



Desarrollo del mercado de capitales¹

María Dolores Benavente

Es un placer darles la bienvenida a estos distinguidos panelistas, en un tema que saben ustedes que nos preocupa y nos ocupa desde hace muchos años y acá tenemos nada menos que a Frank Baxter, que ha liderado este tema durante años, Alberto Estrada que tomó la posta con gran valentía, para liderar este tema y para tratar de hacer cosas positivas y a Carlos Steneri del Consejo Directivo de la Academia Nacional de Economía.

No necesitan demasiada presentación ya usted los conocen y sin más, le damos la palabra a Frank Baxter.

You can speak English if you want.

Frank Baxter

Thanks. Thank you. And thank you everybody. I see so many I faces, and I'm glad to see Isidoro.

We have a long history with capital markets. I was here in 2006 to 2009. I've commented many times that there is a great asset in Uruguay that has not been taken advantage of. And that is the entrepreneurs, the very resourceful people who are starting businesses in software and agricultural, and everything else.

But particularly in the startup phase, there was no real access to capital outside of friends and family.

I talk about capital markets and the advantage of dividing ownership into small pieces so that individuals could be involved in, and support it.

I think that there are just a number of advantages: one, it helps build the most important resource: the people can get the liquidity.

As someone who happens to do well and they want to get some liquidity, the odds are if there are no capital markets, most people don't want to buy just 20%. So, many good businesses were sold outside of Uruguay.

Frequently the individual actually investment proceeds from markets away from Uruguay.

So I think that having a chance for liquidity has many benefits. I think one thing that was done was the windmill factories, where individuals in Uruguay can take advantage of a good investment, within the country.

¹ 29 de julio de 2021

I remember hearing a story -I think was true- is that a woman, I've forgotten where she was, but out of the city, pointed to a windmill and said, "I own part of that". And that's something different.

By the way, "soy casi uruguayo siempre".

But out of the blue, Mario Bergara called me. He's a guy - and I can say something in front of him- that the word "capital" kind of bothers him. He said "you're always talking about capital markets, why don't you come down here and do something about it?"

So I went to the Montevideo Stock Exchange, and I met Pablo Sitjar, who was the President at that time, and we started trying "to do something about it". Actually I went to President Vázquez at that time and I told him what we were doing it, and he said, "Go ahead". Although you remember that Economics was not one of his strong suits, but he said, "Go ahead". And so we did a couple of things.

We had a number of meetings. We got a lady from the Milken Institute, which is a great Think Tank in Los Angeles. They're really interested in capital markets, and she came twice; and went around and talked about to everyone in the Government and the Central Bank.

We were brought somebody from the Israel Stock Exchange. That was a really good example for us, because I think Israel is about twice the size of Uruguay. I didn't check the population of Israel for a while.

As I understand it and I talked to many people here, as Isidoro, Ricardo; and as I understand it that I got a "yes" from just about everyone in the government. That is a good idea. But one thing that was needed, something that Alberto is moving into, is somebody to lead the capital market initiative.

You may or may not remember, but there was a little schism within the Frente Amplio, and they could never agree. But that just stopped. I'm just so happy that the new administration is taking it seriously. I think it's really the time to look, to move it forward. Bankers like Daniel may not like it entirely, but I think it's good for the entire country, to have more than a number of ways to finance.

I think Uruguayans are such a talented people. I mean it. I was just really surprised at how many great businesses are going on here. I think that it's really the time to try and take advantage of that; and get some momentum. I'm sorry I talked too long, but I have that strong feeling.

María Dolores Benavente

Thank you very much Frank.

Alberto Estrada

Muchas gracias María Dolores, Frank: if I'm speaking too fast, you let me know and I recap.

Primero que nada, muchas gracias por la invitación, la verdad es un placer, es un honor para mí estar participando en esta reunión. Una pequeña, muy breve presentación mía,

para orientar a todo el mundo de dónde vengo quién soy. Soy uruguayo, soy Economista, hice prácticamente toda mi carrera profesional en Argentina, fundamentalmente en el sistema financiero, fui Director de Banca Mayorista y Mercados durante casi 7 -8 años, para el BBVA en Argentina y luego dejé el Banco y fue Presidente del Mercado Abierto Electrónico, que era el mercado mayorista más representativo en Argentina en ese entonces. Luego me dediqué a unos proyectos personales y terminé, casi por una cuestión personal, queriendo devolver a mi querido país algún aporte y mi gotita de agua, intentando devolver a mi país parte de mi experiencia. Y así, terminé en reuniones con el Banco Central y el Ministerio de Economía y Finanzas, vinculadas al mundo de mercado de capitales. Y finalmente me han pedido que lidere esta agenda.

Entonces lo primero y fundamental que me gustaría transmitirles, que lo han dicho lo han repetido, lo dijo María Dolores y también lo dijo Frank, que se habla mucho de este tema hace muchísimos años, a mí lo que me entusiasma y que me llevo un poco a asumir este rol es el fuerte, muy fuerte liderazgo con que se ha relanzado esta Comisión. Es una Comisión que está creada por ley, creo que por el año 2009, así que probablemente Frank haya tenido algo que ver en ese armado y que ha tenido participación de manera muy esporádica en los últimos años: la última vez que había sesionado fue en el año 2017.

Y se ha relanzado, no solamente obviamente con mi nombramiento, con un Decreto Presidencial, sino con la participación de la Ministro de Economía, el Presidente del Banco Central, en donde hay un clarísimo mandato hacia mi persona, de que finalmente Uruguay requiere y necesita de un desarrollo de su mercado de capitales.

No solamente está ese apoyo político con un liderazgo cierto, sino que además tanto el MEF como el Banco Central, han dispuesto recursos propios para colaborar, para contribuir en estas tareas y hay una agenda concreta de temas que se piden abordar.

Entonces, lo primero transmitirles eso, aquí hay un equipo dedicado que puso el sector público y hay un fuerte apoyo político en este relanzamiento.

Lo segundo que me llamó bastante la atención, positivamente hablando, es el enorme interés y también apoyo del sector privado. Yo creo que acá nada se va a poder hacer sin el compromiso, el apoyo y el aporte del sector privado en materia de desarrollo mercado.

