

## Desarrollo de mercado de capitales<sup>1</sup>

### María Dolores Benavente

Buenas tardes a todos.

En nombre de la Academia Nacional de Economía les doy la bienvenida.

Como ustedes recordarán, el año pasado, realizamos un seminario sobre este mismo tema. Precisamente entonces, a un año de ese seminario nos pareció interesante refrescar los avances y compartir con ustedes esto, la idea es tener un seminario que dure más o menos una hora y media y después de las exposiciones de ellos vamos a tener la ocasión de intercambio de ideas y de preguntas, así que bienvenidos como siempre, gracias.

### Diego Stella

En nombre de la CFA Society Uruguay les quiero agradecer a todos y a la Academia muy especialmente, por la invitación de presentar a estos exponentes que tenemos enfrente nuestro. Vamos a introducirlos muy brevemente y a hacer unas preguntas que sirvan a modo de disparador para las exposiciones que ellos van a tener a posteriori, por orden alfabético, arrancaríamos el amigo Julio de Brun.

La realidad es que creo que ninguno de los tres necesita presentación, pero bueno vamos a ser muy, muy breves en eso. Julio es asesor ahora de la OPP, es asesor financiero, docente de la universidad ORT Uruguay, ex director ejecutivo de la Asociación de Bancos Privados como ustedes bien saben ex Presidente de los Directorios del Banco Central y de la Corporación Nacional para el Desarrollo. Y bueno nosotros sabíamos que como bien decía María Dolores y luego el del seminario del año pasado, quedaron algunas cosas interesantes para debatir y para ver los grados de avance, en el caso de Julio no estaba, pero nos preguntábamos algunas cosas que pueden servir como para empezar, dar el puntapié inicial.

### **¿Cuál es el papel de la OPP en el desarrollo del mercado de capitales? ¿Qué rol piensas que el Banco Central puede tener en esto de tener las regulaciones adecuadas?**

Hace un año Carlos comentaba y citaba a Warren Buffett, decía “pocas y buenas regulaciones y jueces muy severos”.

Entonces me gustaría entender ¿Qué piensas del tema concreto del Banco Central a la hora de tener pocas y buenas regulaciones y en todo caso ser severo a la hora de sancionar?

En todo caso saber si las regulaciones son un freno o contribuyen al desarrollo del mercado de capitales, también por supuesto qué oportunidades de mejora se ven en esto.

---

<sup>1</sup> 27 de julio de 2022

Creo que esto como disparador, ahora le cedo la palabra Julio y después iremos con los demás expositores.

Muchas gracias de nuevo por estar acá.

### **Julio de Brun**

Bueno primero que nada agradecer el honor a la Academia Nacional de Economía, a CFA Society de Uruguay, de poder estar dialogando con ustedes, con mis compañeros de panel, por quienes tengo mucho respeto profesional e intelectual y bueno enterándome de que el año pasado el Embajador Baxter estuvo en mi lugar veo que han decidido cambiar una potencia por otra, al invitar indirectamente a la Oficina de Planeamiento y Presupuesto a través mía o de mis relaciones con ellos.

La discusión sobre el desarrollo del mercado de capitales para mí es tan vieja como mi actuación profesional, o sea cuando me recibí empecé a ver estudios sobre el desarrollo de mercados capitales en Uruguay y después de casi 40 años de profesión he seguido viendo durante todo este tiempo análisis y diagnósticos sobre el tema.

¿Dónde estamos parados? Pues yo creo que también eso es importante, antes de decir tengo una visión positiva, o negativa y demás, yo creo que es bueno ver la perspectiva y la evolución, para saber si dadas las características del país, dado lo que ocurre normalmente en el mundo en materia de desarrollo de mercado de capitales, ver si lo que tenemos para Uruguay es razonable, está dentro de lo esperado o no, más allá de que obviamente haya metas para seguir superando.

Yo creo que este encuentro llega en un momento donde al mes de junio de este año, de acuerdo a las estadísticas del Banco Central, el circulante de valores privados ha alcanzado su máximo histórico: los 4 mil millones de dólares lo cual no es un hito menor. O sea, es cierto que es un porcentaje menor respecto del total del circulante de valores de oferta pública, porque seguimos teniendo un circulante de valor de oferta pública predominantemente estatal, pero tanto en porcentaje, pero además en volumen -y en temas de mercado capitales el volumen y el valor absoluto importa- el hecho de haber alcanzado este máximo histórico es un hito, es un hito importante a destacar.

El segundo elemento es que las tres cuartas partes son unos 3 mil millones de dólares de esos 4.000, son fideicomisos. Ya sea de deuda o certificados de participación, lo cual también habla mucho en sí mismo, o sea es el tipo de instrumento que en Uruguay hemos encontrado como apropiado para canalizar el ahorro, claramente.

Además, si uno mira la evolución de la parte privada en materia de circulante de oferta pública desde la ley de fideicomisos en adelante, justamente ha habido un desarrollo más que llamativo asociado a este instrumento.

Entonces cuando uno pone esa evolución y la pone al lado de lo que es la evidencia empírica internacional sobre desarrollo del mercado de capitales, uno ve que Uruguay está

exactamente en la trayectoria que cabría esperar en lo que es la etapa de evolución, en lo que es el tamaño del país y lo que es su evolución institucional.

Desde el punto de vista de lo que la literatura nos dice sobre elementos clave para el desarrollo de un mercado de capitales: estabilidad macroeconómica, estabilidad fiscal, cumplimiento de normas contractuales o del imperio de la ley, esas son cosas sobre las cuales Uruguay ha ido construyendo una tradición y que son sin duda pilares para que podamos hablar de la existencia del mercado de capitales.

Después, todas las demás cuestiones: la presencia del sector público, el desarrollo relativo de renta variable o *equity* versus renta fija, son también elementos que uno encuentra normalmente a nivel mundial.

O sea, el desarrollo relativo del sistema financiero respecto del mercado de capitales, de alguna manera la cuestión un poco gráfica o simplificada de lo que es la evolución del tipo de contratos a través de los cuales los agentes económicos se desarrollan entre sí siguen un patrón muy típico: caja en primeras etapas, financiamiento bancario en segundas etapas y en terceras etapas recurrir a instrumentos de mercado, normalmente primero a través de deuda y finalmente a través de *equity*.

Porque en definitiva, la construcción del mercado de capitales es una cuestión de confianza y como justamente lo señala Fukuyama en su libro *Confianza*, el capital social sobre el cual construimos nuestras relaciones, es justamente una de las explicaciones fundamentales de lo que después son los marcos institucionales bajo los cuales nos vinculamos.

En sociedades donde esas relaciones de confianza son más débiles y las reglas de juego son más difusas uno tiende a apoyarse en relaciones familiares, en sus conocidos y es mucho más reacio a generar relaciones de confianza a través de mecanismos contractuales.

En un mercado de capitales, esas relaciones de confianza, el respeto de los contratos, son elementos fundamentales, pero eso lleva tiempo y más en una economía pequeña, en una sociedad que además por sus características históricas ha evolucionado desde sociedades donde los vínculos familiares y los contactos directos han sido siempre una de las fuentes principales de generación de las organizaciones, evolucionar hacia formas más flexibles y más amplias de incorporación de capitales de terceros lleva mucho tiempo y por lo tanto no cabría esperar que Uruguay escapara digamos a esa necesaria evolución histórica.

Así que yo diría que lo que ha jugado su rol, la estabilidad macroeconómica, en lo que ha jugado su rol a través de lo largo del tiempo de tratar de lograr que los contratos sean algo que vale, la letra de los contratos sea algo que se hace respetar, está de alguna forma detrás de ese récord que estamos viendo hoy, en ese volumen de emisiones privadas. En particular el instrumento del fideicomiso financiero hace también a esa particular fisonomía que tiene nuestra sociedad. O sea, construimos confianza, pero sobre la base de ciertos contratos que hagan que los problemas de información asimétrica que son tan difíciles de resolver normalmente en este tipo de arreglos contractuales, sean algo fácilmente visible, fácilmente identificable y entendible para los distintos inversores que participan en las iniciativas de inversión.

¿Qué es lo que uno ha podido ver en la evolución del mercado de capitales en estos últimos años?

Bueno en primer lugar -que también son elementos muy fuertemente vinculados a lo que la literatura en general mostró o sea no hay nada raro en el caso uruguayo respecto de lo que la teoría diría y lo que la evidencia empírica ha ido mostrando-. Sin duda el Estado a través de lo que son sus instrumentos de financiamiento y de circulante de oferta pública es el que permite que exista el mercado de capitales, porque es el que es capaz de asumir los elevados costos fijos que normalmente el funcionamiento del mercado de capitales requiere, eso es en primer lugar.

Y desde que en los años 70 el sector público uruguayo recobró la calidad crediticia suficiente como para poder hacer emisiones de deuda pública en el mercado, es lo que permitió salvar al mercado capitales uruguayo del marasmo de décadas de inflación que lo había llevado prácticamente a su extinción hacia ese momento.

