



FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS
Y DE ADMINISTRACIÓN

POSGRADOS



UNIVERSIDAD
DE LA REPÚBLICA
URUGUAY

**UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN**

**TESIS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN - MBA**

**DESARROLLO Y PROMOCIÓN DE INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS EN EL MV DE
URUGUAYO**

**Federico Barbato
Ignacio Viola**

TUTOR: ALBERTO ESTRADA

Montevideo

URUGUAY

2022

Página de Aprobación

El tribunal docente integrado por los abajo firmantes aprueba el Trabajo Final:

Título

.....
.....
.....

Autor/es

.....
.....

Tutor/Coordinador

.....
.....

Posgrado

.....
.....

Puntaje

.....

Tribunal

Profesor.....(nombre y firma).

Profesor.....(nombre y firma).

Profesor.....(nombre y firma).

FECHA.....

RESUMEN

El Mercado de Valores es una herramienta que permite la transferencia de fondos entre agentes superavitarios y deficitarios. Contar con un Mercado de Valores sofisticado y profundo genera nuevas formas de financiamiento al mismo tiempo que contribuye a generar alternativas de inversión. Mediante el mismo, se incrementa la liquidez de la economía y se crea un círculo virtuoso de rentabilidad e inversión que contribuye al crecimiento de la economía en su conjunto. La presente tesis analiza la dinámica y características del Mercado de Valores local y repasa aquellos determinantes que propician su desarrollo. Problemas de agencia y condiciones de escala han hecho del sistema bancario un sustituto del Mercado de Valores y no un sistema complementario. Esto lo transforma en un competidor natural en términos de financiamiento y en un concentrador de los ahorros individuales sin generar rentabilidad para el ahorrista. A través de experiencias regionales, se destacan instrumentos alternativos que contribuyeron al crecimiento de los mercados de deuda en dichos países y la posible aplicación de los mismos a la realidad local.

Palabras clave:

Mercado de Valores - Liquidez - Sistema Bancario - AFAP - Instrumentos alternativos - Pymes

INDICE

RESUMEN	3
INDICE	4
INDICE DE DIAGRAMAS, ILUSTRACIONES, CUADROS Y GRÁFICAS	6
1. INTRODUCCION	8
2. MARCO TEÓRICO Y DEFINICIONES	10
2.1. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	13
2.1.1. Tamaño de la economía y liquidez	13
2.1.2. Calidad institucional y estabilidad económica	14
2.1.3. Ahorro e Inversión	14
2.1.4. Inversión extranjera directa y apertura de la economía	15
2.1.5. Sector Bancario	15
2.1.6. Inversores institucionales y emisión de deuda pública	15
3. OBJETIVOS	17
3.1. OBJETIVO GENERAL.....	17
3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	17
4. HIPOTESIS DE INVESTIGACION	20
5. MERCADO FINANCIERO URUGUAYO	21
5.1. Mercado de Valores NACIONAL	21
5.1.1. Primer impulso real - Creación de sistema previsional mixto	22
5.1.2. Shocks de liquidez y problemas de agencia	23
5.1.3. Volúmenes actualmente transados	26
5.1.4. Tamaño real del Mercado de valores	28
5.1.5. Ventajas de contar con un Mercado de Valores desarrollado	29
5.2. SISTEMA BANCARIO URUGUAYO.....	31
5.2.1. Características del sistema bancario	32
5.2.1.1. Concentración	33
5.2.1.2. Liquidez y solvencia	34
5.2.2. Productos ofrecidos por el mercado bancario uruguayo	35
5.2.3. Sistema bancario como complemento del Mercado de Valores	38
6. MERCADOS REGIONALES	39
6.1. CHILE.....	39
6.2. PERU	41
6.3. COLOMBIA	47

6.4.	COSTA RICA.....	48
6.5.	MERCADO DE VALORES DE LA ALIANZA DEL PACIFICO (MILA)	51
7.	MODELOS REPLICABLES EN EL MERCADO LOCAL	54
7.1.	CROWDFUNDING.....	54
7.2.	MERCADOS ALTERNATIVOS	58
7.3.	MERCADO REGIONAL	60
	7.3.1. Consolidar el liderazgo de Brasil en América Latina y posicionarlo como mercado de referencia a nivel global.	61
	7.3.2. Potenciar los mercados de renta fija de la región	62
	7.3.3. Aprovechar los niveles de liquidez en los sistemas financieros de la región.	62
7.4.	DESCUENTO DE FACTURAS ENFOCADO EN ENTES GUBERNAMENTALES	64
	7.4.1. Factoring o Descuento de Documentos	64
	7.4.2. Operadores y precios actuales del mercado	66
	7.4.3. Restricciones actuales	67
7.5.	FONDOS MUTUOS.....	71
8.	CONCLUSIONES	74
9.	BIBLIOGRAFIA	78
10.	APENDICE A - TABLAS	86
	APENDICE B – GRÁFICOS Y CUADROS	93

INDICE DE DIAGRAMAS, ILUSTRACIONES, CUADROS Y GRÁFICAS

TABLAS

Tabla 5.1 Circulante de Valores de Oferta Pública (Cifras en millones de dólares).	26
Tabla 5.2 Volumen de operaciones del Mercado Primario y Secundario en Bolsas.	27
Tabla 5.3 Volumen de operaciones del Mercado Primario de BEVSA.	27
Tabla 5.4 Volumen de operaciones del Mercado Secundario de BEVSA.	27
Tabla 5.5 Participación de créditos por Institución del Sistema Bancario Nacional.	33
Tabla 5.6 Participación de depósitos por Institución del Sistema Bancario Nacional.	33
Tabla 5.7 Participación de Mercado por Institución del Sistema Bancario Nacional.	33
Tabla 5.8 Liquidez como ratio entre Créditos/Depósitos del sistema bancario y % del PIB Nacional.	34
Tabla 5.9. Composición de la adecuación patrimonial (USD Millones).	34
Tabla 5.10. Clasificación de emprendimientos económicos según el Poder Ejecutivo.	36
Tabla 6.1. Evolución de la capitalización bursátil (USD MM) de los últimos 10 años en países asociados al MILA.	53
Tabla 7.1. Participación por destino de fondos del Crowdfunding en 2021.	55
Tabla 7.2 Capitalización Bursátil por país en América Latina.	61
Tabla 7.3 Emisores de deuda pública por país.	62
Tabla 7.4 Liquidez del sistema bancario en los países del Mercosur.	62

Tabla 7.5 Cantidad y montos de bienes/servicios prestados de proveedores con entes públicos durante 2021.	66
---	----

Tabla 7.6 Días que transcurren hasta que la factura es conformada automáticamente por país.	68
---	----

GRÁFICOS Y CUADROS

Gráfico 5.1 - Cifras promedio de balances de empresas emisoras de instrumentos en MV (USD MM).	28
--	----

Gráfico 5.2. Evolución del Circulante de Valores de Oferta Pública e Instrumentos de Literal B como porcentaje del Fondo de Ahorro Previsional.	29
---	----

Gráfico 5.3. Composición de acceso al crédito Pymes según tamaño de la empresa.	37
---	----

Gráfico 6.1. Evolución del Stock de la Industria de Factoring en Chile y variación anual.	41
---	----

Gráfico 6.2. Evolución de facturas cedidas en los últimos 10 años en el mercado chileno.	41
--	----

Gráfico 7.1 Institucionalización crowdfunding.	55
--	----

Gráfico 7.2 Riesgos percibidos de las plataformas – LAC.	57
--	----

Cuadro 7.1 Sistema de factoring o descuento de documentos.	64
--	----

Cuadro 7.2 Descuento de facturas en MV Local.	69
---	----

1. INTRODUCCION

El Mercado de Valores (MV) en Uruguay, si bien cuenta con instituciones con más de un siglo de existencia, no ha logrado desarrollarse como un mercado lo suficientemente amplio, diversificado y atractivo para que empresas y ahorristas locales lo utilicen como un instrumento válido al momento de obtener financiamiento o rentabilizar inversiones. En este sentido, aunque se han realizado esfuerzos por lograr una expansión del sistema financiero, aún no se ha alcanzado un desarrollo no bancario capaz de convertir al MV local en una plaza interesante para agentes deficitarios e inversores, tanto locales como extranjeros.

No podemos dejar pasar por alto que Uruguay está ubicado en una región emergente, con niveles de desarrollo muy lejanos a los países desarrollados, que acentúa la ausencia de mecanismos de financiamiento no bancarios que sean capaces de trasladar el capital de los agentes superavitarios a los deficitarios. Para lograr superar esta trampa de países con ingreso medio, es el regulador quien debe marcar las pautas y señales adecuadas para promover mecanismos que estimulen la intermediación de recursos. El objetivo final siempre será el de fomentar el crecimiento económico.

Adicionalmente, se debe resaltar que Uruguay es un país de 3.4 millones de habitantes, lo que trae aparejado una economía de tamaño reducido, un PIB apenas superior a los USD 57.000 MM¹ y un mercado interno con iguales características. No debe sorprender que el tamaño de la economía sea uno de los factores con mayor incidencia en el desarrollo del MV, dado que limita la financiación (mediante menor liquidez por menor cantidad de actores) y disminuye la posibilidad de crear economías de escala.

¹ Datos a precios corrientes según BCU a Dic/21.

A pesar de esta limitante, desde el ámbito gubernamental se han realizado esfuerzos por promover la liquidez, incrementar la operativa, atraer mayor cantidad de actores y fomentar la utilización del MV como una alternativa válida al momento de tomar decisiones, tanto de inversión como de financiamiento. De todas maneras, dichos esfuerzos no han logrado el impacto esperado en el crecimiento y desarrollo del MV. Esto no ha hecho más que concentrar las opciones de financiamiento en el sistema bancario y acotar las posibilidades de los pequeños inversores.

En nuestra opinión, Uruguay tiene argumentos válidos para lograr realizar importantes avances en el desarrollo del MV dadas las características inherentes del sistema financiero local.

En este trabajo se describen algunos puntos relevantes de la situación actual del mercado financiero, tanto bursátil como bancario, la situación de los mercados de la región, las alternativas e instrumentos que éstos han encontrado para desarrollar sus mercados, la aplicabilidad de los instrumentos al mercado local y conclusiones acerca de los caminos a seguir. Si bien en este ensayo no se mencionará el mercado de los cripto activos, se debe tomar en cuenta que el crecimiento de este tipo de instrumentos ha impulsado el interés de nuevos y jóvenes inversionistas en el mundo de las finanzas y la rentabilidad de los mercados bursátiles.

Es fundamental entender que poder transformar los pasivos ociosos de los agentes superavitarios en nuevas formas de financiamiento conducirá a un círculo virtuoso de crecimiento económico y mayores niveles de inversión. Parte de este trabajo es encontrar los caminos que permitan realizarlo.

2. MARCO TEÓRICO Y DEFINICIONES

En la literatura mundial existen varias definiciones acerca de lo que significa el sistema financiero y el MV.

Una primera aproximación es definir al mercado financiero como el lugar donde instituciones, medios y mercados canalizan el ahorro privado de los agentes superavitarios (ahorristas/inversionistas) hacia los agentes deficitarios. La intermediación es realizada por instituciones que componen el sistema financiero y se considera básica para transformar los activos primarios (emitidos por agentes superavitarios) en activos financieros indirectos, capaces de generar rentabilidad al ahorrista (Padilla, 2015). El mismo autor define al MV como "el conjunto de instituciones organizadas para facilitar la captación de recursos orientados a la financiación de patrimonio de las empresas a través de la compra y venta de acciones. Incluye mercado financiero a corto plazo y mercado de capitales a largo plazo" (Padilla, 2015, p.26).

Otra concepción más amplia del concepto de MV es definida por Licandro, Borges y Landaberry (2012, p. 5), quienes proponen que "el mercado de deuda es el espacio donde las instituciones públicas y privadas (emisores), que acuden a satisfacer sus requerimientos de liquidez y financiamiento a través de la emisión o venta de títulos de corto, mediano y largo plazo (Bonos, Obligaciones Negociables, Títulos, entre otros), se encuentran con los inversores que adquieren dichos títulos, proveyendo de fondos al emisor o vendedor del mismo".