La Comisión, inmediatamente cuando se empezó a gestar esto, recibió innumerable cantidad de cartas y de intereses por participar y por colaborar. De hecho la Comisión se integra, están definidos por ley sus miembros, que son cinco más el Presidente. Sin embargo hemos creado un grupo asesor colateral a la Comisión, que está integrado por múltiple cantidad de representantes de distintos sectores y ámbitos, que participan en alguna medida del mercado. Eso también demuestra la pluralidad de opiniones y el apoyo que sentimos del sector privado.

En materia de temas, diría títulos para conocimiento de todos los aquí presentes, lo que estamos trabajando, yo diría que hay dos o tres temas que son sumamente relevantes y que son una manera prioritarios.

El primero y fundamental, lo mencionaba alguna manera Frank, es poder generar vehículos o más que vehículos, canales de rápido acceso de financiamiento al sector privado, sobre todo algo que es el mundo Pymes.

El financiamiento Pyme para un país como Uruguay, en donde la casuística de empresas es fundamentalmente Pymes, medianas y pequeñas empresas, poder generar canales de financiamiento adicional o complementario del bancario, a través mercado de valores en donde existen flujos de dinero con capacidad de financiar, es algo sumamente relevante.

Eso va de la mano con la creación, el empuje y el fomentar una mayor capilaridad y mayor creación de Fondos Comunes de Inversión. Estos instrumentos de ahorro colectivo evidentemente han proliferado en el mundo, son instrumentos, que no solamente acercan un manejo profesional de los ahorros al minorista, sino que además fomentan el desarrollo del mercado, en términos de demanda de productos, para que ellos puedan luego invertir.

En Uruguay, yo creo que el diagnóstico, del por qué el Mercado de Valores está donde está, es muy reiterativo, muy conocido y no vale la pena entrar mucho en ese tema. Pero sí mencionar que, con el apoyo político que mencioné antes, con un liderazgo ya previamente establecido, con el apoyo que estamos notando del sector privado también y con las condiciones que Uruguay hoy tiene como país, el desarrollo del mercado verdaderamente, es algo que debería ser factible lograr en el corto plazo.

En términos de las características del país, un par de cuestiones que me parece importante resaltar.

En primer lugar es un país con una apertura de capitales brutal y con nivel de institucionalidad único en la región. Yo viniendo de Argentina puedo asegurarles estar gratamente sorprendido con ese nivel de institucionalidad que es admirable.

Pero no solamente eso, sino que además tiene un nivel de informalidad bajísimo, entonces eso hace que todas las empresas sean susceptibles de poder acceder a múltiples canales de financiamiento, de manera ordenada.

Adicionalmente está lo que es el sistema previsional. El sistema previsional de Uruguay es un lujo, es absolutamente un lujo para una economía como el Uruguay tener un sistema previsional en el orden las 13.000 y 14.000 millones de dólares, es absolutamente un lujo. Es un activo enorme que tiene el país y que hay que saberlo cuidar, lo que además hay que también saber y creo que es una responsabilidad enorme de los gestores las AFAP, lástima que ahora María Dolores nos abandona, pero bueno ya ella podrá transmitir su experiencia también hacia abajo. Es una responsabilidad de las propias AFAP el hecho de dinamizar el mercado desde su propia posición, buscando acercar financiamiento al sector real, que indudablemente además es una necesidad que ellos tienen, porque requieren permanentemente de instrumentos para invertir ese dinero.

Adicionalmente Uruguay cuenta con algo que es una particularidad más que interesante y vuelvo un poco a los comentarios iniciales del objetivo primordial de poder generar canales de financiamiento al sector Pymes o a la economía real en general. En ese sentido Uruguay cuenta con un par de empresas públicas muy grandes y ahí la idea no es que las

empresas públicas tengan que acercarse al mercado o desarrollar mercado, sino su capilaridad, su alcance, su llegada a todo ese segmento Pymes por solamente ser clientes de ellos -imagínense cuánta cantidad de proveedores puede tener UTE- genere la posibilidad de un derrame hacia la economía real, de los canales de acceso al financiamiento que se puedan desarrollar.

Entonces eso es un activo intangible, que hay que saber aprovecharlo también y en ese sentido vamos a estar buscando acercarnos a las empresas de manera tal de poder generar esos canales.

Ya hemos hecho un par de propuestas concretas, estamos en conversaciones permanentes con el regulador y le hemos acercado ya dos o tres propuestas concretas para dinamizar ciertos sectores de mercado.

Una y fundamental es vinculada las **emisiones simplificadas de oferta pública**. Ese es un régimen que Uruguay había creado creo que por el año 2016, en el cual se promocionaba el acceso del sector Pymes al mercado de valores a través de emisión de obligaciones negociables con un régimen más simplificado, en términos de requerimientos, pero que no había tenido éxito. No había tenido éxito porque esos requerimientos, indudablemente, por más que fueran simplificados, eran aún muy elevados para el nivel de las compañías, el tamaño de las compañías y las posibilidades de emisiones que había en el país.

Entonces, hemos trabajado con el regulador y hemos presentado una nueva flexibilización, una nueva propuesta de flexibilización, con definición de Inversor Calificado, etc. que lo ha tomado muy bien el regulador. Hay algunas propuestas de modificación de leyes que se requieren, que está trabajando el regulador en ese sentido y creemos que va a ser un primer dinamizador del segmento.

Así que muy contento, muy entusiasmado, trabajando con enorme cantidad de gente del sector privado, siempre abierto a recibir propuestas, iniciativas. Quizás dejó por acá, María Dolores, para no quitar el tiempo al resto de los oradores.

Gracias.

Carlos Steneri

Buenas tardes, muchas gracias a todos, un placer estar rodeado por amigos, principalmente Frank, que hacía unos años que no nos veíamos, darle la bienvenida a Alberto, en esta nueva etapa que está liderando.

Para empezar, déjenme confesar que el desarrollo del mercado de valores, en mi caso ha sido un camino de avances, retrocesos y momentos de estancamiento. No se olviden que allá por mediados de los 90, cuando estábamos en la función pública, mirábamos con gran esperanza la creación de las AFAP, que han sido una realidad y que se iban a convertir según nuestra mirada quizás, en el disparador para tener un mercado de valores vibrante. Y no ha sido tal como pensábamos al comienzo, a pesar de todo el esfuerzo y todos los recursos que los fondos de pensión y las AFAP pusieron por el camino.