Después, además de la presencia del sector público, para que hubiera otros actores además del sector público presentes en el mercado y que de alguna manera también fueran capaces de reducir, atenuar esos costos fijos tan importantes que hay en la en el desarrollo de mercado de capitales, empezaron a aparecer los inversores institucionales. que son clave justamente en determinada etapa del desarrollo. La reforma de la seguridad social de la segunda mitad de los años 90 y la presencia de los Fondos Previsionales fueron justamente el gran actor institucional por el lado de la demanda, que generó condiciones para que gradualmente también el sector privado pudiera absorber los costos que suele suponer normalmente ingresar a los requerimientos del mercado de capitales.

El paso siguiente en la evolución que llevó más tiempo conformarlo hasta que tuviera alguna forma operativa de poder llegar al público en general, fue la presencia del sector privado en el financiamiento de la infraestructura del sector público, ya no solamente el financiamiento directo al sector público a través de la emisión de deuda, sino a los operadores privados que trabajan en proyectos de infraestructura pública, que son normalmente y sobre todo en un país pequeño, son los proyectos de inversión más grandes que por su escala son factibles de poder ser canalizados hacia el mercado de capitales.

Eran esos y no otros, los que naturalmente iban a tener que ser los proyectos de inversión que el mercado de capitales de Uruguay de alguna forma debía canalizar. Pero para eso se precisaban dos cosas: se precisaban los instrumentos apropiados y ahí la ley de fideicomiso de alguna manera superaba alguna de las restricciones que planteaba la ley de fondo de inversiones previa, como para que los flujos de fondos generados por los proyectos de infraestructura se pudieran transformar en estructuras de *project finance*, que finalmente pudieran ser volcadas al mercado y además del lado de la demanda, del fortalecimiento del lado de la demanda que ya estaba por el lado de los fondos de pensiones, había que desarrollar también el *supply side* que también es importante en todo mercado de capitales.

O sea uno no uno no imaginaria lo que es el mercado de valores norteamericano, los mercados de valores en Europa sin la presencia de los Bancos de inversión. Los bancos de

inversión son fundamentales para la creación de los instrumentos que en definitiva se vuelcan a la oferta pública.

Uruguay, curiosamente, más allá de que la regulación prevé desde hace ya mucho tiempo la existencia de los Bancos de inversión, curiosamente nunca nadie, ninguna entidad asumió o se instaló en Uruguay con ese rol. En mi actividad profesional muchas veces traté de convencer a muchos que querían venir a Uruguay. Parece como que era el sueño de todo mundo tener un Banco, entonces viendo lo que es la regulación bancaria y los problemas habituales de costos del sistema bancario, le decíamos “No, no lo que a ti te convendría es un Banco de inversión que se adaptaría mucho mejor algo que tú quieres hacer en Uruguay”. Pero bueno, por distintas razones eso nunca se dio.

Entonces ese rol del *supply side* en Uruguay se venía cumpliendo imperfectamente por una serie de actores, que no deberían ser propiamente esos Bancos de inversión, a veces los Corredores de Bolsa eran los que estructuraban productos, a veces los propios Fondos de Pensiones actuaban como estructuradores de producto -lo cual en algún momento genera una especie de conflicto de intereses o sea ellos participaban en elaboración de un producto que después finalmente ellos mismos podían terminar comprando-, cuando aparecieron los fideicomisos y se generó la figura del fiduciario y las administradoras sobre todo de fideicomisos financieros, en algunos casos esos fiduciarios también empezaron a jugar una suerte de rol de Banco de inversión, tratando de acercar las ideas de algunos inversores a lo que pudieran ser las necesidades de inversores institucionales y crear el producto a medida.

Pero en definitiva era una cosa donde la gente no hacía solo su rol propio, sino que se metía en ese rol de *supply side*, con eventualmente los conflictos de interés en el medio.

Después de todo un largo tiempo en Uruguay finalmente apareció una figura de algo que es un banco de inversión, pero que no se lo llama como tal, que termina siendo el gestor de un fideicomiso pero cumpliendo buena parte de de lo que son las funciones propias de un Banco de inversión, que es el caso de CAF-AM.

Cuando yo fui presidente de la CND me acuerdo que uno de mis objetivos, una cosa que yo veía que debía hacer, era justamente fomentar la creación de un fondo de infraestructura para justamente financiar proyectos de inversión en infraestructura en Uruguay. Quince años después, aproximadamente, es en esencia lo que termina siendo hoy por hoy CAF-AM, con la instrumentación de lo que es el financiamiento de la participación público-privada en instrumentos de oferta pública.

Entonces y podemos decir estas cosas con nombre propio, porque es están chico el mercado de capitales uruguayo que si tenemos cuatro o cinco actores fundamentales, como *demand side* y un actor con un rol definido en el *supply side* y todo lo que pueda después generarse como adición a eso es justamente, yo creo, el modelo a seguir.

O sea, lo que tenemos hoy por hoy en este crecimiento que vemos en estos últimos años en materia de instrumentos privados de oferta pública, sin duda está dominado por todo lo que se ha volcado al mercado de capitales en materia de financiamiento de proyectos de infraestructura.

Obviamente, en todo lo demás que no sea proyectos de infraestructura, las carencias que tiene el mercado uruguayo son justamente las carencias asociadas a la ausencia de este tipo de actores fundamentales: no tenemos proyectos de otras características volcados al mercado de capitales simplemente porque no tenemos al agente especializado en la generación de esos productos y su transformación en un producto que pueda ser llevado a la oferta pública.

Yendo a las preguntas que me hacían al principio, ahora que tengo al Jefe presente (Ec. Isaac Alfie) probablemente él pueda aportar más de lo que yo puedo decir. Primero me decían qué rol puede hacer la OPP en materia de desarrollo del Mercado de capitales. Simplemente como asesor y no dando una versión oficial, la Oficina de Planeamiento y Presupuesto hace lo que ha hecho siempre, o sea como oficina coordinadora dentro del Estado y con un rol focalizado justamente en la inversión de largo plazo y en la instrumentación del proyectos de desarrollo para el país, lo que hace fundamentalmente es tener una carpeta de proyectos viables y de capacidad de que el sector público ejecute esos proyectos y los pueda llevar delante, para que eventualmente, un tercero verdad les pueda dar el financiamiento adecuado y volcarlos.

No es propio de la institución estructurar el financiamiento de proyectos de inversión, si claramente es la posibilidad de que las ideas de inversión que existen en distintas áreas del sector público, sean evaluadas en primer lugar, cosa que no es menor, no es un problema menor en Uruguay o sea tener una evaluación clara de lo que es el impacto de las distintas ideas de inversión que pueda haber en el sector público, llevarlas a un nivel operativo ejecutable. Segundo tema que no es menor, en la capacidad también de lo que es la administración pública de no solamente imaginar proyectos, sino además también llevarlos a algo que se pueda ejecutar, acompañar el proceso de elaboración de esos proyectos para que puedan ser ejecutados por los contratistas de obras y demás y en todo ese contexto, darles la coherencia suficiente como para que ahí sí sean financiables por los distintos agentes del mercado.

Eso es básicamente lo que hace la OPP en su labor de coordinación con las principales oficinas del Estado, las entidades agencias del Estado que llevan adelante la inversión pública, llámese las Empresas públicas y dos o tres Ministerios clave en el proceso de inversión, como son sin duda por ejemplo el Ministerio de Transporte, el Ministerio de Viviendas.

Como ex Banco Central, que fue la otra pregunta, hay una larga discusión sobre si el Banco Central como regulador debe ser al mismo tiempo promotor del Mercado de capitales. Porque por un lado es difícil regular algo que no existe y ciertamente muchas regulaciones se han llevado o pueden generar de alguna manera, cierto temor de estar poniendo la carreta delante de los bueyes y la generación de costos que implica finalmente, evitar que el propio mercado se desarrolle.

Pero no quiero entrar ahora en detalle de qué cosas hay que regular, cuáles no, dónde hay demasiado, dónde hay poco, en todo caso en las preguntas lo podemos elaborar un poco más. Lo que está claro es que hay cuestiones que el Banco Central tiene que tener en cuenta en su proceso de regulación y son: uno la estandarización de procedimientos, o sea cuando uno compara con lo que han sido, cuando es los que alguna manera con los que hemos tenido la oportunidad de vivir por el proceso de registro de instrumentos de oferta pública en otras jurisdicciones, una de las cosas con las que uno se encuentra es justamente con esa

estandarización. Uno sabe que determinados contratos, escritos de determinada manera, con determinadas características, llevan un proceso de aprobación y de revisión por parte del regulador sujeto a unos plazos que son, por lo general, bastante limitados porque ya se sabe por parte de regulador qué es lo que va a estar en cada uno de esos contratos.

Podrá ser una emisión de deuda de la República Oriental de Uruguay, una emisión de deuda de una empresa automotriz norteamericana, pero la esencia del aspecto contractual es básicamente la misma, son cuestiones estandarizadas y por las cuales el regulador en lo que se focaliza es precisamente en los elementos por los cuales éste considera que un determinado emisor está en condiciones de salir al mercado o no, ya sea por sus antecedentes, por sus balances, por lo que sea y a su vez por la redacción de un contrato que uno ya sabe que bajo esas cláusulas se respeta en general, lo que son los usos y costumbres de ese mercado.