En este trabajo se incluirán dentro del análisis del MV todos los títulos emitidos por agentes privados, dado que el objetivo es analizar nuevos instrumentos que sean capaces de dinamizar el MV nacional y que sean alternativos al crédito bancario.

De acuerdo al Banco Mundial (2012), el desarrollo del MV se produce cuando se logra mitigar, de manera parcial y a través de instrumentos cada vez más sofisticados, las fallas propias del mercado. Estas fallas se pueden identificar como asimetrías de información (de hecho, el inversor no tiene acceso a la totalidad de la información acerca de los proyectos), costos de transacción (contratos, intermediarios) y costos de participación (monitoreo, regulación de la información). Las fallas de mercado son un determinante de las decisiones de los ahorristas de invertir en el mercado. En este sentido, se resalta que cuando los inversores no se sienten protegidos, canalizan su ahorro a través del sistema bancario (Licandro et al., 2012).

Por este motivo, si el objetivo final es lograr la promoción del MV como una alternativa real al sistema bancario, es de fundamental relevancia contar con una regulación adecuada que permita al inversor contar con información periódica y actualizada de las empresas que mantienen instrumentos emitidos en la bolsa de valores local. Además, la propia experiencia del usuario en la utilización de instrumentos disponibles en el mercado de deuda supondrá el factor más importante al momento de decidir qué hacer con sus ahorros. Desde el punto de vista del emisor, una mayor regulación implica mayores costos de participación que desincentivan el uso del mercado no bancario, por lo cual también adquiere decisiva importancia las alternativas que se puedan desarrollar con respecto a este punto.

Como fuera comentado en la introducción de este trabajo, la actualidad del MV local no ha acompañado equitativamente los esfuerzos que se han realizado en materia de utilización del mismo como una fuente alternativa al financiamiento bancario. A su vez, Holmstrom y Tirole (1993) plantean una problemática que ha servido como base a lo largo de toda la literatura posterior que aborda el problema del desarrollo de los mercados de valores locales, la cual está basada en la función del mismo como agente de monitoreo de la gestión de las firmas (Riesgo moral e información pública). Estos autores presentan un modelo en donde el tamaño del

mercado está determinado por la decisión de las firmas de emitir acciones u obligaciones negociables, la característica de los inversores (corto plazo y largo plazo) y los agentes de monitoreo (free-riders o grandes shareholders). Por lo tanto, su modelo presenta 3 tipos de agentes: Propietarios, Inversores y especuladores. La diferencia entre inversores y especuladores es que los primeros utilizan el mercado como inversión (donde por ejemplo cambios en management son relevantes), mientras que los segundos realizan trading para beneficiarse con la compra-venta (Inversores = Largo Plazo, Especuladores = Corto Plazo).

Entonces se presenta el caso en el que, desde el momento 0, hay inversores que mantienen su posición. Esto desincentiva a los especuladores: Sin trading, no hay ganancia posible de especulación. En el caso en que hubiera suficiente capital de largo plazo, los inversores abarcarían todas las acciones y los especuladores tendrían que conformarse únicamente con inversión en Obligaciones Negociables. Desde el día 1, el mercado sería totalmente ilíquido y los especuladores no tendrían incentivos para realizar las acciones de monitoreo. Sin acciones de monitoreo, tanto inversores como especuladores estarán dispuestos a invertir en compañías que presenten un determinado capital, desestimando aquellas de menor tamaño. Esto es lo que pasa sistemáticamente en los mercados poco desarrollados y con falta de liquidez, tal como es el caso de Uruguay.

El modelo decanta por reconocer que habrá un número limitado de firmas con capital suficiente para emitir deuda directamente a través del MV, otro número de firmas con menor capital que podrán acceder al financiamiento bancario y otro número que directamente no tendrá financiamiento (Licandro et al., 2012).

Como conclusión de la teoría presentada, se desprende que los mercados de valores cuentan con determinantes para su desarrollo y que, además, el tamaño de las empresas y los costos de monitoreo son relevantes para el mismo. En este sentido, algunos autores también encuentran

correlación entre la variable de riesgo moral (agentes de monitoreo) y la calidad institucional del país, la cual está afectada por la regulación, la estabilidad macroeconómica y la tradición legal (Licandro et al., 2012).

Una mayor calidad institucional asegura un menor costo de monitoreo. Por este lado, entendemos que Uruguay contaría con las características macroeconómicas e institucionales necesarias para llevar adelante una agenda de desarrollo del MV.

Por otra parte, se pone de manifiesto que la relación entre el sistema bancario y el MV tiene varias etapas. En un principio, bancos y bolsas bursátiles funcionan como mercados sustitutos, es decir, compiten entre sí para captar el ahorro local. A medida que se va alcanzando cierto grado de desarrollo, funcionan como complementarios.

2.1. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Tal como se comentó anteriormente, la literatura económica ha tratado de dilucidar los determinantes del desarrollo de los mercados de valores, aunque no existe una fórmula mágica ni demasiados modelos económicos que expliquen estos determinantes. De todas maneras, existe suficiente evidencia empírica como para enumerar aquellos factores que han sido comunes en la expansión de los mismos. Se pondrá especial énfasis en los determinantes de los mercados emergentes, con el objetivo de poder trasladar estos determinantes al caso uruguayo.

2.1.1. Tamaño de la economía y liquidez

Las economías pequeñas limitan la generación de un mercado líquido y profundo debido a la falta de economías de escala que sean capaces de disminuir los costos de emisión y de financiamiento. Mayores niveles de liquidez redundan en un mercado más grande pero no precisamente más desarrollado (El-Wassal, 2013). Una mayor liquidez implica mayor velocidad y facilidad para la asignación de capitales, fomenta el ahorro privado, puede generar

inversión de corto y largo plazo y además disminuye los costos de transacción (Shahbaz, Ahmed y Ali, 2008).

2.1.2. Calidad institucional y estabilidad económica

Hay evidencia empírica de que la calidad institucional es relevante para el desarrollo del MV. Factores tales como sistema legal y judicial, la credibilidad de las instituciones y el desarrollo democrático disminuyen el riesgo político y favorecen la capacidad regulatoria, otorgando garantías al financiamiento (Yartey, 2008). También se observa que mayores niveles en la percepción de la corrupción pueden incrementar la volatilidad en el MV (Spyromitros, 2019).

Con respecto a la estabilidad macroeconómica, un entorno más estable es más predecible y por tanto reduce la incertidumbre, fomentando la participación de los inversores. Mayores niveles de inflación atentan contra la estabilidad macroeconómica, distorsionando la asignación eficiente de recursos, la correcta fijación de precios financieros y aumentando la vulnerabilidad de la moneda local a ataques especulativos. Este último punto además desfavorece la inversión externa y con ello, la integración con el resto del mundo.

2.1.3. Ahorro e Inversión

Acorde a las investigaciones de García y Liu (1999), la tasa de ahorro juega un rol importante en el desarrollo del MV. Empíricamente, encuentran que el crecimiento de los mercados en América Latina es bastante menor al de Asia apalancado en la tasa de ahorro de la población. Cuanto mayor ahorro, mayor canalización de dinero hacia los inversores mediante el MV (Yartey, 2008).

2.1.4. Inversión extranjera directa y apertura de la economía

Mayores niveles de Inversión Extranjera Directa (IED) generan que las firmas locales puedan alcanzar nuevos mercados, desarrollar sistemas de producción menos costosos, nuevas tecnologías, productos, habilidades y técnicas de administración y financiamiento a través de los flujos de capital (Shabaz y Rahman, 2010). Estos beneficios impactan positivamente en el desarrollo económico e incluso la IED puede fomentar la liquidez del MV mediante mayor cantidad de participantes con recursos capaces de realizar emisiones. Una economía que esté dispuesta a captar capital podría mitigar los efectos negativos propios de su tamaño al generar mercados regionalmente integrados (Licandro et al., 2012).

2.1.5. Sector Bancario

El desarrollo del sector bancario es necesario previo al desarrollo de un MV sofisticado. Si bien hay autores que confirman que luego de cierto estadio de desarrollo comienzan a ser competencia, el sector bancario es necesario para fomentar el uso del sistema financiero y el ahorro privado (Licandro et al., 2012). Por su parte, otros autores mencionan que los intermediarios bancarios pueden promover el MV, siendo complementarios entre sí, tal como se observó en casos de éxito en el mercado asiático (García et al., 1999).

2.1.6. Inversores institucionales y emisión de deuda pública

El crecimiento inicial del MV en Uruguay se debe principalmente a la modificación del sistema previsional de 1996 (Capote, 1998). Este primer impulso en el MV a partir de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) es algo que se repite en todos los mercados de Latinoamérica.

Los fondos previsionales tienen la limitante de depender fuertemente de la regulación local, pero son muy funcionales debido a su necesidad de mantener deuda de largo plazo constante.

Genera incentivos para las correctas prácticas corporativas y promueve industrias alternativas como las calificadoras de riesgo.

Los mercados desarrollados necesitan de una base fuerte de inversores, y esta puede ser dada por los inversores institucionales, quienes operan a través de instrumentos diversificados (El-Wassal, 2013). En general, los inversores institucionales son funcionales al MV dado que:

- Generan sinergias e influencias en mercados dominados por bancos y son una alternativa al ahorro privado en bancos.
- Imponen incentivos de buenas prácticas.
- Incrementan la liquidez en mercados emergentes siempre que no adopten una política de 'buy and hold'.

Con respecto a la emisión pública, un dinamismo de la oferta pública con su consecuente respaldo financiero promueve la participación en el MV generando liquidez. El respaldo financiero es sumamente relevante dado que, ante un incremento superlativo de deuda pública que no sea consistente con los niveles de endeudamiento razonables, podría generar desconfianza en los inversores, produciendo un efecto negativo en el mercado y un corrimiento hacia el sistema bancario (Licandro et al., 2012).

3. OBJETIVOS

3.1. OBJETIVO GENERAL

El objetivo general de este trabajo es manifestar que Uruguay cumple con la mayoría de los determinantes comentados en el apartado anterior y que es posible que, a partir de ciertas políticas específicas e implementación de nuevos instrumentos, se alcance un mayor grado de desarrollo, dinamismo y profundidad del MV. Además, se analizará si existen instrumentos financieros alternativos que sean capaces de generar un entorno atractivo para que tanto las empresas como los ahorristas consideren al MV local como una opción adicional al momento de rentabilizar su patrimonio o solicitar financiamiento.

Dado que la realidad indica que las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) son las empresas con menor acceso al crédito del mercado local, se pondrá foco en aquellos instrumentos que promuevan el financiamiento a este colectivo. No debemos olvidar que actualmente las Pymes representan el 94% de las empresas privadas y emplean al 67% de los trabajadores, generando aproximadamente un 40% del PIB nacional². Potenciar su acceso al financiamiento debería ser una cuestión de Estado.

3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Se pondrá de manifiesto la situación actual del MV en Uruguay para comprender cuáles son los factores que impiden su desarrollo y cuál es el estadio actual del mismo. Además, se estudiará la situación actual del sistema del sistema bancario, donde tomará especial relevancia la liquidez disponible en dichas instituciones. Esto nos permitirá entender si el mercado local realmente tiene capacidad de financiamiento ociosa en base al ahorro de su población. Se pretende arribar

² Datos a Junio/21 según Presidencia (<https://www.gub.uy/presidencia/comunicacion/noticias/30-junio-empresas-menos-100-empleados-son-1800-previo-pandemia>)

a sugerencias o propuestas de mejora que permitan dinamizar el mercado, tanto desde el punto de vista de los inversores como también de los ahorristas locales.

Será relevante tomar en cuenta qué fue lo que han hecho otros países de la región para motivar el crecimiento de su mercado bursátil y entender los factores claves que derivaron en un crecimiento del mismo. El objetivo es conocer dichas alternativas y verificar su posible uso en el mercado financiero uruguayo. Puntualmente, se observará lo realizado previamente por Chile, Perú, Colombia y Costa Rica, pero también se tomarán en cuenta algunas características de los mercados del Mercosur, tales como Argentina y Brasil.

