si bien algunos provocaron el aumento de los costos asociados a la emisión de ONs. Estos cambios no han sido suficientes para reactivar el mercado de ONs.

Se concluye que existen diversos factores que se muestran favorables para el desarrollo del mercado de ONs, en tanto otros no revisten esta característica. Sería posible revertir, a algunos de ellos, en el futuro, a través de acciones, políticas y programas de diversa índole. A los efectos de su exposición hemos distinguido:

- Factores favorables para la reactivación del MV.
- Factores no restablecidos aun (recuperación de la confianza).
- Factores no favorables sobre los cuales es posible incidir y transformarlos en dinamizadores del MV. Según sus características, será posible incidir en ellos en el corto plazo, o en el mediano y/o en el largo plazo.
- Factores no favorables sobre los cuales no es posible incidir a través de acciones, políticas y programas.

Se identifican los siguientes factores **favorables** para el desarrollo del mercado de ONs:

- **Macroeconómico**, relativo al crecimiento de la economía, a la estabilidad, y al aumento del poder adquisitivo, que han mantenido un signo positivo en los últimos años. No obstante, la economía está ingresando en la parte baja del ciclo.
- **Normativo**, debido a los cambios introducidos en los últimos años en la normativa del MV, particularmente en cuanto a las facultades de regulación y supervisión otorgadas al BCU, y las mayores exigencias de calidad y de transparencia de la información.
- **De política económica, relativa a las inversiones permitidas a las AFAPs.** El tope máximo que puede ser invertido en títulos emitidos por empresas públicas y privadas uruguayas fue aumentado, según una modificación reciente en la legislación.
- **Fiscales**, en relación a los beneficios otorgados a los emisores y a los inversores de ONs.

En el MV se hallaron evidencias de la recuperación de la confianza de los inversores, debido a que en los últimos años algunas emisiones puntuales de ONs han sido muy demandadas. Sin embargo, el número de emisores y de emisiones de ONs de oferta pública ha sido escaso. La confianza que el inversor deposita en el emisor y en la emisión puntual en el proceso de evaluación de la inversión es decisiva. En cuanto los inversores perciban una adecuada relación riesgo-rendimiento de los proyectos presentados, es esperable que encuentren la

financiación que demanden en el MV uruguayo. Se concluye que la **confianza** no se ha restablecido totalmente, evidenciándose signos positivos y negativos.

Los factores que actualmente **no son favorables** para la reactivación del mercado de ONs, esto es, no son conducentes a promocionar el mercado de ONs, sobre los cuales **es posible incidir positivamente en el mediano y/o en el largo plazo**, a través de diversas políticas, programas y acciones, son:

- **De política económico-financiera** -no se ha establecido, por parte del Poder Ejecutivo, y con relación a las empresas del dominio industrial y comercial del Estado, una política de emisión de valores de oferta pública. Hasta mediados del año 2012, con excepción de UTE, las empresas estatales no han recurrido al MV.
- **Económico, en cuanto al tamaño del mercado** -dado que el tamaño de mercado uruguayo es pequeño, hay un número reducido de grandes empresas que demanden sumas significativas de financiamiento que puedan soportar los altos costos de emisión de ONs.
- **De cultura organizacional** -algunas empresas no están preparadas o dispuestas a hacerse públicas; los requerimientos de revelación significativa y frecuente de información del emisor, así como otras normas relativas a las buenas prácticas de gobierno corporativo, exigen a las empresas contar con una estructura organizacional que soporte los requerimientos de la emisión. Algunas empresas optan por el financiamiento bancario, los fondos propios, y/o recurren a la emisión privada de ONs.
- **De carencias en la educación financiera de los potenciales emisores** -evidencias de trabajos de campo demostraron que el personal jerárquico del área financiera de algunas empresas posee escasos conocimientos de las ONs como fuente de financiamiento.
- **De educación financiera de los potenciales inversores** -la misma contribuiría a fomentar el ahorro y la inversión. El BCU cuenta actualmente con programas de este tipo.