Lo cual me lleva a algún tipo de reflexión que más adelante voy a comentar.

En segundo término, también pusimos una gran esperanza en su momento, en las empresas públicas, porque allí se hacía un *matching* entre los requerimientos de las empresas públicas, como grandes captadores de fondos, inclusive reformar sus cartas orgánicas para que abrieran el capital y de alguna manera emitieran acciones, como forma de ir cebando la bomba y generando una cierta cultura de la variedad y de las posibilidades que el mercado financiero doméstico podía aportar a nuestros compatriotas.

La realidad es que muchas de esas expectativas no fueron posibles, lo cual no implica que esté negando que no hubiera avances. Obviamente que si miramos desde el año 95 al momento, el mercado ha crecido, pero no ha crecido en los volúmenes que esperábamos. No hay tampoco, como se dijo y como lo dijo Alberto, una capilaridad tal que permita que el pequeño inversor pueda acceder al mercado, porque en definitiva las emisiones en estos momentos, en su mayoría, son captadas por grandes inversores tanto locales como internacionales, pero el público en general no tiene posibilidades de hacerlo por razones diversas.

¿Cuáles pueden ser las razones? Bueno, la primera y creo que esto excede a la función de Alberto, pero creo que es un tema que tenemos que tenerlo en cuenta, es que Uruguay no tiene una cultura financiera a nivel popular, para decirlo de una manera muy llana, de cuál es el potencial tanto para un ahorrista el mercado de valores, como tampoco para las pequeñas y medianas empresas, como fuente de financiamiento.

Ahí tenemos un tema, que basta verlo, con lo que eran nuestros programas de estudio en las Universidades, donde recién ahora podemos decir que tenemos una generación de profesionales que están infiltrándose en los distintos estamentos del sector productivo y el sector público, que tienen conocimiento de este tipo de instrumentos.

Si uno preguntaba hace 30 años qué era un Bono del Tesoro emitido en un mercado internacional, un Bono global, no había idea. Yo tampoco tenía idea, porque la verdad es que en aquellos momentos recién habíamos penetrado el mercado de Bonos globales, dado que previamente el fisco se financiaba con préstamos bancarios.

Por lo tanto, parte de este lento camino obedece a razones estructurales, que vamos de alguna manera derribando, pero que son difíciles de mutar de un momento al otro. Ese es un primer aspecto: necesitamos reforzar a todos los niveles, el tema de la cultura financiera.

Frank mencionó algo muy importante, que tiene que ver también con esto, que es el apoyo político. Porque con Frank -el recordará- allá a finales 2008 – 2007, teníamos una gran expectativa de que se iba a generar un arranque del mercado de valores, muchos de nosotros estuvimos involucrados en eso, pero como mencionó Frank, no había apoyo político. Es decir, hubo un apoyo político inicial, que después por razones que desconozco se apagó y generó esto que Alberto dijo que la Comisión de valores, en la cual me tocó participar en sus primeras sesiones hasta el año 2010 que me retiré y después de ahí en

más, se apagó la luz, para decirlo de alguna manera y recién ahora se está re comenzando a hacerla funcionar.

Dicho esto, obviamente que en aquellos momentos, como dijo Alberto, había interés de los actores privados de participar, de aportar. Muchos de ellos conocían las ventajas del mercado de valores, pero de vuelta, si no hay una voluntad política y un apoyo, estas iniciativas fracasan. Por lo tanto creo que hoy se está dando otra condición necesaria e importante, con lo que acaba de decir Alberto.

En tercer lugar, y esto son reflexiones, las grandes empresas en nuestro país, son grandes empresas para nuestro país, pero son medianas en cualquier contexto internacional o hasta pequeñas empresas, podríamos decir, lo cual eso genera un tema de escala, que hace muy pesado en los costos fijos de hacer este tipo de emisiones.

Eso es compite con la facilidad de ir a un Banco conocer a el oficial de crédito, negociar y pagar capaz que algún punto más, pero no meterse en todo el engorro regulatorio que puede implicar una emisión de este tipo.

Por lo tanto, la escala ha jugado en contra y sobre todo ha jugado en contra en lo que consideramos nosotros como pequeñas empresas. Con lo cual, me afilio a lo que dijo Alberto de que hay que crear instrumentos, Fondos de Inversión que estén capacitados para aportar recursos financieros a las pequeñas empresas y a su vez financiarse con participaciones del público en general.

Creo que esta es una etapa que se ha iniciado de alguna manera espontánea, en algunas actividades, pero hay que profundizarla y yo creo que ahí juega un aspecto cardinal la regulación.

Esto es una opinión, pero es una opinión que está nutrida de comentarios que ha recibido de varios actores. Después del 2002, del cimbronazo del 2002, hubo la necesidad de fortalecer las regulaciones, obviamente las regulaciones en el sector Bancario y obviamente también eso, por la inestabilidad que podía generar, o se suponía que podía generar, también en los mercados de valores.

Con lo cual, ahí estamos en una línea muy fina, es decir la regulación tiene que proteger que no haya desvíos, pero no puede convertirse en un obstáculo. Y si uno habla con las pequeñas empresas, se encuentra que los requerimientos regulatorios para acceder a este tipo de instrumentos, les hace prácticamente imposible ir. Sobre todo a su vez cuando la mayoría de las empresas no tiene cultura financiera, no pueden pagarse un gerente financiero para que pueda operar o asesorarlos en este tipo de cosas.

Así que, mi sugerencia es que, con mente fresca, sin preconceptos, mirar lo que es necesario del marco regulatorio y sacar o alivianar todo aquello que parece excesivo.

Y a eso me refiero como ejemplo, lo que una vez escuché hace muchos años de Warren Buffett, en Estados Unidos cuando había ocurrido un problema muy serio en un gran Banco de Inversiones en el cual él tenía una participación y después fue un cuasi

interventor. Dijo una frase magnífica: para él, para evitar ese tipo de situaciones, lo importante eran pocas y buenas regulaciones y jueces muy severos.

¿Qué quiero decir? La regulación tiene que generar tales incentivos, para que el mercado sea muy dinámico, pero también decirles a los operadores, que se autorregulen, porque si cometen excesos, serán castigados sin excepciones por el peso de la ley.