La investigación está enfocada en aquellos instrumentos que la literatura y la estadística regional nos resalta como motores claves del desarrollo de los mercados financieros no bancarios en los países mencionados. Particularmente, se analizará la posibilidad de adaptar modelos de fondos mutuos, descuento de facturas, mercados alternativos y mercados integrados con los países de la región.

El Factoring (descuento de documentos) se entiende como la compra de cheques/facturas/conformes donde el tenedor del documento se hace del efectivo de manera anticipada a su fecha de vencimiento. Contamos con experiencia regional donde los tenedores de los documentos ceden los derechos del mismo a cambio de un pago anticipado en el MV. En una primera instancia se analizará particularmente el alcance de los entes públicos, su relación con proveedores y si la normativa vigente permite realizarlo.

Dependiendo de la calidad del librador (calificación o prestigio en plaza), es posible que la Pymes alcance un anticipo del 100% de la factura, con una tasa atractiva (tasa librador), ya que el mercado asume un menor riesgo que financiando directamente al tenedor del documento.

Otro instrumento que ha tenido éxito en la región son los fondos mutuos de inversión. Este instrumento realiza inversiones en acciones y/o bonos de deuda locales a través de cuotas partes, lo que significa que los inversores obtienen una rentabilidad a partir del valor de su cuota parte.

Un diferencial de este instrumento es su particularidad de contar con un capital abierto: Su patrimonio puede variar debido a nuevos aportes de ahorristas o venta de las participaciones por parte de sus adquirentes siendo la principal diferencia que tiene con los fondos de inversión ya existentes en nuestro país, donde el capital es cerrado y su participación vence con el vencimiento del instrumento.

Por este motivo, creemos que este instrumento permitiría formar un ambiente favorable para que las Pymes puedan emitir deuda en el mercado y los pequeños ahorristas financien a este tipo de empresas, con un riesgo menor dada la diversidad del portafolio y los bajos montos de ingreso. Es de esperar que la facilidad, por medio plataformas digitales, portales de bancos u otras instituciones financieras especializadas en la materia asegure disponibilidad, rapidez y por tanto mayor liquidez.

Los mercados alternativos sugieren la posibilidad de lograr captar una mayor cantidad de emisores de títulos de deuda en el mercado a través de una regulación más laxa, pero con mayores restricciones en términos de endeudamiento global.

Por último, los mercados regionales son sinergias generadas entre mercados bursátiles de bloques comerciales con el objetivo de promover mayores niveles de liquidez y profundidad de todos los mercados integrantes.

4. HIPOTESIS DE INVESTIGACION

Para alcanzar dichos objetivos, nos planteamos las siguientes hipótesis:

- a. La dimensión del MV es pequeña. El financiamiento del sector privado es accesible únicamente para empresas de primer nivel, generando un entorno poco atractivo para las Pymes.
- b. Los niveles de liquidez en Uruguay son elevados, tanto en inversores institucionales como en ahorristas. Permitirían contar con una base de fondos ociosa capaz de financiar a mayor cantidad de actores en el MV.
- c. Los costos de financiación tradicional y/o la regulación transaccional de emitir deuda en el MV desincentivan la emisión o el uso de instrumentos financieros. Las Pymes que no tienen acceso al crédito bancario quedan por fuera del sistema financiero regulado.
- d. El mayor desarrollo del MV permitiría captar los fondos de pequeños ahorristas incrementando el multiplicador del PIB.
- e. El factoring a través del MV es aplicable en Uruguay y permitirá el financiamiento de empresas y sociedades que hoy no tienen acceso al crédito, así como robustecer el MV interno.
- f. Los fondos comunes de inversión son una buena alternativa siempre que exista una base de ahorristas lo suficientemente amplia y constante para mantener en funcionamiento el instrumento.

5. MERCADO FINANCIERO URUGUAYO

En este apartado se presentarán las principales características del mercado financiero uruguayo, haciendo énfasis tanto en el MV como en el sistema bancario. El objetivo será exponer y sintetizar cuáles son las características, fortalezas y debilidades del sistema financiero local. Se pondrán de manifiesto aquellas cualidades a través de las cuales creemos que es posible dinamizar el MV para luego presentar los instrumentos y reformas que permitan alcanzar un mayor desarrollo del mismo.

5.1. Mercado de Valores NACIONAL

Las autoridades locales del sistema financiero han intentado desarrollar el MV desde hace más de 100 años con la creación de la Sociedad de Bolsa Montevideana en 1867. Esta institución posteriormente se transformaría en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) en 1921. Más allá de lo longevo de esta institución, e incluso luego de la inclusión de la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) en 1993, no se han observado grandes avances en el mercado bursátil local en términos de amplitud, diversificación, liquidez e incluso atracción para los diferentes actores del mercado.

Las razones para esta pobre performance del mercado bursátil local pueden derivarse del (pequeño) tamaño de la economía (lo cual dificulta de manera relevante la creación de economías de escala ante menores niveles de liquidez), de los altos costos de transacción y regulación (mayor restricción para empresas de menor tamaño) o incluso de malas experiencias del pasado que aún no se han superado entre los ahorristas. Todo esto ha conspirado para que los agentes superavitarios de la economía no hayan optado (o ni siquiera hayan tenido

oportunidades) por colocar sus ahorros en instrumentos financieros que devenguen cierta rentabilidad y a su vez sirvan como financistas de los agentes deficitarios.

Es por este motivo que creemos que se deben generar mecanismos que estimulen la intermediación entre agentes, evitando la pérdida de oportunidades de inversión y poniendo a funcionar un círculo virtuoso de crecimiento económico. Más allá de las limitantes mencionadas, seríamos injustos si no contáramos algunos hechos relevantes que han servido como principales promotores del escaso desarrollo e incluso shocks negativos que permanecen en la retina de los ahorristas hasta el día de hoy.

5.1.1. Primer impulso real - Creación de sistema previsional mixto

En el año 1996, el Poder Ejecutivo aprobó la Ley Nro. 16.749, la cual estableció normas de funcionamiento y regulación para el MV. Si bien se observó un marcado dinamismo en los años 96-97, el mismo está asociado a la reforma de la seguridad social realizada un año anterior con la ley 16.713 (Habilitación del sistema mixto previsional). En gran parte de la región donde se tuvo como objetivo el desarrollo del MV, el primer impulso relevante ocurrió a partir de la creación del sistema previsional mixto.

No obstante, este primer impulso no ha sido capaz de diversificar los acreedores en el mercado, dado que actualmente las Afaps son las instituciones que acaparan la gran mayoría de los instrumentos negociados en el MV.

Según el reporte mensual de “Circulante de Valores de Oferta Pública”³ emitido por el Banco Central del Uruguay, el valor de los instrumentos emitidos⁴ en circulación alcanzó **USD 4.789 MM** a Diciembre/2021, lo que representa aproximadamente el 7% del PIB nacional. Por otra

³ <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Merval-Series.aspx>

⁴ No se toman en cuenta emisiones internacionales, Notas del Tesoro/BCU, Letras de Regulación Monetaria/Tesorería ni Bonos del Tesoro.

parte, según el Informe de “Principales Variables del Régimen de Jubilación Por Ahorro Individual Obligatorio - diciembre 2021”⁵, las Afaps presentan un portafolio de **USD 4.332 MM** en los instrumentos detallados anteriormente, por lo que la concentración de los instrumentos emitidos en estas instituciones es del **90%**. De esta inversión, el 21,53% (Literal B) corresponde a instrumentos emitidos por las empresas del sector privado⁶.

Si bien es importante contar con estas instituciones de régimen previsional mixto para que sirvan como impulso al MV en sus etapas incipientes, también trae aparejado ciertos efectos negativos. Debido a la naturaleza del negocio y dado lo finito del abanico de posibilidades de inversión en instrumentos del mercado interno, las Afaps suelen mantener dichos instrumentos hasta su vencimiento (Estrategia Buy & Hold).

Por lo tanto, se acota la liquidez y la profundidad del mercado secundario, que no alcanza a interactuar con instrumentos tales como Fideicomisos Financieros, Obligaciones Negociables (ON) o instrumentos de similar característica. Se debe tener en cuenta que este fenómeno no es particular del mercado uruguayo.

5.1.2. Shocks de liquidez y problemas de agencia

Si bien en los primeros años de operación la ley 16.749 fue exitosa, a partir de 1998 sucedieron algunos hechos que desencadenaron en una pérdida de confianza del MV, en especial asociado a fallas en la normativa y shocks macroeconómicos (crisis local y regional) que derivaron en el incumplimiento de obligaciones por parte de los emisores.

Tal como se comentó en el marco teórico, la estabilidad macroeconómica opera como un regulador per se de la actividad financiera en general (mercado bancario y de valores), dado

⁵ <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Principales%20Variables%20AFAP/esen07d1221.pdf>

⁶ Instrumentos “Literal B”.

que permite que tanto los oferentes como los inversionistas planifiquen sus decisiones de inversión y realicen los movimientos de capital en un ambiente estable y más predecible (perspectivas de largo plazo).

Uno de los casos que marcaron un abrupto freno en el desarrollo del MV fue el concurso en 1998 de la empresa ‘Granja Moro’ (empresa dedicada a la producción de carnes avícolas y derivados fundada en la década del 60’).

A inicios de la década del 90’, la sociedad se consolidaba como la avícola más importante del país, con una facturación cercana a los USD 50MM anuales y un market share aproximado de 70%. Empleaba directamente a 700 personas y se estimaba que de manera indirecta más de 2.000 personas trabajaban para la compañía. Contaba con un volumen de producción que alcanzó 25.000 toneladas en 1996, ubicándola en 6to lugar de producción si se la comparaba con las empresas argentinas del rubro y en 15to lugar si se la comparaba con las empresas avícolas de Brasil (Castillo y Gil, 1998). La información descrita anteriormente sirve para tomar dimensión de lo que representaba la firma para el mercado local.

Granja Moro optó por la emisión de Obligaciones Negociables, primero por USD 3.5MM y luego por USD 10MM. En un principio, logró captar un volumen importante de inversores que confiaron en el repago proveniente de la actividad propia de la empresa. En 1998, luego de perder más de un 60% de su capital, el Banco Central del Uruguay suspendió sus Obligaciones Negociables y finalmente en 2002 se declaró en quiebra, produciendo pérdidas totales en los inversores privados. Luego se constataron prácticas fraudulentas que llevaron a este desenlace, logrando un shock negativo de tal relevancia que aún permanece en la retina de los inversores. Se trata de un caso icónico y que ha afectado la cultura de inversión de los agentes locales.

En este sentido, Humberto Capote (1998) plantea dos problemas económicos que involucran al rol del regulador, en este caso al BCU. El primero de ellos es que los inversores que buscan

rentabilizar sus fondos no cuentan con información completa o conocimiento financiero que les permita distinguir buenos agentes en aquellos no tan buenos, dado que estos últimos intentan aparentar tener los requisitos para ser considerado dentro de los primeros. El segundo error que se plantea es la posibilidad de que, con el objetivo de promover el uso y desarrollo del MV local, se genere un conjunto mayor de operaciones que, en un mercado robusto y con grandes niveles de volumen y liquidez, no tendrían cabida.

Por tanto, es necesario contar con una regulación que facilite, fomente y oriente, generando normativa que otorgue un amplio espectro de información para los agentes privados. Dicho esto, no se debe olvidar que mayores niveles de restricción o de requisitos para la operación en el MV supondrá mayores costos de transacción y un menor fomento a la emisión.

Esta función de juez y gendarme del regulador está implícita en la actualidad bajo la Ley de MV, la cual otorga al BCU la potestad de “velar por la transparencia, competitividad y la autorregulación del MV de oferta pública, así como por la adecuada información a los inversionistas”. Más allá de lo relevante de la función del regulador, no debemos olvidar que en última instancia son los inversores quienes finalmente deciden cómo rentabilizar sus ahorros.

Una característica no menor del BCU como regulador es la “autorregulación”. Esto significa que, si un emisor cumple con los requisitos legales y reglamentarios establecidos, el Banco Central debe proceder a la emisión. La “autorregulación” expone un sutil ordenamiento, débil ex ante y con sanciones contundentes ex post. Por tanto, para robustecer el MV deberíamos acercarnos a una regulación acorde al apetito de riesgo.