Los siguientes factores que presentan situaciones coyunturales y/o características particulares que **no son favorables** para el desarrollo del mercado de ONs, y sobre los cuales no es posible incidir en el corto o en el mediano plazo son:

- **De mercado financiero** -las bajas tasas de interés como consecuencia de la crisis económica y financiera internacional y la disponibilidad de fondos para prestar, han conducido a que los bancos de la plaza local ofrezcan préstamos a tasas de interés bajas. A su vez, la falta de un mercado secundario fluido no fomenta la inversión en ONs.
- **De costos de emisión** -los altos costos de emisión de ONs, hacen viable únicamente a la emisión de ONs de oferta pública de montos importantes-.
- **De tradición de legislación** -Uruguay cuenta con tradición de legislación francesa de derecho civil y comercial; ha tendido a tener un sistema financiero basado en bancos y no en MV.
- **De mercado de trabajo** -el bajo índice de desempleo dificulta a las empresas la tarea de reclutar y de retener personal. Esto no contribuye ni con el crecimiento ni con el desarrollo de proyectos que demanden financiación de grandes sumas de capital y de mano de obra. No obstante, a mediados del año 2012, algunos indicadores muestran que el desempleo está en aumento.

Se plantean algunas **recomendaciones relativas a políticas, programas y acciones a emprender para incidir positivamente en la promoción del mercado de ONs:**

- **En el corto plazo:**
- **Fomentar la divulgación y la transparencia de la información de las medianas y de las grandes empresas.** Mediante el registro y la publicación de sus estados contables en la AIN, se podría contribuir a derribar la reticencia de algunas empresas a publicar

información. De esta forma, esas empresas estarían más cerca de cumplir con los requerimientos básicos exigidos a los emisores de valores de oferta pública.

• **En el mediano y/o en el largo plazo:**

- El desarrollo e implementación de proyectos de infraestructura que demanden sumas significativas de financiación podría contribuir a crear oportunidades de inversión y de financiamiento a través del MV local.
- **La emisión de ONs de oferta pública por parte de empresas estatales**, que sean dirigidas a los inversores individuales y accesibles a los pequeños y medianos inversores, podría contribuir a que un mayor número de inversores participe en el MV, lo cual favorecería la dinamización de ese mercado y en particular del mercado secundario. Sería esperable que nuevos inversores iniciaran un proceso de familiarización con el mercado bursátil. Para que el proceso sea efectivo, es esencial que los valores sean de bajo riesgo y de adecuada rentabilidad. A su vez, deberían contemplar la demanda, en cuanto a plazo, moneda, amortizaciones y garantías. De parte del emisor, honrar los contratos será decisivo para la construcción de la confianza de los inversores.
- La profundización de las políticas de promoción de inversiones, y especialmente de otorgamiento **de beneficios fiscales** para el financiamiento a través del MV, contribuiría con el crecimiento de la inversión productiva financiada a través de ese mercado. Establecer como norma que inversiones estratégicas y de gran escala para el país sean valoradas por recurrir al mercado de valores local.
- Los **programas de educación financiera dirigidos a potenciales emisores**, y tendientes a divulgar información acerca de las posibilidades de financiamiento a través del MV, así como a resaltar las ventajas de la teoría de los “servicios financieros”, podría contribuir a reducir las limitaciones que presentan algunos potenciales emisores, relativos a la cultura organizacional y a la falta de conocimientos.
- La **educación financiera dirigida a futuros y potenciales ahorristas e inversores**, incluida en planes de educación formal, podrá contribuir a potenciar el ahorro y la inversión en el MV. El programa “BCU educa” se encuadra en esta línea de acción.
- Lograr **acuerdos con socios comerciales que posibiliten el crecimiento de las exportaciones** fuera de la región y fuera de la zona euro, es esperable que contribuya al crecimiento de la economía. En consecuencia, surgirían necesidades de financiamiento de inversiones.
- Implementar políticas tendientes a superar el obstáculo de la escasez y de **capacitación del capital humano**. El crecimiento de las exportaciones y la capacitación del capital humano son los grandes desafíos de Uruguay para promover la inversión productiva.