Yo creo que eso es algo que en Uruguay todavía está pendiente. O sea cada proceso de emisión de instrumentos de oferta pública es un instrumento nuevo de por sí y uno puede ir exactamente con el mismo contrato, el mismo prospecto de emisión, cambiando algunos nombres, algunas cosas respecto de la anterior y va a tener un proceso de revisión donde le van a hacer cambiar muchos de esos elementos del contrato y uno sabe bien que no se le se dirá “esa cláusula estaba en el anterior”. Este tipo de comentarios no se dará.

Entonces porque eso hace a los tiempos y los tiempos hacen a los costos de lo que es una emisión. Es tan importante disponer de financiamiento como disponer de financiamiento en el momento adecuado. Si no preguntan a los que estaban buscando financiamiento hace seis meses con una cierta curva de rendimientos y lo que ha ocurrido seis meses después, o sea cambian tanto los mercados en un período de tiempo tan corto que cualquier demora en el proceso justamente puede hacer que una emisión que era viable hace seis meses hoy ya no lo sea. Yo creo que ahí hay un tema sobre el cual seguir trabajando y sobre el cual se pueden seguir haciendo mejoras.

¿Que son altos los costos de emisión? Eso que es cierto en Uruguay, es cierto en todas partes del mundo. El mercado de valores no es un mercado para empresas pequeñas. Para empresas pequeñas tenemos que pensar soluciones específicas en todo caso si lo que queremos ir al mercado de valores con ellas. Existen en otros países instrumentos que concentran las emisiones de capital de empresas pequeñas y que de alguna manera actúan reduciendo o absorbiendo mucha parte de esos costos fijos. Pero, en definitiva, todos sabemos que el mercado de capitales requiere de escala y las emisiones para superar todo lo que son estos procesos requeridos por el mercado capitales, justamente tienen involucrados altos costos que hacen que por eso haya un nicho natural para determinados agentes, como pueden ser los bancos y hay otro nicho natural para otros agentes, como pueden ser las empresas de gran tamaño y demás.

Yo creo que, mirando hacia el futuro, el principal desafío para el Mercado de valores uruguayo es su internacionalización o sea ¿Cuáles son los elementos que tiene que empezar a aportar nuestro Mercado capitales para empezar a ser una referencia regional? Yo creo que las distorsiones que tiene hoy la región le siguen dando Uruguay una ventaja importante, que la tiene desde hace muchos años pero que nunca la ha logrado capitalizar. Creo que ese es otro tema sobre el cual también deberíamos reflexionar y justamente poder potenciar a Uruguay

como una plataforma de financiamiento, no solamente de proyectos locales sino también de proyectos de escala regional.

Por aquí dejaría la presentación. Muchas gracias.

## **Diego Stella**

Muchas gracias Julio por la presentación.

El siguiente orador es Alberto Estrada. Es el Presidente de la Comisión de la Promoción del Mercado de Valores. Tampoco necesita presentación: tiene más de 25 años de experiencia en el mercado financiero argentino, donde se desempeñó como director de Mercados, Corporativa y Banca de Inversión en BBVA y como gerente general del Mercado Abierto Electrónico, entre otras responsabilidades.

Alberto hace un año comentaba en el Seminario que hemos tenido este con la Academia Nacional de Economía, que habían elevado al regulador ciertos proyectos de inversión, proyectos de reformas relacionados con este tema de Fondos comunes de inversión, Emisión simplificada de oferta pública e Inversión calificada, entre otros.

Acaba de anunciarse recién, el 25 de julio, que el Banco Central modifica la normativa para la emisión de valores de oferta pública en régimen simplificado, o sea que tenemos recién sacado del horno ese el proyecto de marco regulatorio normativo.

Queríamos saber por supuesto, qué grados de avance han visto en este último año y como disparador también vamos a tirar un par de cosas más: la necesidad de generar más vehículos de financiamiento, principalmente para las Pymes, para el sector de empresas pequeñas y medianas.

También me comentaban que se logró plantear incentivos tributarios a invertir en pesos y en UI y aparentemente eso estará vigente, si se aprueba en la rendición de cuentas, o sea que tal vez sería interesante de repente profundizar este sobre esos temas.

Muchas gracias.

## **Alberto Estrada**

Muchas gracias por la invitación. Es un placer y un honor estar acompañado por estas enormes personalidades. Tendría que haber revisado un poco más lo que dije el año pasado, por las dudas, para saber si meto la pata.

Voy a tratar de seguir un poco el hilo de lo que presentaba recién Julio, para darle un poco de continuación a los temas. Estoy muy de acuerdo en muchas cosas que decía Julio con respecto a la posición en la cual se encuentra Uruguay hoy, en cuanto a su desarrollo de Mercado y agregaría si se quiere, particularmente en esta etapa, algo que si yo he visto y es la razón por la cual me sumé a este proyecto de liderar la Comisión de Promoción de Mercado de Valores, que es una decisión política e indudablemente cualquier reforma que uno quiera implementar,



cualquier incentivo o cualquier camino que quiera trazar a nivel país, a nivel mercado, requiere de una decisión política.

Y eso fue lo que en particular a mí me impulsó a sumarme a la Comisión. La Comisión -que aclaro, por las dudas para quien no esté muy enterado- no es el regulador de Mercados. Es una Comisión de promoción y está integrada -está en la ley y estamos cumpliendo con lo que establece la ley- por 12 miembros el sector privado, o sea gente que está vinculada al Mercado, que aporta sus ideas y sus conocimientos para llevar adelante propuestas de reforma siempre orientadas, siempre vinculadas a una idea de negocio en particular.

Cuando me invitan ya a principios del año 2021, yo me sumé obviamente y siempre como uruguayo que soy, por más que tenga muchos años de experiencia de mercado argentino que no es poco, y suma creo que como 75 o 60 millones en algún otro lugar del mundo, la verdad que lo primero que me nacía a mí, era un poco lo que acaba de decir Julio: esa potencialidad de Uruguay como país por su institucionalidad, de transformarse en un *hub* regional de Mercado de valores. Y yo lo sigo sosteniendo: para mí Uruguay tiene esa potencialidad, tiene esa oportunidad, requiere de la decisión de hacerlo y eso es un poco lo que estamos intentando llevar adelante.

Lógicamente, para llegar ahí tiene que pasar muchísima agua bajo el puente y para empezar a llegar a una cuestión regional tenemos que empezar por ser un mercado local.

Entonces, retomando poco lo que decía Julio, también voy a hacer brevemente un repaso del diagnóstico que se hizo en su momento, para también ejemplificar un poco en números, esa potencialidad.

Si uno mira del lado de lo que podría ser la demanda de productos financieros, es decir los ahorristas uruguayos particularmente, uno ve que el Uruguay tiene un sistema bancarizado, enormemente bancarizado, o sea el nivel de depósitos que tiene Uruguay, depósitos privados aclaro, que además es como el 95% de depósitos totales, eso ya de por sí es algo bastante increíble. Depósitos privados sobre el Producto Bruto está en el orden 65%, de eso, el 85% es vista y además de a la vista, prácticamente la enorme mayoría de esa vista es en moneda extranjera.

Es decir, si uno mira nada más que los saldos vista a tasa cero, que mantienen los uruguayos en el sector bancario local, representa aproximadamente el 42% del Producto Bruto, es decir hay indudablemente, una potencialidad de rentabilizar los ahorros uruguayos.

Por otro lado, tenemos las AFAP, enorme, enorme, gigante activo del país, de los uruguayos como todos, yo creo que es un activo que hay que saber cuidarlo, hay que saber administrarlo, y hay que mimarlo también, porque representa el 30% del Producto Bruto uruguayo, es un capital enorme, es un capital que además tiene que hacerse valer y tiene que rentabilizarse para las generaciones futuras y para darle sustento a generaciones mayores.

Ese es un activo muy importante, del 30% del Producto, que cuando uno analiza la cartera cómo está invertida, no más del 21, 22 % de la cartera está destinada a financiar -a través de instrumentos más de mercado de capitales- a financiar emprendimientos privados, es decir si

se suma Obligaciones negociables y Fideicomisos financieros, veintipocos por ciento de la cartera está destinado a eso.

Entonces de nuevo, tenemos una demanda por parte de los ahorristas uruguayos, hay una demanda también en el Sistema previsional, que a su vez genera que ese flujo de dinero vaya hacia el sector real y por otro lado tenemos los sistemas bancarios, esta bancarización siguiendo un poco lo que decía Julio, en lo que son los pasos de desarrollo de mercado, el mercado bancario también financia al sector privado.

Ahora, cuando uno analiza cuánto es el nivel de crédito que tiene el sistema bancario hacia la economía real, no es poco, pero mirando más en detalle y yendo más a sectores de pequeñas o medianas empresas pasa a ser relativamente pequeño.