Para visualizar la promoción buscada por el legislador, basta citar el decreto N.º 344/96, cuya parte expositiva expresa que la reglamentación de la Ley del MV "debe propender a la dinamización de los mercados de valores en tanto éstos habilitan uno de los mecanismos idóneos para la canalización del ahorro excedentario al sector productivo nacional". En este

sentido, pareciera indicar que el objetivo primordial del Banco Central del Uruguay es la promoción y creación de un mercado profundo y dinámico, previo incremento de restricciones y regulaciones.

Aun así, en el año 2009, la ley 16.749 fue sustituida por la **Ley Nro. 18.627**, la cual introdujo importantes cambios en el sistema normativo donde la regulación y facultades de control del MV pasó al ámbito de la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU. Si bien la misma es más restrictiva y faculta a la Superintendencia de Servicios Financieros en un rol de fiscalizador, no se modifica la función de autorregulación. Por otra parte, en esta ley se creó la Comisión de Promoción del MV.

5.1.3. Volúmenes actualmente transados

Tal como se ha comentado a lo largo de este trabajo, el MV local presenta un estadio de desarrollo muy reducido, con una operativa privada prácticamente inexistente y una alta concentración de instrumentos emitidos por el sector público.

En el intento de comprender y cuantificar el circulante/stock de instrumentos financieros de oferta pública, así como los volúmenes operados diariamente en el mercado interno, se adjuntan las cifras a Diciembre/21 en la Tabla 5.1. Como se puede observar, el circulante se concentra en un 91% (**USD 38.431 MM**) en instrumentos emitidos por el sector público, donde las Emisiones Internacionales (Bonos) representan el 59% de este colectivo, mientras que las Letras de Regulación y las Notas del Tesoro lo siguen con el 36% de los instrumentos emitidos por el Sector Público. Por su parte, y como era esperable, el Sector Privado acumula un magro 9% del total de instrumentos locales emitidos (**USD 3.636 MM**), donde el 80% corresponde a Fideicomisos Financieros. Son prácticamente inexistentes las Obligaciones Negociables y Acciones emitidas por el Sector Privado (1,5% del total emitido localmente).

El monto operado en las bolsas de valores locales (BVM y BEVSA), en 2021 alcanzó **USD 34.053MM**, tal como se expone en la Tabla 5.2. Si bien este monto representa el 59,6% del PIB, se trata de valores muy reducidos comparados con otras geografías. Por ejemplo, en Chile los montos operados durante 2021 alcanzaron el 268% del PBI,

En línea con la tendencia registrada en períodos anteriores, la mayor parte de la operativa se realizó a través de BEVSA, quien concentró en 2021 un 98% del total operado. El desempeño diferencial de la Bolsa Electrónica de Valores se explica fundamentalmente en las transacciones que corresponden a Certificados de Depósito del sector privado en el Mercado Primario y Letras de Tesorería y Emisiones Internacionales en el Mercado Secundario.

En línea con lo anterior, la operativa en el Mercado Primario estuvo constituida principalmente por emisiones de Certificados de Depósitos, los cuales presentaron una participación del 96% por sobre el total operado y corresponden a **USD 23.884 MM**. El Mercado Primario constituyó el 73% del total operado en 2021 con **USD 24.774 MM**. La operativa del Mercado Secundario, con un volumen de **USD 9.729 MM** (27% del total operado en el año), fue realizada principalmente a través de Letras de Regulación Monetaria del Sector Público por **USD 7.694MM** (84% del total).

Dada la preponderancia de la Bolsa Electrónica de Valores en los volúmenes operados durante 2021, en la Tabla 5.3 y 5.4 se expone la operativa realizada en el mercado primario y secundario respectivamente a través de este intermediario en los últimos 5 años. El volumen operado de instrumentos en BEVSA permanece prácticamente constante desde hace 2018, salvo en el año 2020 donde la operativa fue menor producto de las incertidumbres generadas por la emergencia sanitaria declarada por el Poder Ejecutivo. Además, se mantiene el predominio de operaciones en el mercado primario. Con respecto al mercado secundario, se observa una evolución negativa en el período 2017-2022, donde el volumen operado cayó 34%.

5.1.4. Tamaño real del Mercado de valores

Con el objetivo de entender qué tan pobre o pequeño es el MV en Uruguay, en particular en lo que refiere al sector privado de la economía, a continuación, se presentan las empresas que actualmente cuentan con obligaciones negociables emitidas o acciones listadas en el mercado de deuda.

Según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), se estima que Uruguay existen 192.815 personas jurídicas activas⁷ de las cuales únicamente 29 están registradas como emisoras de algún tipo de instrumento⁸ en los registros del Banco Central. Esto significa que únicamente el 0,02% de las personas jurídicas activas en Uruguay utilizan el MV como una fuente real de financiamiento. Si solamente tomamos en cuenta empresas que emiten **ON** y **Acciones** que no son bancos ni empresas públicas, este número se reduce a 16 sociedades, lo que implica prácticamente la inexistencia del mercado de deuda en Uruguay.

Analizando estas 16 empresas, llegamos a la conclusión de que se trata de empresas de primera línea o, al menos, de gran tamaño y reconocimiento en plaza. En el Gráfico 5.1 se observa el promedio de las principales cifras del balance de estas compañías expresado en miles de dólares.

En este sentido, y en línea con fundamentar la línea de investigación del proyecto, entendemos que es relevante contar con un MV desarrollado y sofisticado que pueda ser capaz de captar el ahorro privado local. Con ello, se abrirán nuevas oportunidades (y condiciones) de financiamiento para las empresas (Particularmente las PYMES), quienes actualmente recurren al autofinanciamiento, crédito de proveedores, créditos de personas cercanas y aquellas más formales, recurren al crédito bancario o de microfinanzas, alternativas que no siempre son las

⁷ Datos del INE a Dic/2020

⁸ Certificados de Depósito, Acciones u ON.

más beneficiosas debido a las restricciones normativas y de costos. Por lo tanto, es imprescindible lograr nuevas oportunidades de financiamiento capaces de promover la inversión y fomentar un mayor crecimiento de la economía local.

A pesar del pobre desempeño del MV local y lo indispensable que resulta su desarrollo, se debe remarcar la evolución y el crecimiento que ha tenido el mismo en términos de valores circulantes⁹, los cuales han pasado de **USD 26.970 MM** en 2015 a **USD 42.066MM** en la actualidad (+56%).

Si bien se trata de un MV prácticamente inexistente, no debemos dejar pasar por alto el mayor dinamismo de los instrumentos emitidos por el sector privado en los últimos años. Esto se puede corroborar a través de la participación del Literal B en el Fondo de Ahorro Previsional de las Afaps, que pasa de representar el 11,31% en 2015 al 21,53% actual (Ver gráfico 5.2).

5.1.5. Ventajas de contar con un Mercado de Valores desarrollado

Es amplia la literatura económica que sugiere que el desarrollo del MV tiene efectos positivos en el crecimiento de las economías.

Por un lado, la mayor liquidez del mercado afecta directamente el crecimiento económico medido a partir del índice de capitalización bursátil¹⁰. En este sentido, un mayor índice de capitalización implica una mayor inversión de las firmas de la economía y por tanto, un mayor dinamismo económico. Por otra parte, de manera indirecta, un mayor índice de capitalización del mercado (Capitalización bursátil/PIB) incrementa la inversión, la cual estimula el crecimiento económico (Mohtadi y Agarwal, 2001).

⁹ No se toman en cuenta emisiones internacionales, Notas del Tesoro/BCU, Letras de Regulación Monetaria/Tesorería ni Bonos del Tesoro.

¹⁰ Acciones de una empresa por su precio de mercado.

Adicionalmente, la evidencia empírica acompaña a la teoría en el sentido de que un mayor desarrollo del MV conduce al crecimiento económico, debido a la reducción de crisis de liquidez y productividad (Levine, 1991). Un mercado desarrollado reduce la vulnerabilidad financiera dado que funciona como mercado de “repuesto” ante shocks externos, donde, además, reduce el apalancamiento bancario evitando crisis sistémicas (Licandro et al., 2012).

Por tanto, podemos decir que deben generarse ambientes y contextos favorables que sean capaces de otorgar nuevas fuentes o instrumentos de financiamiento y donde se canalice de mejor manera el ahorro privado. Yartey (2008) explica que cuanto más desarrollado esté el mercado, los agentes de ahorro estarán más propensos a ahorrar dado que la rentabilidad será mayor y esta mayor rentabilidad incluso resultará en un incremento de la tasa de ahorro. Si los mercados son lo suficientemente desarrollados, incluso proyectos de alta rentabilidad podrán compensar a los ahorristas, fomentando el ahorro privado.

Además, el inversor podrá retirar sus fondos en cualquier momento, limitante que actualmente se observa en los instrumentos clásicos de ahorro tales como seguros de vida o depósitos a plazo. Por otra parte, el MV permite que las empresas se financien con estructuras de financiamiento de largo plazo o que financien proyectos que no podrían haberse canalizado por el sistema bancario. Eventualmente, mediante algunos instrumentos específicos, las Pymes podrían obtener financiamiento a menores tasas que las ofrecidas en el mercado bancario.

En la búsqueda de explicar el crecimiento económico a través del desarrollo del MV, El Wassal (2013) explica que movilizar y fomentar el ahorro privado puede incrementar la cantidad y calidad de las inversiones. Mejores decisiones de inversión generarían una mayor tasa de ahorro donde, en el caso que el mismo sea alocado en proyectos con alto rendimiento, la rentabilidad de los ahorristas sería mayor e incluso transformaría al ahorro privado en más atractivo aún.

En consecuencia, mayor ahorro sería colocado en el sector corporativo. Además del aporte al crecimiento de la inversión y su consecuente crecimiento económico, el MV funciona como una “mano invisible” que permite que los individuos financien proyectos privados de largo plazo e incluso podría transformarse en un pistón competitivo entre instrumentos financieros que permitan una mayor eficiencia del mercado.

Dentro de la búsqueda de nuevos instrumentos negociables, se señala que una mayor cantidad de éstos en el MV permite una mejor distribución del riesgo entre los agentes que además es capaz de proveer una estructura de financiamiento de largo plazo que reduce las probabilidades de re-estructura en caso de que el financiamiento fuera de corto. Incluso, a medida que los mercados se desarrollan, es posible generar instrumentos nominados en moneda local, disminuyendo el riesgo de descalce (Licadro et al., 2012).

En resumen, entendemos clave el desarrollo de nuevos instrumentos negociables que permitan lograr una mayor amplitud y crecimiento del MV local para alcanzar:

- Mayor crecimiento económico.
- Mejor asignación de recursos entre los agentes.
- Crecimiento del ahorro privado.
- Reducción de la vulnerabilidad financiera ante crisis de liquidez y productividad.
- Mayor conocimiento e información de empresas que soliciten financiamiento.
- Mejor gestión del sistema financiero no bancario.

5.2. SISTEMA BANCARIO URUGUAYO

El sistema bancario uruguayo cuenta con características particulares que lo hacen ser un sistema sólido, bien regulado, con altos niveles de liquidez y con una cartera crediticia de muy buena calidad.

Está supervisado por la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) quien ejerce la regulación y fiscalización de las entidades que integran el sistema financiero, sin importar su naturaleza jurídica. La SSF depende directamente del directorio del Banco Central del Uruguay (BCU) aunque cuenta con autonomía técnica y operativa. Los cometidos de la SSF de acuerdo con el marco legal vigente son:

- Promover la estabilidad y solvencia del sistema financiero.
- Promover la transparencia y funcionamiento ordenado y competitivo de las entidades supervisadas y los mercados en los que actúan.
- Protección de los consumidores de servicios financieros.
- Prevención y control del lavado de activos y financiación del terrorismo.