En el presente trabajo se plantearon **las hipótesis** que se exponen a continuación:

- 1) El mercado de ONs en Uruguay presenta una escasa dimensión.
- 2) A partir de la promulgación de la ley 18627, se introdujeron importantes cambios en la normativa vigente, que incluye beneficios tributarios, los cuales resultaron en un marco regulatorio necesario y conducente a la promoción del mercado. No obstante, algunos cambios provocaron el aumento de los costos asociados a la emisión de ONs. Si bien estos cambios se consideran necesarios, no han sido suficientes para reactivar el mercado de ONs.
- 3) Existen otros factores (económicos, de tamaño de mercado, de costos de emisión y de educación de los inversores) que determinan la escasa dimensión del mercado de ONs, sobre los cuales no es posible incidir en el corto o en el mediano plazo.
- 4) Existen otros factores relativos a las carencias en la educación de los emisores, a los problemas de gobierno corporativo y a la falta de confianza de los inversores que aun no se ha restablecido totalmente, sobre los cuales sí es posible incidir en el corto y en el

mediano plazo, a través de la implementación de diversos programas y acciones, para promover una mayor actividad del mercado.

De acuerdo con lo explicitado precedentemente:

- las **hipótesis 1) y 2) se verificaron**, por lo cual **adquieren el carácter de tesis**;
- la **hipótesis 3) no se verificó en su totalidad**;
- la **hipótesis 4) no se verificó**.

**La hipótesis 3)** no se verificó en su totalidad debido a las siguientes razones:

- El **factor macroeconómico es favorable** para el desarrollo del mercado de ONs, razón por la cual no es determinante de la escasa dimensión del mismo.
- Sobre el factor de **tamaño del mercado**, es probable que **se pueda incidir favorablemente en el mediano plazo**, si bien los efectos positivos de programas y acciones podrán lograr efectos positivos más significativos en **el largo plazo**.
- Sobre el factor de **educación de los inversores**, se espera que los programas y acciones logren efectos positivos, que contribuyan con la reactivación del mercado de ONs, si bien probablemente **no se evidencien en el corto plazo pero sí en el mediano y/o en el largo plazo**.
- **Se verificó la hipótesis para el factor de costos de emisión**, sobre los cuales se cree que no es posible incidir ni en el corto ni en el mediano plazo. Esta hipótesis **adquiere el carácter de tesis**.

Efectivamente, sobre los **costos de emisión** no es ni posible ni conveniente, en principio, incidir mediante políticas. Uno de los principales costos es la tasa de interés. El nivel de tasas de interés está determinado por la coyuntura del mercado local e internacional. No se prevé la implementación en Uruguay de políticas de fijación de la tasa de interés. A su vez, otros elementos propios del valor a emitir (calidad crediticia y prestigio del emisor, plazo, garantías, amortizaciones parciales y otros) inciden en los referidos costos. Debido a estas razones, no es posible incidir mediante políticas, al menos en forma significativa, en la fijación de las tasas de interés de las emisiones de valores. En los costos también inciden otros factores y servicios que contrate el emisor para preparar la emisión y cumplir con la reglamentación. El nivel de precios de los mismos dependerá del mercado. Sobre éstos se entiende que no es ni posible ni conveniente incidir mediante políticas. Los potenciales emisores podrán influir parcialmente, en cuanto su poder de negociación resulte eficaz para obtener mejores precios. Adicionalmente, la emisión de montos significativos tiende a reducir la incidencia de los costos de emisión en el costo total de la deuda.