Es decir, que el mercado de valores hoy no está financiando la economía real del Uruguay. Sin embargo, hay una potencialidad enorme de rentabilizar los ahorros que están en el país.

Entonces, es un poco el desvele de cuando arrancamos con esto de la Comisión, era decir “Bueno, tenemos que buscar formas de que desde el mercado de valores se financie la economía real y de esa manera rentabilicemos los ahorros que están en el país. Todavía ni siquiera metiéndonos en el mundo de internacionalizar al Uruguay, ni siquiera a los emisores uruguayos o invitando a inversores extranjeros tampoco, sino que pensando exclusivamente en cómo tenemos el sector bancario que ya financia al sector real, a la economía real, tenemos a las AFAP que financian al sector real, pero que sin embargo sigue habiendo un flujo enorme de dinero ahí que requiere de rendimiento y que podría canalizarse hacia ese financiamiento de economía real.

Y ahí es donde armamos un plan y el plan estuvo orientado, si se quiere, en varias como columnas: una columna era la oferta pública. Indudablemente decir: “bueno ¿cómo mejoramos?” o “¿qué tenemos que revisar de la oferta pública?” y ¿por qué tengo que revisar la oferta pública en cuanto a cómo estaba estructurado en el país? Porque analizando el mapa empresarial uruguayo uno mira -tenemos acá mucha gente que sabe mucho más que yo pero por las dudas me puede corregir- y hay casi 200 mil empresas registradas en el Uruguay pero solamente hay unas 1.200, 1.250 empresas que emplean a más de 100 empleados.

Es decir Uruguay por definición es un país, una economía chica en términos internacionales y sus empresas lógicamente son empresas de menor porte. Consecuentemente, pensar en emisiones de oferta pública de escala como la que hacía mención hace un rato Julio, obviamente complica, complica la potencialidad de ese desarrollo porque difícilmente una empresa pequeña puede acceder a un mercado de valores que requiere una transformación interna muy grande, que además debe asumir costos importantes en términos de oferta pública, de poder salir al mercado, para lo cual tendría que hacer emisiones muy grandes de alto valor, de volumen muy alto para poder licuar, entre comillas, esos costos de emisión y consecuentemente cerrar. Y vayamos a la próxima alternativa porque esto no camina, no camina por costos, no camina por tamaño, no camina por los tiempos, etc.

Entonces fuimos a ese primer pilar que era decir: existía ya una regulación que de emisiones simplificadas que el país tenía, que el Banco Central había emitido y que sin embargo en el año

2016, (Patricia cualquier cosas me puedes ir corrigiendo, tenemos acá gente del Banco Central así que me va a ir apuntalando, o poniendo cara fea eventualmente) y dijimos “bueno pensemos esto de nuevo, ¿qué cosas no están funcionando en estas emisiones simplificadas por las cuales no hubo emisiones simplificadas?” Aunque sí la idea era buena y sí ha sucedido en otros países, donde hay enorme cantidad de ejemplos de incluso mercados que se han armado para las empresas más chicas, para que las empresas más chicas accedan al mercado valores, como por ejemplo, sin ir más lejos en Inglaterra y con éxito.

Bueno lo que se hizo fue repensar ese marco normativo de emisiones simplificadas, pensando en cómo reducir costos y cómo reducir tiempo de aprobación.

Y hoy yo estoy muy contento porque pasó un tiempo lógicamente, pero hay una normativa ya, que se aprobó la semana pasada. Yo soy personalmente muy optimista al respecto, porque además la normativa sale casi textual de lo que se propuso desde el seno de la propia Comisión. La Comisión está integrada por las Bolsas, la Bolsa de Montevideo, BEVSA, UFX, está integrada también por AFISA, está integrada por gente de ANDE, está integrada por gente que representa a los Corredores, es decir hay un núcleo, son doce los participantes, de personas que están muy vinculadas al mercado que fueron con los que de alguna manera, estuvimos revisando esa normativa que ya existía y presentamos una propuesta de Banco Central, que acaba de ser aprobada. Así que veremos.

A su vez, cuando analizamos un poco el mercado, veíamos que sí había una demanda por financiar determinados proyectos, pero que esos costos de oferta pública hacían que fuera inviable por costos y tamaño necesario y entonces se canalizaba siempre como oferta privada.

Indudablemente si podemos, como acá ya me pongo un poco del lado de lo que sería el regulador Banco Central, transformar ese volumen de oferta privada en oferta pública lógicamente sería un beneficio tanto para el inversor como para el emisor, porque le daría una transparencia indudablemente mayor. Hoy la oferta privada está restringiendo la cantidad de inversores, entonces no se sabe cuáles son los precios a los cuales se emite, no hay referencia de tasas. Yo creo que ahí si logramos bajar los costos de aprobación de emisión para la oferta pública en este régimen simplificado, puede haber una mayor cantidad de potenciales emisores de volumen chico que vayan hacia la oferta pública y no hacia las emisiones privadas.

Entonces, fue un primer pilar que lo hemos logrado, o sea, ha salido aprobado con lo cual yo ya por ese, lado estoy más que satisfecho. Lógicamente ahora nos toca la parte de la promoción, la difusión, creo que estos eventos sirven y mucho. Y bueno, acá invito al sector privado a que haga difusión, que colabore en esta difusión de esta nueva normativa. Porque si no, no vamos a saber si no funciona porque no supimos difundir bien o porque lo que sacamos no era bueno.

Así por ejemplo, si hablamos de Chile, que es un mercado altísimamente desarrollado, en términos de *market cap* de empresas cotizantes contra Producto Bruto, estamos hablando de arriba del 70%. Entonces es un país desarrollado que además desarrolló una industria para el financiamiento a empresas Pymes a través de un instrumento que Uruguay ya tiene: las facturas electrónicas.

Lógicamente, es extraordinariamente difícil de implementar, vuelvo a las palabras de Julio que no solamente hace falta tener buenas ideas, sino que además después hay que ejecutarlas e indudablemente esto en particular a mí me tiene muy entusiasmado y me estoy tomando más de mis 20 minutos en hablar de este proyecto en particular, porque yo creo que es, como dicen los norteamericanos “*deal breaker*”, esto es lo que cambia la ecuación del mercado de capitales del Uruguay para la economía. Donde vincula el mercado de valores con la economía real del Uruguay, si logramos en Uruguay generar un mercado de este tipo.

Porque esto generaría que en lugar de tener un mercado bancario donde el *factoring* es tímido dentro de lo que es su cartera de financiamiento, donde las empresas de *factoring* son pocas, generaría que se desarrollen más empresas de *factoring*, aparecería la mayor capilaridad con respecto a ese financiamiento, sabiendo que después se puede descargar, generaríamos fondos comunes que podrían comprar esas carteras, el inversor minorista podría diversificar comprando esas facturas. Y además Uruguay tiene enorme potencial para esto y si uno mira cuántas serían las empresas deudoras, bueno ya empezamos con las principales empresas del Estado, que serían las que tienen enorme capilaridad desde el punto de vista de proveedores. O sea: OSE, ANCAP, UTE, el propio Estado como contratista y la capilaridad que tiene en términos de llegar a proveedores y eso entonces implica que el análisis crítico que yo tengo que hacer a la hora de comprar esas facturas es relativamente bajo, fácil y a una tasa del Gobierno.

Entonces yo estaría financiando, siempre pongo el mismo ejemplo, estaría financiando el electricista de Treinta y Tres a tasa del Gobierno nacional, porque estaría comprando la factura de UTE.

Imagínense lo que puede llegar a hacer eso en términos de potencial hacia la economía real: poder ampliar enormemente la financiación desde el mercado de valores, a través de un instrumento que ya funciona, ya es conocido, ya es utilizado y ya tiene una ley y está encaminado.

¿Por qué no es tan fácil? Porque requiere de varias cosas, que después si quieren profundizar profundizamos, pero no quiero sacar tiempo a Carlos. Adelanto que requiere algunos cambios importantes que hoy no están contemplados. A mí me tiene entusiasmado ese el proyecto si se quiere, o la idea, una idea estamos trayendo, estamos intentando copiar lo que otros países han hecho con éxito. Creo que puede realmente revolucionar el impacto hacia la economía real, en una economía -de vuelta- del tamaño Uruguay, con el tipo de empresas del tamaño que tiene Uruguay, desde el mercado valores.

No quiero ampliar mucho más, pero otros temas que estamos viendo en la Comisión es la Internacionalización, estamos viendo cómo Uruguay debe de alguna manera pasar a ser *euro clear*, por ejemplo, para tener vínculos con el mundo internacional. Tiene otra potencialidad, otra oportunidad enorme que es que tiene una zona franca con asesores de inversión sentados ahí que administran prácticamente el equivalente al 50% del Producto Bruto uruguayo, obviamente en cuentas internacionales, afuera. Pero están sentados cerquita de acá, con lo cual, cualquier cosa que pasa en el país es más fácil para ellos eventualmente ver cómo poder invertir y manejar esas carteras hacia activos que se puedan emitir en el país.