Actualmente el sistema bancario local está compuesto por:

- 2 bancos oficiales: Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), Banco Hipotecario del Uruguay (BHU).
- 9 bancos privados: Banco Bandes, Banco Bilbao Viscaya Argentaria (BBVA), Banco de la Nación Argentina, Banco Itaú, Banco Santander, Banque Heritage, Citibank NA y Scotiabank

Además de los bancos también existen otro tipo de entidades que prestan servicios financieros tales como administradoras de crédito, prestadoras de seguro, intermediarios de valores, Afaps, Administradoras de Fondos de Inversión (AFISA), Casas de cambio, entre otros.

5.2.1. Características del sistema bancario

El sistema bancario uruguayo es el responsable de acaparar prácticamente la totalidad del financiamiento de la economía dado que el MV es aún muy pequeño y está poco desarrollado como para lograr captar una mayor cantidad de adherentes. En este sentido, a continuación, se exponen las principales características del mercado bancario nacional.

5.2.1.1. Concentración

Se trata de un sistema bancario altamente concentrado, donde más del 87% de los créditos otorgados por la plaza bancaria local se divide entre 5 bancos. A su vez, se destaca la alta participación de la banca pública en el mercado, donde el BROU y el BHU canalizan el 36% del total de créditos otorgados (29% BROU - 7% BHU)¹¹. En la Tabla 5.5 se detalla la participación de créditos por institución del sistema bancario nacional.

Lo mismo ocurre con los depósitos de los ahorristas, donde el 90% de los mismos se reparte entre los bancos con mayor concentración de crédito. Nuevamente se destaca la participación de la banca pública como principal captador de depósitos, con una participación del 42% sobre el total (40% BROU - 2% BHU). En la Tabla 5.6 se detalla la participación de depósitos por institución del sistema bancario nacional.

Estos datos nos permiten afirmar una de las principales características del mercado bancario nacional: Su concentración. Como se puede observar, el mismo está fuertemente concentrado en 5 instituciones (rasgo no común a nivel regional) donde además se debe hacer énfasis en:

- 1- Existencia de un banco público que acapara casi el 40% del mercado (BROU).
- 2- Existencia de cuatro bancos privados que se reparten más del 50% del mercado (Santander, Itaú, BBVA y Scotia).

En la tabla 5.7 se detalla la composición del mercado (Market Share) tomando en cuenta colocaciones y depósitos de cada institución.

¹¹ Boletín Marzo 2022 BCU: <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Boletin%20SSF/2022/Marzo/indice.htm>

5.2.1.2. Liquidez y solvencia

El sistema bancario uruguayo cuenta con buena salud en términos de solvencia y liquidez dados los altos niveles de pasivos y capital manejados por las instituciones locales en relación a los créditos otorgados.

La liquidez del sistema es la más llamativa de las características del sistema bancario nacional, dado que actualmente los depósitos superan ampliamente a los créditos (2.02 veces), situación que no es común en otros mercados de la región ni en los mercados más desarrollados. Estos buenos niveles de liquidez son uno de los argumentos fundamentales del presente trabajo, dado que pone de manifiesto que los depósitos de los ahorristas en el sistema bancario alcanzan prácticamente el 69% del PIB nacional. Estos ahorros no generan rentabilidad (al estar concentrados en los bancos) y podrían ser utilizados para financiar inversiones atractivas en el MV generando renta. En la Tabla 5.8 se describe la relación créditos/depósitos del sistema bancario.

En cuanto a la solvencia del sistema bancario, según la regulación vigente del BCU, los bancos comerciales deben mantener requerimientos de capital mínimo correspondientes a riesgos de crédito, riesgo de tipo de cambio, riesgo de tasas de interés, riesgo operacional y riesgo sistémico. En este sentido, según el último reporte de la Superintendencia de Servicios Financieros¹², el patrimonio neto de los bancos en comparación al capital mínimo requerido es de 1,83 veces. Esto implica un alto grado de solvencia que sería capaz de resistir adecuadamente escenarios no favorables y que complementa lo comentado acerca de los fondos ociosos en estas instituciones. En la Tabla 5.9 se describe la composición de la adecuación patrimonial del sistema bancario.

¹² Reporte del Sistema Financiero - Marzo 2022 - Banco Central del Uruguay.

Esto claramente trae aparejado dos noticias para el sistema bancario y financiero en su conjunto. En primer lugar, se trata de una buena noticia dado que, evidencia la buena salud del sistema bancario con niveles de reserva que podrían ser suficientes para paliar shocks de liquidez de pequeño/mediano porte. Por otro lado, es razonable pensar que hay un sistema incompleto donde los ahorristas están acotados en términos de colocación y rentabilización de sus ahorros. La demanda supera ampliamente a la oferta incluso por encima de los niveles mínimos de capital requeridos por el regulador. Este último punto no hace más que reafirmar el concepto de que existe una masa de pasivos que no está siendo atendida por opciones de inversión y que podría ser usuaria del MV.

5.2.2. Productos ofrecidos por el mercado bancario uruguayo

Una de las temáticas importantes que intenta exponer este trabajo es la falta de oferta en lo que refiere a la rentabilización de ahorros de los depositantes en Uruguay, así como también el acotado acceso al financiamiento de las Pymes.

Se observa que existe una acotada gama de servicios financieros ofrecidos a los ahorristas, que en su mayoría deciden mantener sus ahorros en una cuenta corriente o caja de ahorro con rentabilidad nula. Para poner en contexto, se pone en conocimiento de algunas de las condiciones para operar en activos de inversión en los bancos de plaza¹³:

Bancos privados:

- Monto mínimo de inversión: USD 10.000
- Productos ofrecidos: ETFs, Fondos de inversión, Fondos Mutuos, acciones, etc.
- Comisión mínima operación: 2% sobre inversión + USD 40

¹³ Información obtenida a través de portales digitales de los principales bancos de plaza local.

- Comisión mínima custodia → Variable por volumen de inversión (Mín. 0,2% - Máx. 1,6%).

BROU:

- Monto mínimo de inversión: USD 1.000 en cuenta (Se debe tener al menos USD 100.00).
- Productos ofrecidos: ETFs, Fondos de Inversión, Acciones, Bonos, Fideicomisos, etc.
- Comisión por administración: 3% sobre distribución.
- Comisión por custodia: 0,32% sobre valor promedio.

Como se puede observar, la oferta es acotada¹⁴ y está destinada principalmente a los segmentos de altos ingresos. Cuenta con elevados costos de transacción.

Por su parte, el acceso de las Pymes al sistema financiero, si bien se ha incrementado de manera notoria en la última década, está lejos de alcanzar el 100% del universo. En términos regulatorios/legales, el decreto N.º 504/007 aprobado por el Poder Ejecutivo en diciembre de 2007 establece que la categorización de un emprendimiento económico se determinará en términos de cantidad de personal empleado y facturación anual. En la Tabla 5.10 se describe la clasificación de las Pymes según facturación y cantidad de personas empleadas.

Según dicho decreto, se entiende como personal empleado a todas aquellas personas listadas en la empresa que realicen aportes al Banco de Previsión Social (BPS), incluyendo a titulares y accionistas. La facturación anual es entendida como las ventas netas de la sociedad excluido el impuesto al valor agregado (IVA).

¹⁴ No se toman en cuenta los depósitos a plazo fijo por considerarse una opción de rentabilidad prácticamente nula.

Según la Encuesta Nacional de MiPymes realizada por el Ministerio de Industria, Energía y Minería (MIEM) en 2017, la bancarización¹⁵ de las Pymes pasó de 57% en 2012 a 72% en 2017. Si bien el crecimiento ha sido relevante, se debe tomar en cuenta que el mismo es dispar entre las micro empresas, las pequeñas empresas y las empresas medianas. Por una parte, tanto las pequeñas como medianas empresas alcanzan prácticamente una penetración bancaria del 100% de su universo, mientras que únicamente el 68% de las microempresas están bancarizadas. Por otra parte, también existe cierta disparidad entre la bancarización de las Pymes de Montevideo y del Interior del País. Mientras que en la capital del país el 76% de las empresas declara tener al menos un servicio bancario, en el Interior del país este porcentaje alcanza al 68%.

Con respecto al acceso al financiamiento, según la Encuesta de MiPymes se observa que:

- 27% de las empresas lograron acceder al crédito.
- 53% se declaró no usuaria del financiamiento bancario o de terceros.
- 20% no pudo acceder al mismo.

En términos de segmentación de MiPymes, el mayor rango de exclusión de financiamiento se observa, como era esperable, en las microempresas, mientras que las medianas empresas son las mayores usuarias del sistema financiero. En el gráfico 5.3 se detalla la composición de acceso al crédito de las Pymes según el tamaño de la empresa.

Uno de los objetivos de este trabajo es poder encontrar instrumentos en el MV que puedan acercar a las Pymes locales al sistema financiero, incluso aquellas que al momento de la encuesta se declararon no usuarias de crédito. El alto de costo del financiamiento es una de las posibles razones por las cuales muchas de estas empresas se declaran no usuarias de crédito

¹⁵ Se refiere a bancarización como la existencia de, al menos, un servicio bancario.

(derivado de mayores tasas según se corresponda a un segmento más masivo) y es por ello que el MV podría ser una solución alternativa. Otro motivo podría ser la exclusión per se del sistema financiero por políticas de las instituciones bancarias o falta de cercanía con las microempresas del Interior.

5.2.3. Sistema bancario como complemento del Mercado de Valores

La literatura internacional, tal como se comentó en el primer apartado, toma en cuenta al sistema bancario como sustituto natural del mercado bursátil en una primera etapa de desarrollo, pero como complementario en una fase de mayor sofisticación del mismo. A nivel mundial y de manera muy reciente en Uruguay, se está observando la figura de los bancos comerciales como estructuradores de operaciones en el mercado bursátil, utilizando sus redes e infraestructura para promover la financiación de las compañías a través del MV. Por el momento, según lo conversado con los bancos de plaza, se observan los siguientes tipos de operaciones:

- Underwriting: Contrato mediante el cual el banco estructura la emisión de títulos emitidos por la sociedad, pre financiando los mismos para su posterior colocación.
- Titulización: Transformación de portafolios de activos en valores negociables, donde la rentabilidad está dada por los flujos de caja de los mismos.

6. MERCADOS REGIONALES

Tal como fuera comentado en los objetivos de este trabajo, se analizará la situación de países regionales con cierta similitud con Uruguay, con el fin de corroborar si existen instrumentos o maneras de gestionar el mercado bursátil que puedan ser adaptables a la economía local y promover el MV nacional.

6.1. CHILE

El MV chileno cuenta con un nivel de capitalización bursátil muy superior al resto de las economías de la región, aunque aún se encuentra muy lejos de los mercados desarrollados (Licandro et al, 2012). Según el ranking de desarrollo financiero del World Economic Fórum, Chile ocupó el lugar 29 en 2012, por encima de países tales como Méjico y Brasil.

Se caracteriza por tener elevados niveles de concentración de oferta y demanda de valores dado el tamaño de las Afaps, quienes dominan el mercado. La liquidez es reducida (aunque en promedio es muy superior al resto de los mercados de la región) debido a la política de Buy & Hold, lo que redundo en una participación prácticamente inexistente de las Pymes en este mercado (Cuevas, 2015).

Esta mejor performance del MV chileno no es una casualidad, sino que se trata de políticas pioneras en la región que comenzaron con la ley de fondos de pensiones (Afaps) y un comienzo desregulado. Esta desregulación, si bien permitió el crecimiento del mismo, tuvo que ser ajustada luego de crisis sistémicas tales como la de 1982. Luego de la crisis, el crecimiento económico y la mayor participación de los límites de operación para Afaps fueron claves para el desarrollo del mercado, que vino atado a una serie de nuevas regulaciones y supervisión para evitar que sucediera nuevamente lo observado en 1982.

Desde el punto de vista de la oferta, los altos costos de cotizar en bolsa debido a la excesiva regulación, impide a las empresas de menor tamaño participar del mercado. Por este motivo, a partir del año 2003, se comenzaron a formular reformas en el mercado de capitales con el objetivo de potenciar y desarrollar el mismo (Parra y Vázquez, 2009). Estas reformas incluyeron:

- Formulación de Nuevos instrumentos.
- Fomento de Pymes y capital de riesgo (emprendimientos).
- Promoción de la competencia disminuyendo costos de intermediación.
- Fomento de ahorro privado mediante flexibilización al sistema previsional.
- Introducción de financiamiento mediante Inversión Extranjera Directa (Mayor integración internacional).
- Exenciones tributarias a las ganancias del capital.