Yo creo que esa regla de oro, nosotros la debiéramos estar aplicando y mirarla en cuanto a lo que tiene que ver con el sistema regulatorio.

Para terminar, porque ya está todo dicho, simplemente me atrevería a hacer dos sugerencias: en primer lugar, visto el crecimiento que han tenido los préstamos hipotecarios a nivel del sistema Bancario, quizás se podría pensar en crear mecanismos para facilitar la securitización de hipotecas, con lo cual los Bancos podrían estar facilitando o financiando a las empresas que se dedican a la construcción y después descargar esos activos al mercado de valores, a través de la securitización de los mismos, a través de instrumentos para esos propósitos. Con lo cual estaríamos generando un nuevo instrumento en un mercado que tiene una oferta escasa y estaríamos dándole al mercado de viviendas, algo que carece -a mí entender- en cuanto a los plazos, eso podrían ser plazos muy largos en los cuales los inversionistas podrían participar.

Y eso me lleva al otro tema que es el de la liquidez. Si estábamos pensando en pequeños inversionistas, esos pequeños inversionistas necesitan dos cosas, porque son pequeños ahorros que tienen para cubrir situaciones de emergencias, entonces el problema es "si necesito salirme de la inversión que tengo, ¿cómo hago?" Y aquí en Uruguay la entrada y la salida en este tipo de instrumentos es muy cara, cobran comisiones muy caras para adquirir los instrumentos y se pagan unas comisiones muy caras, o se hace dificultoso salir.

Por lo tanto, es necesario facilitar este tipo de mecanismos, para que haya un mercado secundario vibrante.

Y me animo a hacer otra sugerencia, que no es idea mía sino que la he visto por ejemplo en Brasil y esto con instrumentos de deuda pública. En Brasil después de una emisión de deuda pública, ellos tienen un mecanismo por el cual hacen recompras de deuda pública por determinados montos, para facilitarle la salida a aquellos inversores individuales que compraron en plazos largos y necesitan salirse del instrumento, o porque están pensando en hacer una inversión en otro instrumento que puede ser del sector público o privado.

Yo creo que ahí, no es una suma muy importante que debe disponer el fisco para hacer esa entrada y salida. Se puede hacer, a mi entender, con papeles del propio gobierno o también del Banco Central, más allá de sus movimientos o instrumentos para hacer política monetaria. Con eso se estaría generando una masa crítica de liquidez que le permitirá a los inversores privados minoristas tener la seguridad de que si se van a un Bono por ejemplo de Uruguay de 50 años, ya saben que dentro de un mes va a haber una pequeña ventana, en la cual ellos puedan salir por montos de 10, 15 a 20 mil dólares, con lo cual estaríamos a su vez generando una cultura de *trading*, la cual se podría hacer inclusive a través de medios electrónicos.

Yo paro para por aquí para escuchar a ver qué tipo de preguntas y reacciones tenemos de nuestros presentes, muchas gracias por todo.

María Dolores Benavente

Gracias Carlos. Ahora si les parece damos una ronda a los panelistas de primeras reacciones a los comentarios de los demás y luego pasamos a las preguntas de los participantes.

Frank, do you want to say something about Alberto's and Carlos's presentations?

Frank Baxter

I knew the presentation of Carlos before. But Alberto is doing a good job, in what can be done. The time is really right. There are so many assets, and people who are willing to start a business and this will result in jobs, and help young people. Change is hard, but I think the time is right.

Alberto Estrada

Yo por mi lado solamente transmitir y ojalá que podamos podamos contagiar el entusiasmo de Frank hacia todo el mundo, en esta nueva etapa de la Comisión y el desarrollo mercado de valores. Si logramos entusiasmar a una pequeña parte de la población uruguaya y sobre todo la gente vinculada al mercado valores y contagiar ese entusiasmo que transmite Frank, yo creo que habremos sido exitosos, así que muchas gracias.

Carlos Steneri

Entusiasmo nunca puede faltar, si no, no entraríamos en este tipo de cosas, así que adelante y camino al andar, acá no hay recetas, es camino al andar.

María Dolores Benavente

Diego Rijos pregunta: ¿Están dentro de las medidas pensadas, la apertura de los portafolios de las AFAP, el famoso tercer fondo con renta variable del exterior y renta fija el exterior para diversificar el riesgo y aumentar la rentabilidad? Creo que es de otra área, pero también toca el área tuya, Alberto.

Alberto Estrada

Hemos creado después la primera reunión de la Comisión que se hizo por abril – mayo, Surgió la iniciativa, armamos distintos grupos de trabajo con miembros de la Comisión, incluso incorporamos otra gente que no estaba necesariamente en la Comisión, armamos cuatro grupos de trabajo distintos para abarcar temas. Uno de ellos es lo que refiere al mundo de AFAP y sus límites de inversión.

Y de ese grupo han salido algunas iniciativas, aún estamos trabajándolas, estamos en conversaciones con las cuatro AFAP, con respecto a esas propuestas, claramente está el tema de poder ampliar o diversificar aún más la posibilidad de en lo que puede invertir. Yo

creo que es un tema, en principio yo estoy absolutamente a favor, pero es un tema bien sensible, es un tema político, también es un tema que como tú bien dijiste, implica o involucra a otras áreas, con lo cual me parece que no es momento de tratarlo.

Yo creo que sí tiene cuestiones muy favorables, la posibilidad de que las AFAP puedan invertir en exterior, manteniendo por ejemplo el límite que tiene actualmente inversiones en moneda extranjera, implicaría que serían un oferente natural hacia cobertura de dólar, que eso sería buenísimo para otros sectores de la economía real en el Uruguay, con lo cual ayudaría a desarrollar un mercado derivados.

Es decir hay muchas aristas con respecto a esos temas, creo que son temas que las AFAP lo conocen muy bien y se están planteando y me parece más que apropiado conversarlo, por lo cual, sí, lo vamos a estar viendo.

María Dolores Benavente

Tenemos otra pregunta, de Oscar: ¿En el caso de múltiples canales es viable pensar en ejemplos como el de AIM en Gran Bretaña o la Bolsa de Barcelona, para proyectos con necesidades de financiación?