Y ahí vuelvo a la regionalización: imagínense que en lugar de que Petrobras o YPF, o cualquier empresa latinoamericana que quiera hacer una emisión de un bono y vaya a mercado internacional en Estados Unidos, pudiera hacerlo en Uruguay. Que esos señores pudieran participar de esas emisiones como *hub* regional, la potencialidad para Uruguay en ese sentido es gigantesca.

Temas como las finanzas sustentables: Uruguay ha firmado sus convenios y se ha integrado al mundo, digamos, en esos compromisos, entonces a eso también le estamos poniendo una agenda dentro de la Comisión.

Y por supuesto la educación y difusión de todas estas cosas, que me parece que es lo clave para que estas cosas puedan tener éxito.

Me encantaría pues este recibir las preguntas que quieran y ampliamos en los temas les parezca pero, por respeto me parece que tengo que pasar a Carlos.

### **Diego Stella**

Bueno gracias Alberto, muy interesante.

Carlos Steneri tampoco necesita presentaciones: Académico Director de la Academia Nacional de Economía, ex director de la OPP, de la unidad de gestión de deuda del Ministerio y actualmente ejerce como conferencista en foros nacionales e internacionales y consultor de entidades financieras multilaterales.

Carlos hace un año nos señalaba las dificultades o ciertas dificultades que se han dado, que se han presentado a lo largo del tiempo para el desarrollo del Mercado de capitales. Creo que una pregunta disparadora tendría que ir por este lado: si se entiende que se ha logrado algún tipo de avance, en función de los comentarios también vertidos ahora por Julio y Alberto.

También decía que una frase famosa de Warren Buffett era que el mercado tenía que tener pocas y buenas regulaciones y jueces muy severos. Entonces un poco por ahí, tratar de ejemplificar si cree que la regulación actual genera incentivos para ir en esa línea.

Y nos hacía dos sugerencias concretas que tienen que ver en cuanto a la securitización de hipotecas y la facilitación de la entrada y salida para pequeños ahorristas, por el lado de generar la liquidez en el mercado, para que eso se efectivice.

Entonces también nos interesaría saber un poco qué opina, si en este último año se avanzó un poco en esa línea por lo menos.

Muchísimas gracias Carlos.

### **Carlos Steneri**

Muchas gracias. Obviamente es un honor compartir este panel y ahora mirando quién nos acompaña: Julio y Lito, estaba pensando qué estábamos haciendo 20 años atrás, a estas horas. Más allá de la anécdota, apunta a algo que dijo Julio que me parece muy importante y que está en la base fundamental de un mercado de capitales que es la confianza. Lo que se hizo en

aquel momento era justamente tratar de preservar la confianza que tenía el país y su institucionalidad en el cumplimiento de las leyes, tema que Julio mencionó; porque en definitiva, cuando esas cosas se resquebrajan todo lo que uno pueda hacer desde el punto de vista regulatorio, de incentivos fiscales, no tiene sentido o paga un costo muy alto desde el punto de vista de las transacciones que de alguna manera imposibilita el desarrollo pleno de un mercado de capitales.

Así que bueno, dada esa coincidencia voy de el directo al punto de las preguntas que aquí se hicieron.

Primero comparto todo lo que se dijo aquí y antes de ir a las preguntas, quiero comentar algo muy importante porque también está sobre la discusión y a veces pasa solapado, que es el tema de los Fondos de Pensión.

Los que estuvimos en su momento en la creación o las discusiones sobre la reforma del sistema de seguridad social, vimos que se creó un sistema uruguayo que es una adaptación, creo que mejor de lo que venía implementándose en otros países como Chile. Una de las cosas que estaban implícitas o se pensaban en aquel momento, era el potencial de los Fondos de las AFAP para promocionar un mercado de capitales.

Si uno mira la serie histórica de los últimos 20 años de cuál fue la participación de las AFAP en el mercado de capitales, creo que es una cosa a destacar, era prácticamente nulo o era nulo por definición porque no estaban y hoy como se ha dicho aquí son un jugador muy importante tanto en el financiamiento del sector público, como en el financiamiento del sector privado y como se dice generalmente que el tango se baila de a dos, creo que una de las de las parejas que han llevado adelante a que este mercado de capitales tenga el nivel que tiene hoy, es gracias a las AFAP.

Y digo esto, porque como hoy tendencias o ideas de que eliminemos las AFAP, pasemos a un régimen general de seguridad social, lo que nunca se dice es el daño que se puede estar generando sobre el mercado de capitales. Hay una externalidad positiva que vienen generando las AFAP de manera silenciosa que no está en la discusión, acá el tema es ¿se puede administrar lo mismo a través de una AFAP o a través del sector público, los ahorros de la seguridad social?

Eso es una idea que anda por ahí circulando, pero que si esa idea se ejecuta, todo esto que estamos hablando, de alguna manera queda desde mi punto de vista, lesionado. Así que de vuelta, como tema importante: las AFAP son un jalón y un eslabón muy importante del desarrollo actual del mercado de capitales.

Yendo a la pregunta sobre las regulaciones, yo no estoy operando, no puedo decir tal o cual regulación es mejor o peor, lo que yo digo es que los instrumentos para ser efectivos tienen que ser pocos y claros y que su aplicación no puede tener excepciones, porque lo que uno logra con esa idea, es el autocontrol, es decir los mercados y sus actores se autorregulan porque saben que si se pasan de la raya, van a ser fuertemente sancionados.

Y como todos sabemos que en este país -perdóneme que hable así, estamos entre nosotros- a veces el más o menos puede ser una práctica habitual, ese más o menos a veces es letal,

tenemos que evitarlo y es muy letal cuando eso puede ocurrir dentro de los mercados de capitales.

Por lo tanto, de vuelta , pocas regulaciones, claras, con sanciones importantes y con jueces que actúen en consecuencia. Eso fue lo que dijo el señor Buffett cuando fue la crisis de Lehman Brothers, que había en aquel momento arrinconado el mercado de Treasuries de Estados Unidos y él mismo siendo integrante del Directorio, se puso al servicio de la Administración americana, sancionando dentro de su empresa a los que habían cometido errores y a su vez comentando eso frente al Congreso de Estados Unidos. Me quedó grabado, lo vi personalmente y creo que es una regla que es válida para en todos los órdenes de la vida, pero en particular con el mercado de capitales.

Aquí también se habló y lo mencionaste tu (Carlos) al final, un tema que me parece que es muy importante que es el tema de la educación y de la cultura sobre las finanzas: podemos crear las mejores instituciones, las mejores regulaciones, pero si nos encontramos con que una gran parte del ahorro nacional está navegando dentro de los Bancos con una tasa de interés al 0% porque no encuentran un instrumento mejor donde colocarlos, porque no saben, porque le tienen miedo, etc. etc. ahí tenemos un problema. Porque están los fondos pero quienes son propietarios de esos fondos no están dispuestos a canalizarlos a través de todos los instrumentos financieros que se puedan crear.

Por tanto, yo creo que aquí tiene que haber una política educativa que puede arrancar inclusive desde el liceo, no digo que convirtamos a nuestros hijos o nietos, en mi caso, en agentes financieros, pero que entiendan que hay otros canales para canalizar sus ahorros que son el esfuerzo de su vida, que no dejarlos dormidos en un plazo fijo, en una cuenta corriente en un Banco y eso sigue para adelante, siguen las empresas, siguen las gerencias financieras o el que haga de gerente financiero virtual o casual, dentro de una empresa pequeña.

Es decir, tiene que tener una idea de que no tan solo su fuente de crédito es el Banco o la colocación de su liquidez es una cuenta corriente, sino que tiene una cantidad de instrumentos en los cuales él puede agregarle rentabilidad a la empresa en la cual actúa.

Y puedo seguir, voy a decir quizás algo imprudente pero bueno ya la edad me permite a veces decir cosas imprudentes. Uno se encuentra también entre algunos ámbitos más sofisticados, inclusive de operadores en temas financieros, que ellos mismos tienen temor porque desconocen los instrumentos, porque están cómodos, es decir “bueno, administrando la deuda pública del Uruguay y alguna otra cosita funciona” y bueno yo creo que ahí tenemos un tema cultural que tenemos que resolverlo, atacarlo en cada uno de sus niveles porque si no logramos que de alguna manera le perdamos miedo al sector financiero, al sector al sector financiero y al mercado de capitales en particular, no se lo vea como una zona gris donde actúan ciertas personas con fines que uno no sabe muy bien de qué se trata, eso es lo que piensa el público. Yo creo que vamos a encontrarnos siempre con una barrera que no la vamos a ver como una barrera concreta, pero es como una niebla que impide que pase la oferta de fondos de los ahorristas hacia esos instrumentos.

También recuerdo que el año pasado -y usted (Diego) hizo referencia- dijimos y esto es una idea puedo estar totalmente equivocado, pero estamos en una sesión de trabajo: si uno

encuentra que en las emisiones de deuda pública, cuando uno emitía un Bono prácticamente había una fuerte avidez y en particular una fuerte avidez de los Fondos de Pensión, tanto locales como internacionales de hacer un *buy and hold* -compro el bono y me lo quedo hasta el final, salvo que haya un canje alguna cosa que me pueda permitir una pequeña ganancia, me quedo sentado porque no sé si lo voy a poder recomprar y como yo tengo ahorros que me llegan y que tengo que administrar, es un activo seguro. Prácticamente se seca el mercado.