Estas reformas provocaron que el índice de capitalización pase de 8% en 2000 a 25% en 2009. En 2019 había 1.179 empresas listadas en la Bolsa de Santiago, siendo la tercera mayor a nivel regional sólo por detrás de Méjico y Brasil.

Otro de las cualidades destacables del MV chileno es la evolución del sistema de factoring donde Chile fue el primer país de la región en transformar las facturas emitidas por los acreedores en título ejecutivo. Puntualmente, a partir de 2005, las facturas de los acreedores son conformables automáticamente a partir del octavo día de emitida, salvo que el emisor rechace la misma antes de este plazo. Esta iniciativa tuvo un mayor valor agregado incluso a partir de 2014, cuando se autorizó la obligatoriedad de las facturas electrónicas, lo que permitió realizar descuentos de documentos 100% de manera online en un ámbito de negociación.

Se trata de un producto que no ha parado de crecer en el mercado andino salvo por la irrupción de la emergencia sanitaria. Según datos de ACHEF (Asociación Chilena de Empresas de Factoring), la evolución de la industria del factoraje en dicho país creció un 93% en la última década y un 81% desde la concepción de las facturas electrónicas como instrumento obligatorio. En el gráfico 4 se expone la evolución mencionada, donde el stock de facturas negociadas alcanzó un 2% del PIB¹⁶ en Dic/21 e incrementándose 25% con respecto al mismo período de 2020 (Ver gráfico 6.1).

Adicionalmente, según el Servicio de Impuestos Internos, el monto cedido de facturas electrónicas durante el año 2021 alcanzó un total de \$28.938.564 MM, lo que se corresponde con un 12% del PIB. El gráfico 6.2 exhibe la evolución de las facturas cedidas en los últimos 10 años en el mercado chileno.

Con respecto a los fondos mutuos, Chile es uno de los países de la región con mayor utilización de este tipo de instrumentos, donde a Feb/22 el patrimonio de estos activos alcanzó USD 57.058 MM (20% del PIB)¹⁷. Además, se debe comentar que, a dicha fecha, el número de participantes en estos fondos fue de 2.953.352 distribuidos en 2.644 instrumentos.

6.2. PERU

El sistema financiero peruano presenta ciertas similitudes con el sistema financiero nacional, por lo que es interesante observar y entender el desarrollo de su MV como posible solución a la falta de dinamismo en su similar uruguayo. En los últimos 30 años se ha observado un crecimiento importante en su MV, siendo una de las plazas más atractivas de Latinoamérica.

¹⁶ PIB Chile a Dic21 = USD 278.000 MM.

¹⁷ Datos según Informe Mensual de la Industria - Asociación de Fondos Mutuos - Mayo/22

Se trata de un país recientemente estable en materia económica, dado que históricamente había sido catalogado como un país de inflación crónica. Su economía es de las que cuenta con mayor dolarización de la región (al igual que Uruguay pese a los esfuerzos realizados por desdolarizar) y presenta un importante banco público que abarca gran parte de la plaza bancaria local. Según el ranking de desarrollo financiero del World Economic Fórum, Perú ocupó el lugar 41 en 2012.

El sistema bancario es predominante con respecto al mercado de capitales, donde el índice de capitalización bursátil de Perú no supera el 80% del PIB. Se debe destacar que esta es una de las mayores problemáticas de los mercados emergentes, dado que las empresas prefieren financiarse mediante bancos que canalizan gran parte del ahorro local, funcionando como sustitutos del MV. De todas maneras, la expansión del MV ha sido relevante en los últimos años, donde en 1996 el índice de capitalización bursátil era de 23%.

Previo a 1990, la performance del MV fue muy pobre pese a tener instituciones de elevada antigüedad. La bolsa de valores de Lima fue fundada en 1857 y en 1968 fue creada la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV - Actualmente Superintendencia del MV - SMV). En 1988 se estatizó la banca privada, las compañías de seguro y las financieras, donde además se prohibió la negociación de acciones de éstas en el mercado (Licandro et al, 2012). A partir de 1990, se produce un cambio sustancial en el modelo económico peruano, pasando de una economía proteccionista y estatista a un modelo de libre comercio, promoción de la inversión (nacional y extranjera) e internacionalización.

En primer lugar, se derogó la Ley que estatiza la banca, se reestructuró la deuda externa, la inflación bajó de 407% a 73%, se fomentaron las privatizaciones y se buscó concretar Tratados de Libre Comercio (TLC) para potenciar las exportaciones. En segundo lugar, se crean varias leyes que buscan promover el MV tales como la ley de fondos mutuos, la ley del sistema previsional y se exonera del impuesto a la renta a las ganancias de capital generadas por el MV.

Por otra parte, se liberalizó el mercado cambiario y la dolarización de la economía pasó de concentrar el 75% de los depósitos al 45%. Estas reformas se mantuvieron al menos hasta 2011, período en el cual el PBI peruano creció a una tasa promedio de 5% y donde en 2008 se alcanzó el grado inversor para la deuda soberana de corto y largo plazo por las 3 calificadoras de riesgo (Moody's, S&P y Fitch). En referencia a los TLC mencionados, se lograron concretar con Estados Unidos en 2006, Singapur en 2007, Canadá en 2008 y China en 2009 (Tong Chang, 2011).

Es importante remarcar que en el período 1990-1995, el Estado Peruano logra finalmente derrotar al terrorismo y reducir los niveles de pobreza, lo que permitió lograr mayores niveles de institucionalidad y estabilidad macroeconómica, determinantes mencionados en los primeros apartados de este trabajo.

Si bien los avances en materia de crecimiento y estabilidad económica (no política) han sido notorios, hasta 2019 únicamente 250 empresas estaban listadas en la bolsa de valores de Lima. Estos emisores se concentran en los sectores más dinámicos de la economía. En este sentido, la problemática con respecto a Uruguay parece ser similar, pero a una mayor escala. La concentración de estas emisiones se da en banca (22%), Industriales (17%), Minería (12%), Servicios Públicos (10%), Agrícolas (8%), Seguros (8%) y otros (24%) (Pérez, 2020). La concentración, tal como en el caso uruguayo, responde a los altos costos de emisión de deuda, la competencia del mercado bancario y la solvencia de los posibles emisores. Realizar emisiones por menos de USD 10MM no sería razonable dados los costos de transacción, lo que limita el acceso a las Pymes (Licandro et al., 2012). Con respecto a los inversores, las emisiones se concentran principalmente en los Fondos Previsionales (74%) además de compañías de seguros (14%) y fondos mutuos (12%). Respecto a este último punto, los fondos mutuos son una alternativa para que las Pymes participen en el mercado. La ley peruana los define como:

“Fondo mutuo de inversión en valores es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos y operaciones financieras. El fondo mutuo es administrado por una sociedad anónima denominada sociedad administradora de fondos mutuos de inversión en valores, quien actúa por cuenta y riesgo de los partícipes del fondo” (Tong-Chang, 2011, p. 221).

El patrimonio del fondo mutuo se divide en cuotas iguales representadas por certificados de participación emitidos por la sociedad administradora del fondo. Son instrumentos de capital abierto en el sentido de que su patrimonio es susceptible de variar por nuevos aportes o rescate de los existentes. Existe un reglamento de participación donde, entre otras cosas, se expresa que:

- El patrimonio del fondo debe ser superior a USD 200M.
- El número de partícipes no puede ser inferior a 50.
- Se debe constituir la garantía que fije la Superintendencia del MV (SMV).

Además, existe una limitada serie de instrumentos en donde las administradoras pueden invertir el capital del Fondo Mutuo. La diferencia de los fondos mutuos con el fondo de inversión tradicional es que éstos últimos son de capital cerrado, es decir, no pueden ingresar o salir nuevos aportes hasta su vencimiento y tienen menos limitaciones de inversión. En este sentido, los fondos mutuos afectarían positivamente el mercado de renta fija, aunque no serían promotores del incremento de liquidez debido a la estrategia de los inversores de Buy & Hold (Tong-Chang. 2011). Por lo pronto, este instrumento podría utilizarse en el caso uruguayo para fomentar las inversiones de los ahorristas locales.

El mercado peruano también se destaca por contar con un mercado alternativo de valores (MAV), el cual tiene como objetivo flexibilizar los requisitos solicitados en el MV ordinario.

El mismo busca facilitar el acceso de las empresas no corporativas al mercado bursátil. Según la SMV (Superintendencia del MV), entre sus características y flexibilizaciones se destacan:

- Ingresos anuales menores a USD 90 MM.
- Información anual auditada únicamente del último ejercicio.
- Información intermedia auditada semestral y único informe de clasificación de riesgo.

Adicionalmente, en 2014 el gobierno peruano y el sector privado realizaron esfuerzos relevantes para modificar la normativa vigente con respecto a las facturas negociables en el MV de Perú (Zea, Torreblanca y Hoyos, 2018).

Tal como ocurrió en Chile, en Perú se observó que las Pymes contaban con un reducido acceso al sistema financiero, y en los casos que se contaba con el acceso referido, no tenían otra alternativa que recurrir al financiamiento bancario. Con estas modificaciones a la normativa, estableció la obligatoriedad de incorporar una tercera copia en los comprobantes de pago físicos denominada Factura Negociable, la cual es reconocida como un título-valor. La misma adquiere la posibilidad de que se represente mediante anotación en cuenta a través de su registro centralizado en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV). Esta Factura Negociable adquiere el carácter de conformidad obligatoria a los 8 días hábiles de emitida la misma (Ley de presunción de conformidad).

A través de este cambio normativo las Pymes cuentan con la ventaja de obtener un sistema más efectivo de financiamiento a través del factoring, realizado en el ICLV de manera electrónica y con una mayor responsabilidad del emisor del documento dado que la obligación del deudor está representada por un título ejecutivo y no un mero comprobante como lo es la factura comercial. Se debe tomar en cuenta que este sistema no sólo provee a las Pymes de alternativas y un mayor acceso al financiamiento, sino que también debería ser capaz de poder trasladar

tasas de libradores de mejor calificación al tenedor del documento, dada la cualidad ejecutiva de la factura negociable.

A Dic/2014, el 83% del mercado de factoring/descuentos en Perú estaba concentrado en los bancos, mientras que el restante 17% en Fondos de Inversión y otros. Se debe destacar que el crecimiento de este tipo de herramientas de financiamiento creció un 14% entre 2009-2014 (Zea et al., 2018).

Si bien este sistema de financiación mediante facturas negociables se presenta como una gran alternativa al financiamiento tradicional, se observan algunos puntos de atención a solucionar, tales como la posible duplicidad del descuento del documento. Esto sucede debido a que no existe un sistema u organismo centralizado de adelanto de documentos, dado que la factura negociable iría por el sistema de ICLV, pero no así las facturas comerciales capaces de convertirse en un confirming mediante la confirmación de la misma. Por este motivo, una misma factura podría tener dos acreedores.

Las maneras de anotación en cuenta de las facturas negociables en el sistema centralizado mediante:

- Bancos o sociedad financiera
- Agentes de bolsa
- Empresa de factoring

En el caso de las facturas físicas (no electrónicas), una vez registrada la factura, se realizará la desmaterialización del título. Los beneficios de la anotación en cuenta son justamente reducir los costos asociados al manejo físico de facturas y mitigar el riesgo de deterioro, fraude o engaño del título (Zea et al., 2018).

Ventajas de las facturas negociables:

- Liquidez inmediata.
- Seguridad jurídica de las transacciones.
- Reduce informalidad y prácticas de evasión debido al fomento de facturación electrónica.
- Permite la negociación y la baja de tasas de interés.
- Cobro ejecutivo mediante ejecución judicial en caso de impago.
- Permite historial crediticio de Pymes en sistema financiero.
- Agilización de procesos.

Es de relevante importancia comentar el crecimiento de este instrumento en el MV peruano, donde a Mayo/21 se había incrementado el volumen negociado en un 60% con respecto al mismo período de 2020, alcanzando 7.600 millones de soles (1.4% PIB¹⁸).