Finalmente, la normativa actual del MV se considera adecuada para la promoción del mismo. Se entiende que no es conveniente efectuar cambios en la referida normativa con el objetivo de reducir los requerimientos de información y de otros, de forma tal que impacte en una rebaja de costos para los potenciales emisores.

**La hipótesis 4) no se verificó** en cuanto:

- Sobre el factor de **carencias en la educación de los emisores**, se espera que los programas y acciones a emprender logren efectos positivos, que contribuyan con la reactivación del mercado de ONs, que probablemente **no se evidencien en el corto plazo pero sí en el mediano y/o en el largo plazo**.
- Sobre los problemas de **cultura organizacional y su incidencia en el gobierno corporativo**, no se cree posible incidir en el corto plazo, pero sí en el mediano y/o en el largo plazo, a través de políticas y programas.

- La **falta de confianza de los inversores** que aun no se ha restablecido totalmente, si bien no es un factor favorable, presenta algunos matices. No se cree posible incidir ni en el corto ni en el mediano plazo, si bien es esperable que se recupere en **el largo plazo**, y que incida favorablemente en una mayor actividad del mercado.

Se concluye que es esperable que el mercado de ONs de oferta pública crezca en el mediano y en el largo plazo. Es necesario que el MV continúe en la línea de un sistema regulado y supervisado como el que rige actualmente. Un posible cambio en la coyuntura del mercado financiero con relación a futuras restricciones de los préstamos bancarios, así como a un alza en las tasas de interés de éstos que no sea replicada en el mercado de valores, definiría un contexto propicio para el surgimiento de nuevas emisiones de ONs. A su vez, será decisivo contar con el impulso de nuevas políticas y programas, que tiendan a favorecer el desarrollo del MV. En este sentido, la Comisión de Promoción del Mercado de Valores habrá de jugar un papel relevante. Adicionalmente, el surgimiento de nuevas grandes empresas y/o importantes proyectos de inversión, que encuentren en las ONs una fuente de financiamiento conveniente, favorecerá el crecimiento del MV local.

## Bibliografía

- Barbosa, G., Carve, M.J. y Lecueder, C. (2004), *“Tendencias en los mercados de valores mundiales: implicancias para el desarrollo del mercado uruguayo”*, Trabajo monográfico, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Montevideo, Uruguay.
- Buscio, V., Gandelman, N. y Kamil, H., (2011), *“Determinantes del uso de coberturas cambiarias de las empresas uruguayas”*, XXVI Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.
- Cardone, C., de Loy, M. y Vittaca, E., (2005), *“Mercados e Instrumentos Financieros y sus particularidades en Uruguay”*, Trabajo monográfico, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Montevideo, Uruguay.
- De Brun, J., Gandelman, N., Kamil, H. y Porzecanski, A. C., (2007), *“El Mercado de Renta Fija en Uruguay”*, Revista de Economía, Segunda Época, Banco Central del Uruguay, Mayo 2007.
- Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (1999), *“Bank-based and Market-Based Financial System: Cross Country Comparisons”*, The World Bank Development Research Group, Finance, July 1999.
- Esteves, C. y Whitelaw, J. (2005), *“Mercado de valores en el Uruguay. Un análisis sobre la evolución de los papeles privados”*, Trabajo monográfico, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Montevideo, Uruguay.
- Garmendia, G. (2006), *“Aplicación del Fideicomiso en Uruguay. Protección de Derechos de Acreedores”*, Perfiles Latinoamericanos, enero-junio 2006, n° 027, pp. 169-191, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Distrito Federal, México.
- Gili, B. (2008), *“Seminario Proyecto: Transparencia Informativa en los Mercados Financieros”*, Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), Uruguay; [www.mef.gub.uy/documentos/2008-seminario-proyecto-transparencia.pdf](http://www.mef.gub.uy/documentos/2008-seminario-proyecto-transparencia.pdf), Mayo 2008.
- Hardie, I. y Maxfield, S. (2011), *“What does the global financial crisis tell us about Anglo-Saxon financial capitalism?”*, University of Edinburgh -Politics and International Relations- and Simmons School of Management, [www.pol.ed.ac.uk/data/assets/pdf\\_file/0005/64562/HardieMaxfieldUSUKCrisis32011.pdf](http://www.pol.ed.ac.uk/data/assets/pdf_file/0005/64562/HardieMaxfieldUSUKCrisis32011.pdf), March 2011.