El Banco Central hace lo mismo cuando sus operaciones de mercado abierto, donde el público no puede entrar, porque entrar y salir es muy caro, porque lo tiene que hacer a través de un corredor, que por lo que uno puede ganar en 90 días, la entrada y la salida se llevó la utilidad.

Bueno son temas prácticos que enfrentamos todos, todos los días.

Bien hay países, por ejemplo Brasil, que lo que hacen es emitir deuda, sobre todo la deuda del Banco Central y fijan un calendario de recompras por un 20% de lo que emitieron para que la gente pueda entrar y salir. Porque si yo necesitaba colocar mi dinero a 30 días, pero solo había papeles de 90 compraba de 90, pero yo sabía que a los 30 salía. Entonces se le da acceso a la demanda con la oferta, se empardan porque en definitiva aunque hay un papel más largo, tengo una salida corta, puedo perder rendimiento pero puedo operar.

Se puede hacer con los medios electrónicos existentes, entrarle directamente, no hay que pasar por el intermediario, creo que en sus tiempos recuerdo uno podía comprar los papeles directamente al Banco Central, sin un intermediario. Uno iba al mostrador, me acuerdo que era el que está abajo del Banco Central, había un cajero, uno ponía la plata y se llevaba un papel de 500 dólares, 1000 dólares, lo que fuera.

Hoy es mucho más fácil, no hay que tener cajeros, con las cuentas, con las tarjetas, desde la casa, con el internet se puede armar ese mercado y ahí lentamente, paso a paso vamos interesando a la gente en activos que prácticamente tienen riesgo cero, vamos movilizandó el ahorro que está dormido en los Bancos y lo que hacen los Bancos muchas veces con ese ahorro, es que van y le compra en el Banco y hacen la intermediación y el ahorrista de a pie la ve pasar.

Bueno por lo tanto una forma de democratizar el acceso a esos instrumentos que hoy están disponibles, que la tecnología está disponible, que es muy fácil de controlar porque se pueden poner límites no se pueden transar más de 5000, 10000 dólares, lo que fuera, ahí estamos inyectando una nueva modalidad de actividad al mercado.

Y por último es el tema de las hipotecas, obviamente tenemos una demanda potencial de vivienda enorme, todos lo sabemos, el Estado hace lo que puede, lo viene haciendo dentro de sus posibilidades, viene subsidiando el acceso para segmentos bajos de la población, los Bancos están prestando para los sectores de hipotecas, pero ¿qué le importa a una persona que recién se casó tiene 30 años que tiene su hijo, para adquirir la vivienda? La cuota y la cuota depende más del plazo que de la tasa de interés. Depende de que le den 30 años.

Y si uno mira cuáles son los plazos máximos que hay en el sistema bancario, ninguno llega a ese plazo y la mayoría están en la mitad, por lo cual las cuotas con el costo de la construcción hacen prácticamente inaccesible para la generalidad la vivienda propia.



¿Qué ocurre en otros países? bueno los Bancos, por razones regulatorias prestan a los plazos y tasas que quieren, pero tienen la posibilidad de descargar a vehículos financieros que compran esas hipotecas, que le aportan los recursos y como el tema del Banco, del riesgo, es cómo estoy fondeado, si me fondean largo, yo puedo prestar largo. Pero acá el fondeo largo no existe, a esos plazos no existe y podría generarse o pensarse cómo se podría aportar ese fondeo largo a través de instrumentos de todos los instrumentos que aquí hemos hablado, de una demanda que yo creo que es muy importante, es muy importante que, de vuelta, democratiza el acceso a la vivienda y democratiza el acceso al crédito de largo plazo a gente que por su capacidad no lo puede hacer a través del sistema bancario.

Así que creo haber respondido a las preguntas, no quiero tomar más tiempo porque vamos a utilizarlo para una segunda generación así que de todas maneras muchas gracias.

### **María Dolores Benavente**

Muchas gracias a los tres, la verdad que muy interesantes las exposiciones tenemos algunas preguntas del público algunas se contestaron solas, una persona preguntaba por la Comisión de valores más o menos qué función tenía comparaba con la SEC. Dijiste muy claramente, no es una función de regulador, es de promotor.

Después preguntan también y es parte de la educación financiera, cómo una empresa privada puede saber cómo financiarse en el mercado de capitales, dónde está esa información y vinculado a eso, Pancho Díaz, nuestro amigo, pregunta si se puede ampliar el tema del factoring y sobre todo, qué está faltando para que eso salga.

### **Alberto Estrada**

Para una empresa informarse tiene que contactarse con cualquiera de los intermediarios del mercado valores: Bancos, Corredores de Bolsa, Uruguay tiene una enorme cantidad de Corredores de Bolsa y de Bancos operando, con lo cual eso también genera competencia que siempre es muy sana y bueno en el Banco Central imagino que esa información está y es vincularse con uno de ellos para que los asesoren.

Con respecto al factoring, yo no considero que no es qué hace falta o qué falta para desarrollarse, me parece que no es que haga falta algo sino que estamos con la idea de cómo se potencia, o sea hoy una empresa que quiere administrar créditos tiene que presentarse al Banco Central como una administradora de crédito, es una patente, es una licencia que autoriza el Banco Central, está perfectamente normado cómo se financia, con esas capacidades que puede hacer o qué no puede hacer y opera.

Tendrá sus clientes, tendrá sus esquemas de análisis crediticio y obviamente la limitante está, yo por lo menos lo visualizo de esa manera, está en que la restricción siempre es “bueno financio hasta determinado monto, porque no tengo más capacidad de ampliar”. Con lo cual si pudiera descargar su cartera ya que llega a clientes con capilaridad en distintos lugares del país, etc. genera esa cartera de crédito, la tiene un tiempo y luego por una cuestión, de necesidad de interés o de mejora de su propia estructura financiera, pudiera descargarla en otros actores, típicamente Fondos comunes de inversión, lógicamente eso favorecería a que

esa empresa nuevamente vuelva a prestar y ampliar así nuevos créditos. Entonces vas multiplicando el acceso al crédito que tiene el sector real.

### **Bárbara Mainzer**

En primer lugar agradecerles, la verdad disfruté mucho de las presentaciones y voy a hacer un comentario. Me gustó mucho escuchar a Julio desmitificar: tenemos un mercado capitales chico, pero también tiene sus razones y si podemos hacer algo al respecto y también los escuche ustedes decir eso, entonces la importancia de la confianza y las bases tan sólidas o las fortalezas sobre las que podemos construir nuestro mercado capitales.

Tenemos un país chico, pero si nos tuviéramos que comparar con alguien seríamos, no la Suiza de América, la Luxemburgo de América, el camino es internacionalizarnos, por parecernos a alguien, entonces la doble pregunta es: yo los escucho y pienso sí se puede, hay un camino que recorrer, hay que seguir construyendo confianza, haciendo educación financiera, ¿faltan actores? ¿va por ahí? Miro caras de desconfianza.

### **Alberto Estrada**

Voy por el final de tu pregunta o tu comentario, yo no creo que Uruguay se tenga que parecer a alguien, Uruguay tiene que forjar su propio camino y potencialmente será elegido para, me parece, que distintos países que mencionaste encontraron su nicho y obviamente han hecho un negocio y han desarrollado su propia economía en base a ese nicho. Yo no sé hacia dónde tiene que ir Uruguay, yo lo que veo es que Uruguay tiene potencialidad para hacer un montón de cosas. Pero primero tenés que ordenar tu casa y tenés que buscar mostrarle al mundo que tu casa está ordenada y que haces las cosas de determinada manera y que al ordenar tu casa vas creciendo y que el mercado se desarrolla, que es un mercado sano y que las cosas se cumplen, los contratos se cumplen, que la libertad de movimientos de capitales sigue existiendo, que las AFAP siguen siendo un activo que hace años que está, y que es un activo súper valorado y que no hay voces en contra dando vuelta, como mencionaba Carlos, en fin que te ponen un poco de nervioso, a mí me pone un poquito nervioso demás ese comentario de Carlos.

Pero yo no diría que tenemos que ir hacia dónde, yo creo que el desafío es que después te elijan y para eso tenés que hacer los deberes.

### **Ricardo Zerbino**

Yo creo que se han dicho cosas muy buenas, muy interesantes que van de la mano de nuevas tecnologías, de nuevos instrumentos, los fideicomisos, el tema de las facturas y sobre las Pymes pero generalmente se habla de las Pymes de cómo pueden financiarse.

Yo creo que si queremos hablar de Mercado de capitales, Mercado de valores, no debemos excluir lo que es la formación de capital de riesgo, de renta variable. Si algo tiene Uruguay es que hay muy pocas empresas que hayan abierto su capital y que coticen en el Mercado de valores: son escasas y yo diría que muchas son de muy larga data.