6.3. COLOMBIA

El análisis del caso colombiano es relevante para la economía uruguaya dado que se trata de una economía principalmente productora de commodities y además cuenta con un alto grado de dependencia de la región.

En la mayor parte de su historia, la economía colombiana contaba únicamente con financiamiento bancario disponible para las personas jurídicas de su territorio. A partir de 1990 comenzaron una serie de reformas y liberalizaciones que fomentaron el uso de nuevos instrumentos y que permitieron la apertura hacia otro tipo de financiaciones no bancarias. Con el objetivo de promover el desarrollo del mercado financiero no bancario, se crean los siguientes instrumentos financieros:

¹⁸ PIB Perú 2021 - 551.714 Millones de Soles según Informe Técnico Trimestral (INEI.Pe).

- Bonos convertibles en acciones.
- Acciones preferenciales.
- Titulización de activos.

En conjunto con estas acciones, se crean las Afaps y el Mercado Electrónico Colombiano. Si bien los instrumentos han fomentado el uso del MV (capitalización del 69% del PIB en 2009), no se observa un incremento del valor transado de acciones (3% en 2009), debido a la concentración de activos en Afaps y las preferencias por otros instrumentos de financiamiento.

Con respecto al descuento de facturas conformadas, el marco legal de Colombia estipula que, una vez emitida la factura, tanto el emisor como el receptor tienen 3 días hábiles para reclamar su contenido. De lo contrario, se considera irrevocablemente aceptada y conformada como título valor, pudiéndose descontar en un ámbito de negociación.

En tanto, los Fondos de Inversión Colectiva (nombre comercial en Colombia para los fondos mutuos), prácticamente no presentan un grado relevante de profundidad en el MV.

6.4. COSTA RICA

El MV de Costa Rica presenta similitudes con el caso uruguayo debido a que en ambos casos se trata de países con una tradición relativamente reciente en el mercado bursátil, comparten la cualidad de que ambos son países pequeños en términos de población¹⁹ y que su principal industria es la exportación de materias primas y alimentos.

En el caso del país centroamericano, la Bolsa Nacional de Valores fue creada en 1976, pero no fue hasta la década de 1990 que se comenzó a fomentar su uso mediante las reformas en la regulación (Hernández y Viquez, 2020).

¹⁹ Uruguay 3.5 MM de habitantes - Costa Rica 5.0 MM de habitantes

En línea con lo ocurrido en Uruguay, el MV de Costa Rica se destaca por presentar un desarrollo reducido y un marcado uso de los instrumentos de renta fija emitidos por el Gobierno. El mercado accionario representa menos del 1% de los valores negociados y no se observa un desarrollo relevante del mercado de derivados. Se pone de manifiesto que es inexistente la integración regional con los mercados de América Latina y el Caribe, lo que a priori podría solucionar los temas del tamaño de la economía costarricense y la falta de dinamismo de su MV.

En este sentido, a raíz de los ya comentados beneficios de contar con un MV desarrollado, el país centroamericano se ha propuesto una serie de medidas con el objetivo de dinamizar el mismo

- Mayor acceso local:
 - Se espera lograr una comunión entre los mercados de valores y bancarios, utilizando los canales de estos últimos para promover el acceso a los servicios ofrecidos por los corredores de bolsa a los ahorristas.
- Integración Internacional:
 - Tal como lo hizo la Alianza del Pacífico y como fuera comentado anteriormente, es prioridad para Costa Rica integrarse a mercados regionales dada la limitante del tamaño de su economía.
- Fortalecimiento y mejora de la regulación y supervisión.
- Mejora y diversificación de productos:
 - Mejorar mecanismos de emisión de deuda pública entre Banco Central y Ministerio de Hacienda.
 - Promover emprendimiento y utilización de bonos, vehículos de acción colectiva y acciones.

El mayor dinamismo del MV está asociado a incrementar el acceso a la liquidez de las Pymes en el país centroamericano, donde este conjunto de personas jurídicas representa el 25% del

empleo nacional y agrupa al 78% de las empresas locales²⁰. Por este motivo, el 31 de agosto de 2021 el Poder Legislativo decretó la modificación del artículo N.º 460 bis y N.º 460 ter de la Ley N.º 3.284 del Código de Comercio. Las modificaciones realizadas son las siguientes:

Artículo N.º 460 bis:

“La factura comercial y la factura de servicios tendrán carácter de título ejecutivo; asimismo, podrán ser transmitidas válidamente mediante endoso”

“Las reglas anteriores serán extensibles a las facturas comerciales y de servicios que están amparadas en documentos electrónicos, en lo aplicable a los sistemas informáticos que permiten la emisión, recepción, transmisión y aceptación de dichas facturas, de conformidad con la legislación o la normativa correspondiente”

“Los comprobantes electrónicos, mensajes de confirmación o cualquier otra señal equivalente que emita o envíe el deudor como manifestación de aceptación tendrán eficacia jurídica y fuerza probatoria”

Artículo N.º 460 ter:

“Toda factura comercial o de servicio, emitida por medios electrónicos, que conste en un documento digital, y debidamente aceptada conforme al procedimiento establecido por la Dirección General de Tributación o mediante la aceptación automática de este artículo, tendrá carácter de título ejecutivo y podrá ser anotada en cuenta por su titular ante una central de valores autorizada, en cuyo caso se tendrá como valor individual para todos los efectos legales

“La Dirección General de Tributación reglamentará los requisitos de forma de las facturas

²⁰ Según expediente de Proyecto de Ley N.º 21.679

electrónicas, así como los mecanismos de aceptación y de consulta pública para que la aceptación de estas pueda ser verificada por terceros”

“La central de valores procederá a la recepción, confirmación, custodia y anotación en cuenta de la factura electrónica como valor”

“La anotación en cuenta de la factura electrónica en la central de valores le otorgará al emisor o al tenedor legítimo de la factura electrónica el derecho de circulación y de negociación de este valor en los mercados secundarios de valores que se organicen al efecto”

“El pagador tendrá un plazo de diez días hábiles, contado a partir de la recepción de la solicitud de confirmación de la factura, para aceptarla, o bien, para rechazarla.”

“La falta de respuesta del pagador, dentro del plazo a que se refiere este párrafo, se entenderá como confirmación de la aceptación de la factura”

Esta modificación a los artículos mencionados no hace más que sentar las bases para el desarrollo del factoring en el MV Costarricense mediante la facturación electrónica. El objetivo final es alcanzar un grado mayor de desarrollo del MV que sea capaz de otorgar mayor liquidez a las Pymes.

6.5. MERCADO DE VALORES DE LA ALIANZA DEL PACIFICO (MILA)

Tal como ha acontecido en los principales mercados bursátiles a lo largo y ancho del planeta, la fusión y regionalización de las bolsas de valores aparecen como una respuesta a un mundo más competitivo, donde las economías de escala, la mayor integración y la reducción de costos juegan un papel clave en la supervivencia de los distintos mercados. Además, también se han observado, más allá de preferencias políticas, nuevas formas de hacer negociaciones, con zonas

de preferencia, uniones aduaneras, tratados de libre comercio, mercados comunes y comunidades económicas (Agudelo, Barraza, Castro y Mongrut, 2012).

Un ejemplo de esto es lo que ha sucedido con Euronext en el año 2000, donde se fusionaron las bolsas de París, Bruselas y Ámsterdam, para luego añadir la bolsa de Lisboa, Oporto y más tarde la de derivados de Londres. Posteriormente, en 2007 Euronext se fusionó con NYSE (Bolsa de NY) formando el primer mercado bursátil transatlántico. En esta misma línea, las bolsas de Estocolmo, Helsinki y Copenhague se fusionaron en el OMX Nordic (2004) para que luego Nasdaq adquiriera a ésta última (Orozco y Ramírez, 2016).

En este sentido, en el año 2011, y luego de varias rondas de negociación, Chile, Perú y Colombia acordaron crear el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el cual fue expresamente realizado con el fin de desarrollar y promover el mercado bursátil. El objetivo era claro: Construir un mercado regional para negociar títulos de renta variable entre las economías del pacífico, otorgando nuevas oportunidades tanto a inversionistas como ahorristas. A esta alianza se le debe sumar la incorporación de México en 2014, marcando una nueva etapa en el desarrollo del bloque regional, el cual podría transformarse en uno de los principales mercados regionales a nivel mundial.

Es importante tomar en cuenta la participación de México en este mercado, dado que se trata de la segunda economía latinoamericana por detrás de Brasil. El objetivo de MILA es crear el mercado regional más grande del continente en términos accionarios, el segundo en capitalización bursátil y el tercero por volumen negociado. La integración regional permitiría a los inversores generar portafolios más diversificados, con mayor liquidez y, a los emisores, conseguir mejores condiciones de financiamiento.

En este sentido, se expone la evolución del MILA desde su creación hasta el año 2017. Se comenta que, si bien se trató del armado de un bloque bursátil y relevante para la región, no ha

tenido el impacto esperado en términos de integración financiera entre los países, incluso con impactos negativos desde la inclusión de México en el mismo (Duarte, Garcés, Vargas y Vásquez, 2018). De todas maneras, debe contemplarse lo reciente del tratado a la fecha del estudio, donde otras variables (incluso no bursátiles) pudieron incidir en este resultado. La evidencia de esto es que la capitalización bursátil de cada uno de los mercados participantes no fue influenciada por el MILA, sino que se mantuvo relativamente estable antes y después del acuerdo regional (Ver Tabla 6.1). Esta menor performance que la esperada inicialmente por el bloque puede deberse a falta de infraestructura, de instituciones participantes y de evolución de la regulación inherente.

En términos de valores, el MILA pasó de contar con un volumen total negociado en 2011 de USD 16.000 MM a USD 140.000 MM en 2013. Si bien se trata de un crecimiento muy importante (+700%), él mismo pudo atribuirse a un muy buen comportamiento económico de los países involucrados (Cabrales y Escobar, 2019).

A fecha de hoy, el Mercado Integrado Latinoamericano cuenta con 736 empresas emisoras de deuda de renta variable, con un total de 112 intermediarios. El valor total negociado alcanzó en 2021 USD 57.000 MM, siendo bastante menor que previo a la pandemia (USD 121.000 MM). En cuanto a capitalización bursátil, la misma alcanzó USD 933.000 MM en 2017, impulsado de alguna manera con la incorporación de México en 2014 y siendo éste su punto más alto desde la creación del Mercado Integrado Latinoamericano. En 2021 se alcanzaron USD 791.000 MM²¹ (-15% con respecto a 2017).

²¹ Según Informes Mensuales del Mercado Integrado Latinoamericano - Mila.com

7. MODELOS REPLICABLES EN EL MERCADO LOCAL

A raíz del análisis realizado acerca de la situación actual de los mercados regionales y de la situación del sistema financiero en Uruguay, entendemos que hay 4 instrumentos que podrían ser replicables en el mercado local y con ello dinamizar el funcionamiento y acceso del mismo.

Bajo esta premisa es que se presenta a continuación el desarrollo del sistema de fondos mutuos/crowdfunding, la posible creación de un mercado alternativo de valores con una regulación más sensible que la estándar, la asunción de un eventual mercado regional y la aplicación de una herramienta para el descuento de facturas en el MV (Factoring).

7.1. CROWDFUNDING

Como antecedente y prueba tangible de la necesidad de fomentar y robustecer el MV, recientemente se incorporó a la normativa local el concepto de “Plataformas de Financiamiento Colectivo”, mediante la circular N° 2.377 del Banco Central del Uruguay (BCU, 2020). La misma trata a grandes rasgos de la creación de una figura legal que regule las plataformas de crowdfunding.

El financiamiento colectivo o crowdfunding es la financiación de un proyecto a través del aporte de un número significativo de individuos. Este instrumento sería capaz de fomentar la financiación de aquellas empresas que a priori no tendrían financiamiento tradicional.