Alberto Estrada

Yo creo que la pregunta está buenísima y la agradezco. La propuesta de una mayor simplificación para lo que es el proceso de oferta pública de emisiones simplificadas, ya existente, va en esa línea.

Lo mencionaba Carlos en su exposición: el tema de la regulación del país después la crisis el 2002, lógicamente se puso muy estricto. Eso sumado a algunos acontecimientos, ha generado una cultura anti mercado de valores, entonces hay que ir despacito, pero hay que ir caminando.

Y yo también creo y veo en el regulador una voluntad de flexibilizar esas cosas. En ese sentido, la propuesta de una mayor flexibilización va en esa línea, el tema de AIM en UK, para el *equity*, la verdad que no lo hemos abordado aún, pero no se descarta para nada.

Me parece que Uruguay tiene que tener un esquema de ese tipo, en lo que hace a su regulación, porque evidentemente las compañías, lo mencionaba Carlos también, son compañías que no tienen el nivel de sofisticación ni el nivel de gobierno corporativo que exigiría un mercado desarrollado para la cotización sus acciones, o la emisión de una deuda.

Es factible mirar y ver qué cosas tomar. Lo que tenemos de bueno es que podemos ir a mirar qué cosas han tenido éxito en los mercados internacionales y copiar, acá no hay que inventar la pólvora, hay que tener voluntad para mirarlo y transmitirlo acordemente y ver si es aplicable a la situación del Uruguay, charlando con el regulador e ir para adelante.

María Dolores Benavente

Acá preguntan: “Una de las propuestas que está bajo estudio del Banco Central, ya la comentó Alberto. ¿Se podrían comentar las otras propuestas que están a estudio del Banco Central?”

En este sentido es bien importante que participe activamente el Banco Central, en la Comisión de Valores, que eso también había sido un defecto del funcionamiento de las comisiones anteriores, muchas veces se resolvía algo y después no tenía andamiaje.

Alberto Estrada

La dinámica con el regulador, en términos de funcionamiento de la Comisión, incluso por la propia propuesta y decisión del regulador, es no querer estar en las dos sillas, promocionar y promover y regular a la vez.

Entonces, el Banco Central no participa de manera directa en la Comisión, lo que sí hay es un intercambio permanente. Yo tengo una reunión fijada semanal, todos los lunes de cada semana me reúno con el Banco Central en una reunión uno a uno con la superintendencia o eventualmente con otras áreas y ahí compartimos las cosas que vamos viendo en la Comisión de manera tal de ir las trabajando en paralelo e ir teniendo un poco el ida y vuelta de su lado, eso en cuanto al funcionamiento.

En materia de qué otras cosas se están presentando o estamos viendo en la Comisión con el regulador, en concreto se hizo una propuesta de una definición de Inversor Calificado, que es algo que yo creo que Uruguay requiere, es relativamente sencillo. Ya había una primera definición vinculada a lo que eran las emisiones simplificadas, en donde esas emisiones potencialmente estaban destinadas exclusivamente a ese tipo de inversores, pero no eran suficientemente abarcativas. Lo que hicimos fue tomar un poco las experiencias de otras regulaciones, otros mercados y *aggiornarlo* y le hicimos la presentación de esa propuesta. Ley de Fondos, la reglamentación vinculada a Fondos, habla de Inversor Calificado, con lo cual alguna definición es necesaria. Una única definición para todos los activos y después ya ir trabajando sobre qué activos son para qué tipo inversor, pero teniendo una definición clara. Esa es una propuesta en concreto que hay.

Aún no está presentado, pero estamos trabajando en todo lo que es regulación y temas vinculados a los Fondos comunes. En ese sentido -y lo mencioné anteriormente- es prioritario el desarrollo de esa industria. Estuvimos viendo un poco cuáles eran los problemas, por qué no se habían desarrollado, dónde estaban las trabas en poder generar Fondos que fueran parte de la góndola de productos financieros de los bancos, y no como una cuestión totalmente independiente. En fin, eso es algo que se está avanzando. Estamos terminando de delinear una propuesta en concreto al respecto, pero ya venimos interactuando al respecto con el Banco Central, como regulador.

Estamos en un proyecto bastante grande vinculado al segmento Pymes, de financiamiento Pymes. Desde nuestra óptica, lo primordial es poder generar instrumentos o canales de financiamiento hacia estas empresas Pymes y no Pymes, digo en general, sobre instrumentos ya conocidos. Lo mencionaba Carlos en su exposición, pretender que las

empresas uruguayas desarrollen capacidades para *aggiornarse* ellas para llegar al mercado no es el camino. El camino es que el mercado tiene que ser suficientemente accesible para que las empresas, como están hoy, puedan acceder con los instrumentos que conocen.

Entonces ahí estamos viendo experiencias que han sido muy buenas en la región, caso de cheques avalados en Argentina o el descuento de facturas electrónicas en Chile, Perú y Colombia. Chile fue pionero, después lo copió Perú y lo copió Colombia, entonces ese es otro de los aspectos que estamos trabajando.

Y lo que mencioné anteriormente también del mundo de las AFAP, que no podemos obviamente estar ajenos siendo de la magnitud que tienen y la importancia que tienen para el desarrollo del mercado.

María Dolores Benavente

¿Se prevé que empresas extranjeras puedan emitir con ley uruguaya, aprovechando la estabilidad?

Alberto Estrada

Me encantaría, no depende de mí.

María Dolores Benavente

¿Cómo impulsar el desarrollo de vehículos de financiamiento especial que capten recursos del mercado de valores y los dirijan a comprar papeles emitidos por las Pymes? Pregunta Miguel Arango.

Alberto Estrada

Eso es el mundo Fondos. Volvemos un poco a eso, el mundo de Fondos que se desarrolle, facilitar el desarrollo de eso y luego ya la propia actividad privada va a ir buscando sus propias oportunidades.

Me parece que vamos por ese lado.

María Dolores Benavente

Pregunta de Juan Manuel: ¿Se ha pensado en trabajar con las empresas públicas, para que canalicen operaciones financieras por ejemplo coberturas cambiarias a través de mercados organizados, BEVSA, como forma de fomentar el mercado de derivados?