Y no veo que haya incentivos, ni tampoco veo que hay una forma en que se les facilite a las Pymes, dicho en el sentido siguiente: yo para vender algo preciso una demanda y preciso una oferta, preciso tener la oferta y la demanda. La cultura de inversión de riesgo de renta variable en el Uruguay no existe prácticamente, porque no se ha cultivado, porque no se ha formado como en otros países, por ejemplo Estados Unidos que se fue desarrollando. Acá vino gente en los años 90 cuando se estaba tratando de promover mercados para las AFAP y decía que en Estados Unidos se había desarrollado este Mercado a través de empresas de electricidad, las empresas de ferrocarriles que se desarrollaban, las empresas de suministro de agua -todas empresas que en el Uruguay han estado tradicionalmente en manos del Estado. Y que las empresas nacionales presentan un menor riesgo porque no pueden ser muchas veces afectadas por efectos internacionales, son empresas como esas, cuyos productos no son transables internacionalmente, o sea yo no puedo contratar un servicio de Ose en el exterior, no puedo contratar un servicio ferroviario e importarlo.

Y eso fue creando en la población la cultura de invertir en capital de riesgo, esperando una rentabilidad, pero en empresas de bajo riesgo, que luego se fue extendiendo y bueno ahí aparecen los unicornios y todo eso.

Y Uruguay tiene el agua potable, la energía eléctrica, parte las transmisiones aunque habrá algo abierto por el lado de Antel y los combustibles, todo en manos del Estado y lo que hemos tenido ha sido siempre esa discusión de si se privatizan o no, pero se han oído ideas de por qué las empresas del Estado no abren, manteniendo el control estatal, una porción de su capital al mercado de valores, un 25% por ejemplo que daría una inversión de renta variable, de bajo riesgo, para ir cautivando al ahorrista medio y que a su vez servirían también para el control de la propia eficiencia de las empresas y evitar muchas cosas que hemos visto en los últimos años. O una ANCAP que no sé si tiene más de una decena de empresas privadas, pero que están ahí, bajo la sombra de ANCAP.

Digo ¿se está pensando en algo para dinamizar el Mercado de renta variable? Porque siempre generalmente terminamos en que se están buscando formas que financien inversiones públicas de infraestructura u otro tipo de inversiones y esas inversiones una vez que se cumplen, no se reproducen a sí mismas.

En cambio, el capital privado puede significar un crecimiento a futuro en que una empresa puede no digo llegar al unicornio, pero puede llegar a crecer y si son muchas las que andan, lo que precisan es que haya demanda de ese capital de riesgo.

¿Se está analizando algo para que el Mercado de capitales no sea tanto financiero, sino que haya ahí un atractivo para capital de riesgo?

### **Julio de Brun**

Contesto parcialmente tu pregunta y después lo que quieran agregar los otros panelistas.

Hay una cosa que es indiscutible en países emergentes: si no están las empresas de servicios públicos en el Mercado de capitales, no existe el Mercado de renta variable, eso es un hecho. Chile tuvo un gran desarrollo en su Mercado de renta variable a partir de las privatizaciones.

En Argentina las principales empresas que cotizaban eran fundamentalmente empresas públicas, en Brasil lo mismo y eso es una realidad en general.

O sea, si no tenemos a las empresas públicas en el Mercado de renta variable, no hay Mercado de renta variable de tamaño suficiente y más en una economía como Uruguay.

Si hay que hacerlo o no hay que hacerlo, no voy a entrar en esa discusión ahora, pero si uno quisiera desarrollar esa parte del Mercado de capitales, sin duda habría que tener una parte importante del capital de las empresas públicas en el Mercado.

Segundo tema, dejando de lado de las empresas públicas, el desarrollo de un Mercado de riesgo en Uruguay, ¿qué significa? y de vuelta, como cualquier mercado es oferta y demanda. Tú señalabas que el inversor uruguayo no es un inversor de riesgo, no es así, no sé cuántos somos en esta sala, seguramente muchos de los que estamos en esta sala tenemos una parte de nuestros ahorros en acciones y en otras partes del mundo, o sea que decir que el uruguayo no invierte en activos de riesgo no es cierto. La gran mayoría de los uruguayos que tienen riqueza suficiente como para tener portafolios asignados en una parte de riesgo, la tienen, simplemente que es a través de instrumentos en otra parte del mundo.

¿Eso es raro? Tampoco, porque Uruguay es un país chico. Si uno respeta un principio de diversificación del portafolio, realmente los uruguayos deberíamos tener muy poco en nuestra cartera de un portafolio de renta variable de un país que es muy pequeño en el mundo, por lo tanto Uruguay es el casi nada por ciento de la economía mundial, es lógico que tengamos el casi nada por ciento de activos de riesgo en nuestros portafolios, simplemente por un principio de diversificación.

Como hay preferencias locales en la elección de empresas que conforman un portafolio, eso le genera una enorme desventaja a las empresas uruguayas, porque obviamente los uruguayos deberíamos tener muy poco de nuestro riesgo en Uruguay, porque somos un país chico, pero gran parte del riesgo Uruguay lo deberían tener agentes del resto del mundo y vaya una empresa pequeña de Uruguay a hacerse conocer por los administradores de portafolio de riesgo en el mundo. El costo es prácticamente inabordable, con lo cual la posibilidad de que una empresa de tamaño relativamente -no estamos hablando de Pymes- de empresas medianas uruguayas puedan entrar al Mercado, a ese Mercado internacional de valores, es prácticamente nula.

Entonces por el lado de la demanda de esos valores, ésta es prácticamente inexistente.

Pero además también está la oferta. A muchos yo sé que varios de ustedes de aquí son empresarios y que conocen a muchos empresarios, piensen en sí mismos y en los empresarios que ustedes conocen ¿Cuántos están dispuestos a abrir el capital de su empresa al mercado y a tener accionistas de por ahí, tendríamos de todo lo que está por ahí, eventualmente en su empresa?

A mí me ha pasado en proyectos de inversión importantes, vamos a decir “mira habría la posibilidad de que de repente los Fondos previsionales quieran participar en el capital de tu empresa y tener participación de riesgo”. “Ni loco” te dice. “No quiero a alguien de una AFAP sentado en el directorio de mi empresa.

O sea en la idiosincrasia uruguaya, en nuestro estado de confianza, desde esa descripción que yo hacía al principio, desde la confianza en la conformación de nuestro capital social aceptamos relaciones con terceros para que sean proveedores, para que sean financistas, pero no para que sean socios. Es mucho más difícil conseguir socios de riesgo en Uruguay porque por lo general dado el estado de nuestras costumbres y la evolución que hemos tenido hasta el momento, nuestra confianza está en nuestros amigos más íntimos, nuestra familia y son a ellos a los que vamos a recurrir para el capital de riesgo cuando tengamos un emprendimiento, un negocio y por eso la gran parte de nuestras empresas, son empresas familiares.

Entonces no habiendo demanda, no habiendo oferta, no hay mercado. Yo creo que ahí está por qué no debería extrañarnos que Uruguay no tenga ese Mercado de riesgo que tú señalabas.

Las empresas públicas que serían las que lo dinamizarían, por determinadas razones constitucionales y políticas no están, la estructura habitual de nuestras empresas no generan ni condiciones de oferta ni condiciones de demanda y lo que tiene que ver con la innovación es falta ese otro elemento que yo señalaba al principio. Tenés que tener al agente creador de la oferta.

Eventualmente pueden desarrollarse en Uruguay fondos de capital de riesgo pero tiene que haber alguien que lo desarrolle, alguien que juegue ese rol de *underwriter*, que haga ese rol de Banco de inversión. En Uruguay han aparecido agentes que lo que cumplen ese rol para determinados sectores, no han aparecido agentes que cumplan ese mismo rol o para el mercado hipotecario o para el mercado de *venture capital*. Como no han aparecido, simplemente esos mercados no existen y hasta tanto no aparezcan, esos mercados no se van a desarrollar.

Nos podemos preguntar ¿qué es lo que nos falta para que alguien le dé el puntapié inicial a una industria de capital de riesgo en Uruguay? o para que resolvamos muchos de los problemas que existen en el mercado de vivienda de Uruguay y que entonces desarrollemos el crédito de vivienda. Pero sin resolver esos problemas que están detrás de esos sectores, difícilmente puedas generar el instrumento financiero para un sector que por distintas razones no genera las condiciones para ello.

### **Carlos Steneri**

Frente a la pregunta a que las empresas abran su capital concuerdo con todo lo que dijo Julio y hay un detalle cuando uno abre una empresa no es tan solo que tiene alguien en el directorio, tiene que publicar balances trimestrales, está sujeto de lo que digan las agencias calificadoras que preguntan qué políticas de ventas, qué políticas de precios y esto es válido tanto para las empresas públicas como privadas. Si hay empresas públicas que por una decisión del gobierno por un período determinado le ponen un piso un techo a la suba de del precio del producto, los combustibles obviamente la acción se mueve entonces yo cómo voy a invertir aunque supongamos que se abre el capital, invertir en una empresa que sus utilidades que es sobre lo cual van a pagar los dividendos dependen de decisiones del gobierno, que no están muchas veces en sintonía con un funcionamiento acorde.