IMF (2005) - International Monetary Fund, World Economic and Financial Surveys, “*Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues*” (September 2005), Chapter IV, *Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries*.

Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, (2010), *Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica*. Edición: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, Madrid, España. Impresión: Cyan, Proyectos Editoriales, S.A. ISBN 978-84-8198-824-6.

Jiménez, L. y Manuelito, S. (2011), “*América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión. Diagnósticos y Propuestas*”. Revista CEPAL N° 103.

Levi, J., Levrero, F., y Segal, A. (2010), “*La actividad bursátil en el Uruguay, en la región y en el mundo*”, Trabajo monográfico, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República, Montevideo, Uruguay.

Levine, R., (2002), “*Bank-based or market-based financial systems: which is better?*”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9138, [www.nber.org/papers/w9138](http://www.nber.org/papers/w9138), Sept. 2002.

Núñez, G., Oneto, A. y Mendes de Paula, G., CEPAL y Corporación Andina de Fomento, (2009), *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercado de capitales en América Latina*, Mayol Ediciones S.A., ISBN: 978-958-8307-76-3.

OECD (2011), “*Achieving Effective Boards. A comparative study of corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru*”, Global Corporate Governance Forum, June 2011.

Pascale, R. y Pascale, P. (2010), *En Busca de la Confianza Perdida. Hechos, Análisis Económico y Psicosocial. Consecuencias de la Crisis 2007-2009*. Ediciones de la Plaza, ISBN: 978-9974-48-175-6.

Rodríguez, N. (2010), *Mercado de Valores*, Fundación de Cultura Universitaria, 1ª edición, Julio de 2010, Montevideo, Uruguay, ISBN 978-9974-2-0762-2.

## ENTREVISTAS

BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO - *Ec. Pablo Montaldo, Presidente.*

BROU - *Cr. Jorge Perazzo, Vicepresidente, y también Presidente de BEVSA S.A.*

CONAPROLE - *Cr. José Luis Rial, Gerente Financiero.*

FANAPEL S.A. - *Cra. Irene Corral, Gerente Financiero.*

GALFIN CORREDOR DE BOLSA S.A. - *Sr. Alejandro Cabrera, Corredor de Bolsa.*

GRALADO S.A. - *Cr. Carlos Lecueder, Presidente del Directorio.*

GRUPO BURSÁTIL URUGUAYO SOCIEDAD DE BOLSA S.A.- *Sr. Daniel González, Financial Advisor.*

MEF (Ministerio de Economía y Finanzas, Uruguay), Comisión de Promoción del Mercado de Valores - *Ec. Azucena Arbeleche y Ec. Victoria Buscio.*

RENMAX Sociedad de Bolsa - *Cr. Pablo Sitjar, Director.*

REPUBLICA AFAP - *Ec. Martín Larzábal, Gerente de Inversiones.*

URRABURU e hijos Corredor de Bolsa SRL - *Sr. Ángel Urraburu, Corredor de Bolsa y ex presidente de la Bola de Valores de Montevideo.*

UTE - *Cra. María del Carmen Brandt, Gerente del Sector Financiero; Cr. Álvaro Villalba, Sub Gerente de Planificación Financiera; Cra. Lourdes Vaz, Jefe Dpto. Fuentes de Financiamiento.*

ZERBINO, Ricardo, Cr. – *Ex presidente de FANAPEL S.A. y Ex Ministro de Economía del Uruguay.*