Alberto Estrada

Si, es un tema que sale recurrentemente. Honestamente no lo hemos abordado, yo creo que hay un tema de volumen, de oportunidad, es difícil. Yo no soy muy amigo de obligar a nadie a hacer cosas que voluntariamente no quieren hacer, entonces me parece que las empresas públicas están gestionadas profesionalmente y cada uno toma las decisiones que tiene que tomar.

Indudablemente colaboraría que las empresas públicas canalizaran sus operaciones en mercados locales, sin lugar a duda, pero evidentemente el mercado local no está a la altura de las empresas públicas, lo que las empresas públicas requieren hoy.

Entonces yo creo que el desafío es poner el mercado en las condiciones para que esas empresas se sientan más cómodas, no tengo duda de que si el mercado local ofrece las oportunidades y los volúmenes y los precios que las empresas públicas requieren, sin lugar a dudas es mucho más fácil para ellos hacerlo en el mercado local que en el internacional.

No lo hacen hoy porque hasta las condiciones dadas, no me imagino otra cosa.

María Dolores Benavente

This is a question for Mr. Baxter. How would you suggest driving the minority interest of state owned companies?

Frank Baxter

Well we have one really good example with the windmills, and I think what happened first with the exchange is a lot of due diligence trying to decide whether it would be a good investment for investors and i think that's something we should take on with us. That we want high ethics in our market, so I know there were some mistakes in the past, but what the stock exchange was made pretty sure that this was a good investment and then they sold the heck out of it. Once they believed they were trying to educate potential investors; it was really so well done, and it should be that there are a lot of subsidiaries, that really can't get that access to the global markets. And to have it being financed by Uruguayans, I think it has many potential, so they would be some of my first customers that we look towards, 'cause we know the product, we can do the due diligence. And I think another access within Uruguay is within the Free Zone; to get all those bankers that are dealing with investors outside the country and investing outside of the country, let's try to find the way and have the chance for them to put a little of that money, a little of that foreign money back into our market.

María Dolores Benavente

Otra pregunta de Miguel Arango ¿Cómo impulsar que la ANDE y el Estado participen de alguna forma como inversionista promotor en los vehículos de financiamiento especial que puedan financiar a las Pymes? Va un pasito más allá.

Alberto Estrada

En particular ANDE participa de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores, y nosotros nos apoyamos mucho en su experiencia y en el conocimiento del mapeo empresarial que tiene del país. Pero no es una pregunta para mí, es una decisión absolutamente de ANDE, eventualmente si decide hacer ese tipo de movimientos.

María Dolores Benavente

Hay una pregunta de Margarita Roldós que dice que hay estudios que se han hecho de que las empresas uruguayas no tienen por costumbre usar herramientas financieras y si se ha

pensado no sólo en la capacitación del inversor, como ya se habló, sino también en la capacitación de los empresarios para el manejo de sus finanzas.

Alberto Estrada

Sí, yo creo que es una asignatura pendiente. Indudablemente sería ideal que se asuma ese rol de alguna manera, ahí hay gente muy capacitada para hacerlo, sin ir más lejos las propias Universidades.

Yo tuve la oportunidad también de participar en un Seminario que organizó la Universidad de Montevideo, que son cosas muy positivas. Está la gente también de CFA Uruguay, que tiene amplio conocimiento del tema y también puede colaborar y colabora mucho en temas de educación. Y la educación financiera es fundamental, ni hablar, hacia el empresariado como para acercar al mercado como una alternativa de financiamiento y no que se visualice como una cosa media turbia, media de cuco, como que hay una cultura popular que a veces que juega en contra.

Hoy estamos, honestamente, abocados a temas que creemos más prioritarios, pero indudablemente el tema de la educación financiera, la transparencia del mercado, el acceso a la información, es importante y en algún momento vamos a tener que dedicarnos a eso también.

María Dolores Benavente

Aquí hay unas preguntas de Bernardo Mariano que dice: “Ha sido muy importante para desarrollar los mercados de capitales los incentivos fiscales” y señala el ejemplo de Estados Unidos, entre 1800 y 1900. ¿Usted espera que el gobierno dé incentivos fiscales?

Alberto Estrada

El amigo Bernardo que nos pone a la altura de Estados Unidos al 1800, nos mató.

María Dolores Benavente

En 1870 Uruguay era séptima potencia mundial.

Alberto Estrada

Nos está comparando al Uruguay del 2021 con Estados Unidos al 1800. Es un amigo, son siempre muy incisivas sus preguntas.

A mí me encantaría, lo que hoy no es un tema que esté en agenda. Me parece que hay muchas cosas que se pueden hacer antes de llegar a esa instancia. Me parece que Uruguay, como dije antes, tiene condiciones para desarrollar sus mercados sin necesidad de un apoyo explícito del Estado en términos de incentivos fiscales.

Las propias AFAP es un pool de dinero que requiere de productos, lo que falta acá son productos, lo que falta acá son instrumentos, faltan canales de rápido acceso al financiamiento, de transformación de instrumentos conocidos en valores negociables. En fin, no veo tanto una necesidad de incentivos fiscales explícitos, sino, a mi me gusta poner

la imagen, de despejar piedras del camino para que la gente pueda caminar y andar y transitar libremente encontrando sus alternativas.

Sin ir más lejos insisto, la industria de los fondos de pensión son ávidos demandantes de esos productos. Bueno, hoy no existen y no existen porque hay piedras en el camino, hay que despejarlas.

María Dolores Benavente

Hay una pregunta para Carlos. “Carlos tu señalaste que la década del 90 y más allá se hicieron una serie de reformas y se pensó en la apertura de las empresas públicas de capital accionario, un poco también se le preguntaba a Baxter, pero no se había logrado lo que se pensaba. Dijiste que después profundizaríamos en las razones, ¿puedes profundizar un poquito en esas razones?”

Carlos Steneri

Claro, mi opinión es que hay razones que diría ideológicas, en cuanto a que hay un temor que al abrir en el capital de las empresas, aunque sea de manera minoritaria, el Estado o la sociedad pierda el control de las mismas, sin tener en cuenta que empresas como Petrobras son del Estado brasileño y tienen abierto su capital. O Pemex. Es decir, uno puede mirar todo el espectro político de distintos gobiernos, todas sus grandes empresas por razones obvias, tienen abierto su capital.