Entonces concuerdo con que debieran abrirse siempre pensé que es así y en América Latina casi todas están abiertas porque por necesidad y para fomentar el mercado de capitales, pero en un país pequeño donde hay reglas especiales de política económica que influyen sobre los flujos de ingresos de las empresas, ahí tenemos un problema.

Y lo mismo va a ocurrir con las empresas privadas que son sociedades familiares en su mayoría que también mantienen por alguna manera son muy celosas en mostrar cómo les va y cumplen con las normas mínimas necesarias del punto de vista fiscal, pero no lo que hay que poner arriba de la mesa cuando uno está operando en un mercado de capitales así que creo que es una asignatura pendiente, por un largo tiempo.

### **Juan Manuel Patiño**

... y Colombia lo han hecho los dos y los tres y los países nórdicos también tienen una experiencia en ese sentido y del báltico que les ha ido muy bien con ese punto que les parece esa posibilidad.

### **Carlos Steneri**

Voy a decir algo muy corto hubo un intento, estuve cerca misión imposible.

### **Ignacio Revela**

Vengo de Banco Santander, mercados de capital en Uruguay un grupo que estamos lanzando bueno que es bastante nuevo y os quiero hacer una consulta con el tema hipotecario, habláis que obviamente los volúmenes hipotecarios muy bajos y llevo viniendo al país 20 años, yo creo que las características de las hipotecas han mejorado bastante, o sea es un tema que obviamente a día de hoy tenemos mercados tipo Reino Unido donde el mercado hipotecario es muy líquido porque hay mucha competencia y bueno los tipos en las hipotecas son muy bajos, queda un poco de camino todavía en Uruguay por recorrer, pero creo realmente que es un tema también cultural el uruguayo no le gusta mucho endeudarse y podría tener ciertos con cierta educación pregunta financiera meterse más en un mercado hipotecario pero creéis que el gobierno por ejemplo podría hacer un poquito más quizás en esquemas como ha hecho Reino Unido como head to buy para ayudar a ese consumidor a que pueda hacer frente al depósito y luego así reactivamos el mercado hipotecario, porque creo que podría ser por ejemplo un elemento bastante a favor de la reactivación de hipotecas.

### **Julio de Brun**

Sí, yo no creo que el uruguayo en lo que tiene, el uruguayo medio en lo que tiene que ver con el mercado hipotecario sea reacio a endeudarse, yo creo que no puede endeudarse o sea el mercado hipotecario que tiene Uruguay hoy, es un mercado de clase media-alta alta y por lo que es el que mayormente tiene acceso tanto la capacidad de endeudarse como a la vivienda propia.

En la clase media y media-baja que es la que más necesitaría la capacidad del endeudamiento hipotecario para la vivienda propia: hoy en las condiciones actuales Uruguay no tiene ingreso suficiente como para acceder al financiamiento, por lo tanto en la medida que tenés a todo

ese segmento del mercado fuera de la capacidad de llegar al mercado vivienda propia te limita enormemente lo que puede hacer el desarrollo del mercado de hipotecas en Uruguay.

### **Alberto Estrada**

Yo te agregaría ahí particularmente creo que la evolución del mercado en tipo de instrumentos que puedan adquirir esas carteras también va eventualmente ayudar al desarrollo de ese de ese mercado de hipotecas primario, porque si yo sé, soy banco y sé que eventualmente puedo prestar con descalce de plaza en determinado momento pero que después tengo donde descargar mi activo por ejemplo y ahí vuelvo sobre el tema los fondos comunes que es un instrumento que a diferencia un fideicomiso acá se adaptaría muchísimo mejor porque el fideicomiso tiene que nacer con un objetivo específico, tenés que a ir a comprar determinada cantidad cartera de momento en cambio el fondo es más dinámico yo puedo tener un fondo con liquidez y voy adquiriendo carteras y va teniendo su vida y va teniendo suscripciones y rescates y va perdurando en el tiempo incluso con inversores incluso instituciones dentro del propio fondo.

O sea que te daría el plazo necesario para financiar esos instrumentos ahí entonces sabiendo que tengo la posibilidad de descargar esas carteras es un poco, salvando la diferenciación de plazos, es un poco lo mismo que las facturas, eso también colaboraría o contribuiría al desarrollo de ese mercado y a poder prestar a tasa fija o por ejemplo indexado que también encarece probablemente la cuota del uruguayo para acceder a ese crédito.

### **Julio de Brun**

Y un poco complementando también lo que venía diciendo y relacionado con el tamaño que tiene ese mercado hoy por hoy, hace ya algunos años a un cliente del exterior quería justamente empezar a ofrecer este tipo de servicio a los bancos poder generar una posibilidad de descargar cartera a través de algún instrumento de mercado o con hipotecas, hicimos ronda con distintas entidades financieras en aquel momento y la respuesta fue unánime me cuesta tanto generar la cartera que malditas las ganas que tengo de descargarla en ningún lado.

O sea realmente tenemos un problema de todavía de que hay liquidez en el sistema bancario suficiente como para la demanda que hay hoy, como para poder llegar a la necesidad de tener un instrumento en el cual descargar esa cartera.

Se va a dar en algún momento porque además los bancos tienen el problema de exceso de financiamiento en moneda extranjera e insuficiencia de financiamiento en moneda nacional y la medida que típicamente el desarrollo del mercado de hipotecas vaya a financiamiento en moneda nacional va a haber un tope en algún momento o una restricción en el sistema financiero, pero creo que simplemente no tenemos tamaño todavía suficiente por las características del mercado de vivienda que señalaba hace un momento que permitan finalmente tener ese despegue.

### **Pregunta del público**

Bueno no sé si es pregunta o una reflexión obligatoria que en general no hacemos en pública pero el si lo conversamos en las sesiones de trabajo internas y permanentemente que tiene que ver con las funciones de las calificadoras en este entorno de mercado de valores deprimido y tiene sentido desde Care, yo soy socio de Care para quien no me conoce, creo que me siento impelido, fuertemente impelido a pensar en el mercado de valores desde mi función ciudadana, ya no como socio de Care, después de 23 años el trabajo en el medio sino frente a las circunstancias que vive el país este mix particular de confianza, de fuerte confianza y reivindicación de la confianza hacia afuera y muchas dificultades para implementarlas hacia dentro.

Y en ese sentido la experiencia nuestra con los emisores de productos de renta variable o de renta fija exitosos en el mercado que hemos calificado tenemos un portafolio adecuado este hay un problema hay un denominador común que es realmente doloroso, desde una visión ciudadana, ya no de integrante del mercado de valores: que es la información, que es como los exitosos usuarios de los productos financieros que se han desarrollado en este período no dan a conocer tanto del punto de vista de la demanda como de la oferta, no dan a conocer sus experiencias.

Yo concuerdo con Julio en sentido de que no es necesariamente el uruguayo un animal adverso al riesgo, yo creo que es porque pasa a ver en el campo hay experiencias muy exitosas y recientes de cómo toman riesgos los productores viendo al vecino efectivamente engordar sus novillos adecuadamente y bajar el riesgo consuetudinario que tiene el sector agropecuario y funcionar, pero lo que pasa que la información a nivel de mercados financieros en el Uruguay es absolutamente escasa, mínima y en primer lugar desde una reflexión propia y autocrítica yo digo quizás los principales actores en esa negligencia u omisión son la calificadora de riesgo y somos en particular nosotros que hacemos calificación de renta variable.

Y ¿por qué lo hacemos? y bueno por una sumatoria de vicisitudes que ustedes conocen o pueden intuir, pero la experiencia y la reivindicación de la confianza y la educación en la confianza del inversor no va a surgir de un proceso largo de reformas educativas o de implementación de programas del Banco Central y de formación va a surgir de la divulgación de las experiencias exitosas y yo les puedo asegurar que hay desde empresas públicas hasta empresarios privados que han variado su estructura y su institucionalidad interna financiándose en el mercado de valores y en forma de agregado del valor sustancial del punto de vista de la vida de la institución.

Entonces yo digo pensemos además en el eslabón perdido, en los multiplicadores de opinión, en los comunicadores, tenemos que trabajar y sobre todo desde el sector público con los comunicadores para explicar un conjunto de cosas y bueno ahí hay un eslabón que tiene que activarse y tiene que generar valor, me fui largo, las calificadoras en general no hablan en público, mi socio que ha tenido su décimo nieto en el día de hoy seguramente está agarrando la cabeza, pero yo soy además un ciudadano que tengo mis propias obligaciones conmigo mismo.

**Diego Stella**



Muchísimas gracias a todos por la participación en el evento, principalmente a nuestros expositores que engalanaron la noche así que les pido por favor un fuerte aplauso para ellos, bueno en nombre de la Academia y de CFA Uruguay también gracias a piso 40 por la recepción y bueno con esto se levanta la sesión, gracias a todos.