Lo cierto es que eso no lo hemos logrado y hasta yo diría que esto trasciende al propio Frente Amplio, a la propia izquierda, creo que hay un tema conservador en nuestra sociedad, que implica que modernizar las finanzas de las Empresas Públicas implica perder su dominio, implica una pérdida para la sociedad, cuando es todo lo contrario.

Y así hemos visto lo que ha pasado y perdónenme ya que viene la pregunta voy a contestar con un poco más de profundidad dando un ejemplo: parte de lo que pasó con ANCAP, fue porque sus inversiones improductivas o sus errores, los financió con crédito bancario, no tuvo que salir al mercado de valores, a mostrar sus balances, hacer un *due diligence*. Lo hizo en una negociación cara a cara entre la Empresa y el banquero, donde para un banquero, una Empresa Pública es un una cosa muy apetecible, porque por detrás del crédito, está la garantía del Estado. Ese crédito vale como no vale ningún otro crédito en cuanto a garantías, cobrando una tasa muy buena.

Por tanto esa es la realidad y pasó hasta hace muy poco.

Con el inconveniente, inclusive, de que esos créditos no se pueden denunciar, hay que pagarlos de todas maneras porque ponen en peligro la propia estabilidad del sistema. Estábamos hablando de préstamos considerables, pero que se otorgaban porque por detrás estaba la garantía implícita del Estado.

Por tanto, por todas estas razones, yo creo que una vez más trasciende a lo que hace Alberto, pero una vez más hay que empujar para que las Empresas Públicas se modernicen en su

gobernanza y lograr que por lo menos de a pasos, se modernicen en su manera de financiarse entre ellos, con la apertura de su capital accionario.

Esa es en mi opinión.

María Dolores Benavente

Hay otra pregunta: ¿Se piensa que abriendo en el capital de las Empresas Públicas solo a inversores nacionales, sería políticamente más viable? Creo que escapa a lo que estamos hablando, en realidad es un tema más conceptual porque también podríamos hablar no de las empresas públicas mismas, sino de los satélites, que ahí se rigen por el derecho privado y no habría que cambiar cartas orgánicas, pero creo que nos vamos a otro universo.

María Dolores Benavente

For Mr. Baxter. From Pablo Sitjar: during the 1980s and 1990s you were an active participant in the US high yield market, a previously illiquid asset class. Could you provide information or tell us how to get liquidity in a market like that?

Frank Baxter

I can barely remember those times. I think was done primarily by Michael Milken, is to demonstrate that a portfolio of emerging companies does better than individual big companies. Big companies are generally more likely to go down than to grow up, and I think that from a marketing standpoint if we're selling Uruguay, a group of Uruguayan companies, some of them won't do well, but a portfolio would be a very good investment, and I'm ready to be one of the first buyers. To have all this young blood in Uruguay, enthusiastic, looking for opportunities... I think would be great investors. But I'll just go back again to the quality aspect and that's one thing that we have to get the government to do, to make sure that when bankers are selling new issues, that they're telling the truth about them. They can be risky, but as long as they tell the truth about them... there has to be enforcement of that. You can have integrity in the market but it's still true, the low-cap funds generally do better than the high-cap ones. Marketing is never easy, as you all know, but I think Uruguay is a really good sell for a number of reasons.

María Dolores Benavente

Muy bien, no hay más preguntas de los participantes no sé si quieren para ir cerrando, dado que son las siete, si quieren hacer una ronda de pequeñas conclusiones.

Ricardo Zerbino

Un breve comentario. Ante todo es un gusto conocer Alberto Estrada y los mejores deseos de éxito en esta tarea que es una tarea bastante recurrente en el Uruguay y que es complicada y no es sencilla.

Yo tuve una experiencia de unos 12 años en la Bolsa, entre el 94 y el 2006, en una empresa papelera, que hizo una reconversión muy grande, cuando Uruguay entró al Mercosur. Una

papelera que tenía una escala de 50 mil toneladas año, tenía que competir con Suzano y con todas las grandes papeleras de Brasil, en el caso de Argentina, no iban al exterior, no era el riesgo.

Y hubo que hacer toda una reconversión, para lo cual el crédito bancario no alcanzaba. El Banco República tenía un tope de 12 millones de dólares, se invirtieron casi 50, de los cuales más o menos unos 30 en activos fijos, remodelación de la máquina principal de papel, compra de un sistema de estucado, para el *coated paper*. Porque el estudio de mercado daba que Chile, Argentina, Brasil, toda Sudamérica importaba los papeles estucados básicamente de Europa y Estados Unidos y era un mercado que ofrecía una especialización.

Para hacerlo breve, en aquella época estaba Urraburu en la Bolsa y fuimos entrando despacito, despacito, despacito, como dice algún verso o alguna canción. Entramos con emisiones a seis meses, tuvimos que luchar bastante -para hacerlo breve- en el transcurso del tiempo, para que el Banco Central simplificara las regulaciones, porque uno de los problemas es el tiempo que le cuesta a cualquier empresa Pyme o no Pyme, cuando en Uruguay se regula algo y eso lleva tiempo, hay que contratar especialistas y eso son costos.

Nosotros llegamos a tener unos 20 millones de dólares en el mercado de valores, habiendo arrancado a seis meses, en una época en que las que emitían aquí eran algunas empresas constructoras argentinas, no recuerdo el nombre, pero había una famosa que operaba.

Llegamos a 4 años de plazo cuando estábamos por ahí por la crisis del 2002. Allí empezamos a bajar los plazos por razones de confianza del inversor, para que pudiera tomarlas. En aquel momento iniciamos básicamente dólares, Moody's era la que nos hacía todo el control y las certificaciones y después había que hacer balances a mitad de año. Es decir la parte de operativa y de contralor es cara y obliga mucha disciplina.

Pero en la crisis en el 2002 no tuvimos ningún problema.

Uno de los problemas -María Dolores será testigo de aquella época- era conseguir que las AFAP compraran valores privados. Las AFAP estaban muy concentradas en los valores públicos, y si República AFAP no entraba, las pequeñas AFAP no entraban, porque había una especie de seguir al líder del mercado.

Como anécdota y para no alargarlo, Urraburu me llama a comienzos del 2003 pidiendo que se emitiera algo, nosotros habremos bajado al ritmo de emisión a emisiones a 180 días para ir cubriendo renovaciones y vencimientos y le dijimos que sí, que íbamos a intentarlo.

Y pudimos hacer la primera emisión que entraron las AFAP en junio del 2003, yo diría muy poco después que Uruguay hubiera firmado con los Bancos la renovación de la deuda y debido a que el prestigio de la empresa estaba muy firme - no habíamos faltado en nada- y esa emisión se hizo en UI, porque en aquel momento con el problema de la deuda, en las negociaciones, había una cláusula que Moody's exigía que era si se emitía en dólares había que asegurar que se iba a pagar, si no había acceso en el mercado, a través de la cotización que hubiera del Banco Central, de cuánto valía el dólar.

Dijimos: “Si ponemos eso en el prospecto nadie va a tomar la emisión” y dijimos “pasemos a las UI”. Colocamos 6 millones de dólares en UI de los cuales el 90% las tomaron las AFAP. Fue la primera satisfacción que tuvimos y las AFAP empezaron a moverse fuerte en el mercado. Ese año hicimos una o dos emisiones más, más adelante.

Lo que quiero señalar, después de esta introducción, es que en el correr de esos 12 años debemos haber hecho no menos de 18 emisiones entre de corto plazo, de mediano plazo y el plazo más largo que fueron seis años.

El mercado estaba totalmente favorable. La empresa nunca perdió el grado inversor a pesar de la crisis que hubo de la deuda de parte del gobierno y para nosotros fue un elemento fundamental para completar la confianza de los propios Bancos: mantener el crédito bancario en épocas de crisis no es fácil y es muy importante el poder tener un prestigio en la Bolsa y eso deberían saberlo los emisores.

Ahora y terminando, el tema del Mercado es un tema que tiene dos partes: no es solamente cómo se emiten los títulos, es tener un mercado receptor y en Uruguay no hay cultura y alguien que sabía mucho de esto, del exterior, nos dijo en una conferencia que hubo en el Uruguay, cómo se había desarrollado la confianza en Estados Unidos. El mercado americano se desarrolló a partir de las empresas de servicios públicos: los ferrocarriles, las empresas eléctricas, las empresas de saneamiento, que eran empresas de bajo riesgo, empresas que no tenían competencia externa y allí el pequeño inversor fue comprando títulos a plazos mayores, hubo un mercado que se hizo. Pero había por un lado, grandes emisores, que eran esas empresas de servicios públicos en la expansión americana, sobre todo en los periodos de crecimiento importante y por otro lado eso ayudó a que se creara la cultura del riesgo de parte del pequeño ahorrista y de los inversores locales.

En el caso de Uruguay, retomando algo que se mencionó hoy y que Carlos Steneri comentó, yo entiendo y lo hemos dicho muchas veces en distintos ámbitos, que sería fundamental que las empresas públicas pasaran a regirse por el derecho privado, manteniendo simplemente que una porción del capital, que podría ser un 20 un 25% pudiera ir al mercado, para que los particulares, el inversor chico, se entusiasmara por la responsabilidad estatal que está atrás de dichas empresas, eso no quitaría para nada la permanencia del Estado como controlador.

Si eso hubiera existido seguramente la crisis de ANCAP no la hubiéramos tenido. Perdón por la lata, pero yo creo que alguien que puede ayudar mucho desde el punto de vista del mercado comprador pequeño de los ahorristas es Ángel Urraburu, que creo que nuevamente sigue ahora al frente a la Bolsa. Gracias.

María Dolores Benavente

Muchas gracias Ricardo. Tenemos acá en el auditorio nada menos que Enrique Iglesias, si le parece don Enrique hacer las palabras de cierre.

Enrique Iglesias

Gracias, muchas gracias por darme la palabra.

Me encantó la reunión y sobre todo quiero felicitar a Alberto Estrada por el profesionalismo y sobre todo el entusiasmo que está poniendo en este tema, lo felicito sinceramente.

Yo puedo aportar simplemente en lo personal: siempre estuve vinculado a este tema desde el medioevo debo decir, porque fue en el 60 cuando administré un Banco privado y luego la larga historia de casi dos décadas en el BID, donde este tema siempre fue un tema que a mí personalmente me atraía mucho y le dimos mucha atención y pusimos muchos recursos en todo esto.

Recuerdo un poco en esa experiencia, el papel de la educación financiera. En realidad nosotros en el Banco nos comprometíamos con el prestatario en cierta manera analizábamos el proyecto, lo aumentábamos, lo bajábamos.

Ese tipo de educación financiera y la presencia de las organizaciones intermediarias, son muy importantes para las muy pequeñas empresas. Nos fue muy bien y muy mal: hemos tenido varias cientos millones de dólares en estas actividades. Pero yo creo que el tema de la educación financiera y las organizaciones intermedias que pueden hacer llegar la plata a los pequeños productores creo que con un gran papel.

No sé cómo entra en todo esto, porque no tengo experiencia, pero que de alguna forma yo cuando hablo de la educación financiera, hablo también de eso, esas instituciones que pueden llegar a los pequeñísimos productores son cosas muy importantes para sostener.

En todo caso estoy muy feliz de oír las formas modernas con que se está abordando este tema y ciertamente hay que seguir dándole todo el apoyo que merecen, porque en realidad son en el fondo los grandes contribuyentes al desarrollo futuro del país. Nada más María Dolores, muchas gracias.

María Dolores Benavente

Muchas gracias don Enrique y bueno cerrando este seminario les doy las gracias a los panelistas: Alberto Estrada, Carlos Steneri y Frank Baxter, thank you very much Frank, un amigo de Uruguay, siempre poniéndose al hombro estos temas.

A todos los invito para el próximo 4 de agosto que vamos a hacer un evento diferente con la Academia Ingeniería. La Academia de Ingeniería tiene un trabajo muy interesante sobre producción forestal y la Academia de Economía va a comentar ese trabajo desde el punto de vista de los Economistas, así que ya les va a estar llegando la invitación.

No les cuento más nada así creo la expectativa, resérvense el 4 agosto a las 18 horas.

Bueno a todos muchísimas gracias por estar acá, vamos a subir esta conferencia al canal de YouTube de la Academia.