El procedimiento para la utilización de las plataformas de crowdfunding comienza cuando el emprendedor, en el momento inicial, envía su proyecto a las plataformas que utilizan este instrumento. El proyecto es publicado y promovido por tiempo determinado, siendo valorados de manera colectiva o mismo por la plataforma. Existen distintos tipos de crowdfunding:

financiero o no financiero. Dentro de los no financieros destacamos los crowdfunding de donación, recompensa y préstamo. Los primeros son sin ánimo de lucro, los segundos otorgan a los inversores la posibilidad de obtener beneficios no económicos del éxito del proyecto (por ejemplo, si el proyecto es en un club deportivo, todos aquellos “inversores iniciales” podrían llegar a tener membresías vitalicias) y los terceros tienen como objeto la obtención de tasas de interés menores que mediante financiación. Por el lado del crowdfunding de tipo financiero, se destaca el crowdfunding de inversión, siendo un instrumento donde se aportan fondos para obtener participación en el capital o beneficios de un proyecto en particular.

El Centro de Finanzas Alternativas de Cambridge (CCAF, 2021) realiza anualmente un informe global de finanzas alternativas. En su última publicación (2021) informa que el 10% de los modelos de financiamiento alternativo utilizados en los últimos dos años corresponden a crowdfunding. La utilización de los fondos de este instrumento según el informe referido se reparte entre Donaciones, Real State, Acciones y Recompensas (Ver Tabla 7.1)

Trasladando la utilización de este instrumento al mercado nacional, entendemos que se trata de una herramienta altamente disruptiva considerando los altos niveles de bancarización que se exponen en este trabajo. Esto es debido a que este tipo de plataformas de financiamiento colectivo no se encuentran institucionalizadas por actores tradicionales del mercado financiero, tales como bancos, bolsas de valores y aseguradoras (Ver Gráfico 7.1). De todas maneras, y tal como se adelantó en el comienzo de este apartado, el BCU ha comenzado con la regulación de este tipo de plataformas de financiamiento colectivo

En lo que respecta a la reglamentación de este instrumento, al igual que los demás instrumentos de oferta pública, los reguladores definen requisitos para su autorización, límites a la emisión y restricciones al inversor para mitigar, entre otros, el riesgo de crédito y concentración. La normativa alcanza también a las empresas administradoras, buscando mantener separadas las

responsabilidades de cada parte y donde éstas deben dar garantías entre oferta y demanda, pero sin participar como emisor en ningún caso.

A nivel local, y según el artículo 93 bis de la Ley 18.627, se define a las plataformas de financiamiento colectivo como “mercados de negociación de valores de oferta pública abiertos a la participación directa de los inversores y reservados a emisiones de monto reducido”. Por su parte, la mencionada Circular del BCU (N° 2.377), define los siguientes límites para los emisores y administradores de plataformas de financiamiento colectivo:

- Límites de emisión:
 - UI 10.000.000 (USD 1.000.000) en el conjunto de plataforma de financiamiento colectivo.
 - La facturación del emisor no podrá superar UI 75.000.000 (USD 8.200.000) en al menos uno de los últimos dos ejercicios.
- Límites de inversión para inversores pequeños:
 - UI 40.000 por emisión (USD 4.500).
 - UI 120.000 (USD 13.500) en valores emitidos por una misma plataforma.
 - No podrán invertir en valores que incorporen derivados implícitos.

Se define a los inversores pequeños a aquellos cuyos activos financieros sean menores a UI 1.000.000 (USD 100.000). Para los inversores que no sean considerados como pequeños, se aplicará la normativa vigente.

Por tanto, a partir de esta normativa, el desafío de autoridades y administradores de plataformas de financiamiento colectivo, así como de las personas jurídicas en busca de financiamiento de este tipo (principalmente emprendedores), es lograr promover y despertar el interés de pequeños inversores que generen un mayor número de operaciones y liquidez en nuestro MV.

Es de destacar que en la actualidad han surgido inquietudes con respecto a la información necesaria que se solicita a los proveedores de servicios de Crowdfunding y que éstos trasladan a los inversores. Se entiende que las plataformas deben garantizar que los inversores estén debidamente informados y que las evaluaciones de riesgo sean sólidas y congruentes.

De todas maneras, entendemos que se tratan de activos inherentemente más riesgosos que los tradicionales, lo cual va en línea con la normativa comentada:

- Restricciones de volumen en términos de emisión e inversión.
- Menores requisitos de información tales como:
 - Calificación de riesgo.
 - Información periódica.

En el caso de China, hasta 2018 dominó el mercado de financiamiento alternativo, con una participación del 48% sobre el total de inversiones. Sin embargo, a raíz de quejas públicas por alto nivel de fraude y morosidad, el regulador incrementó la regulación y supervisión sobre las plataformas, que resultó en una participación del 1% en 2020 sobre el total de inversiones.

Como se puede visualizar en el Gráfico 7.2, no es de extrañar que los riesgos que más preocupan a la industria son principalmente los cambios en la regulación, seguidos de fraude de clientes y ciberseguridad.

Estados Unidos regula estas plataformas de financiamiento colectivo a través de la Securities and Exchange Commission (SEC, 2017) con obligaciones en cuanto a recaudación máxima, divulgación de información y medio por el cual se transa en el mercado. A su vez, cuenta con una lista taxativa de personas que descalificadas por “mal actor”. Este país, durante la pandemia, aumentó los límites sobre el monto total recaudado por un solo recaudador de fondos y relajó los límites de inversión. Al día de hoy se encuentra en el primer lugar a nivel global en

inversiones de financiamiento alternativas. En comparación, Estados Unidos pasó de un concentrar el 29% de las financiaciones alternativas a contar con un 70% de las mismas.

En este sentido, creemos que mediante una adecuada regulación, que permita generar confianza entre los agentes, las plataformas de crowdfunding podrían otorgar una solución a la falta de dinamismo del MV local.

7.2. MERCADOS ALTERNATIVOS

Tal como se comentó en apartados anteriores, una de las posibles estrategias que se han abordado en la región para dinamizar el MV es la creación de un mercado alternativo.

Los mercados alternativos de valores son soluciones que han aparecido en mercados desarrollados y emergentes, donde el objetivo final del instrumento es lograr una plataforma accesible para que tanto empresas de pequeño y mediano porte puedan encontrar una solución a su falta de financiamiento mediante emisión de deuda propia. No se debe olvidar que las Pymes son responsables de la generación del 40% del PIB nacional y que emplean aproximadamente a más de 1.000.000 de personas. Además, un mayor número de empresas listadas en los mercados expande el abanico de posibilidades de los inversores individuales.

Las características principales de este instrumento recaen en la posibilidad de reducir los costes de transacción a partir de una regulación más blanda en términos de requisitos solicitados (como por ejemplo la periodicidad en la presentación de los estados contables auditados), pero más restrictiva en lo que refiere a montos alcanzables, concentración de acreedores y otros detalles.

En este sentido, el Banco Central del Uruguay ha desarrollado un régimen simplificado de emisión de deuda pública, donde se establece un marco regulatorio especial para este tipo de emisores. Los principales cambios que introduce el proyecto en la regulación del MV son los siguientes:

- Se permitirá la emisión únicamente a personas jurídicas locales sin emisión vigente.
- Las personas jurídicas con facturación superior a UI 75.000.000 (USD 8.200.000) sólo podrán realizar emisiones de deuda pública.
- Las emisiones bajo este régimen no pueden superar los UI 100.000.000 (USD 11.000.000) por emisor o emisores pertenecientes a un mismo conjunto económico.
- Se limita la inversión aplicable a pequeños inversores²² a UI 120.000 (USD 13.500) por inversión o UI 360.000 (USD 41.000) en valores emitidos en régimen simplificado.
- Se flexibilizan los requisitos de información para la inscripción del emisor:
 - No se exige informe de calificadora de riesgo.
 - Se exigen Estados Contables de los últimos dos ejercicios.
 - Informe de Auditoría Externa se sustituye con Informe de Revisión Limitada.
- Se flexibilizan los requisitos de información periódica:
 - No se solicitan los informes que deben acompañar los estados anuales.

Si bien entendemos que el desarrollo de un mercado alternativo de valores es una estrategia necesaria para que las Pymes puedan obtener fuentes de financiación distintas al crédito bancario, también debemos reconocer que no es una herramienta que haya dado frutos relevantes en otras geografías de la región.

En el caso de Perú, que como detallamos anteriormente es de los mercados que presenta mayores niveles de similitudes con Uruguay en términos de concentración bancaria, en 2021 solamente 8 empresas cuentan con emisión vigente.

²² Tal como se comentó previamente, son pequeños inversores aquellos con activos financieros menores a UI 1.000.000 (USD 100.000).

En el caso de Argentina, las Pymes cuentan con un régimen simplificado de emisión, pero los resultados tampoco son alentadores. Según Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), en los últimos 10 años únicamente 338 Pymes realizaron emisiones, donde puntualmente en 2021 la cantidad de emisores alcanzó a 95. En términos agregados, el porcentaje de Pymes que realizaron emisiones en 2021 fue del 1,6% sobre el total.

Con respecto a Chile, siendo uno de los mercados más desarrollados de la región, no cuenta con un régimen simplificado para la emisión de empresas de menor tamaño. Sin embargo, recientemente ha lanzado un mercado específico para la emisión de deuda de empresas del sector tecnológico llamado Scalex Santiago Venture. El objetivo es lograr financiamiento para que aquellas startups que lo requieran lo puedan conseguir mediante el MV local.

En este sentido, considerando que ya existe un proyecto local para desarrollar un mercado simplificado de valores y que los antecedentes a nivel regional no son del todo alentadores, entendemos que no añade valor profundizar en esta herramienta.

Como comentario adicional, nos parece muy atractivo el proyecto llevado a cabo por Chile acerca de emisiones específicas para un sector que para su funcionamiento requiere de financiamiento no tradicional y que la experiencia indica que, en la mayoría de los casos, debe salir de la región para obtener el capital necesario. Este tipo de empresas (Fintechs) son las que, a pesar de tener un componente mayor de riesgo, podrían dinamizar el mercado local en base a los éxitos de otras compañías de su rubro.

7.3. MERCADO REGIONAL

Tal como se mencionó al comentar el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), una de las alternativas que podría elevar los montos transados en el MV local y acelerar una dinámica de desarrollo del mismo sería crear un mercado regional que reúna las principales emisiones de Brasil, Argentina, Paraguay y Uruguay.

Si bien las relaciones políticas entre los integrantes del Mercosur no pasan por su mejor momento, donde históricamente tampoco se han realizado sinergias reales que favorezcan la integración regional, entendemos que hay variables que nos permiten ver con optimismo la colusión en un MV regional.

A continuación, se exponen las variables que podrían favorecer la integración de un MV del bloque:

7.3.1. Consolidar el liderazgo de Brasil en América Latina y posicionarlo como mercado de referencia a nivel global.

Tal como se puede observar en la Tabla 7.2, los índices de capitalización bursátil del MV de San Pablo son los mayores de todas las regiones, destacándose por su marcada superioridad con respecto a otros mercados competitivos tales como Méjico y Chile e incluso con una capitalización mayor que el MV de España. A 2020, la capitalización Bursátil del MV de Brasil comprendía el 47% de las principales bolsas latinoamericanas.

En este sentido, los demás países del bloque (Argentina, Paraguay y Uruguay) podrían observar con optimismo la posibilidad de integrarse a una estructura desarrollada y punzante, integrada a nivel mundial y que podría ser la puerta de entrada a inversores extranjeros en estas economías más pequeñas. Del lado de Brasil, lograr potenciar un MV regional, pero sobre todas las cosas, lograr que Argentina alcance umbrales de desarrollo acordes a su influencia política y económica en la región supondría mayor llegada de capitales extranjeros a la región potenciando a las empresas que operan en BOVESPA²³. En el ínterin, además, Brasil podría lograr captar la liquidez de los mercados del Mercosur para incrementar aún más sus niveles de capitalización y transformarse en un mercado de referencia global. En la actualidad, la bolsa de valores de San Pablo se encuentra listada como la 21^a mayor bolsa bursátil a nivel mundial.

²³ Bolsa de Valores de Sao Paulo.

Tal como se comentó anteriormente, y lo que resulta más llamativo de los mercados bursátiles de la región, es el bajo nivel de desarrollo del MV argentino en términos de capitalización bursátil. Si bien, como se detalló en el apartado de características vitales para un buen funcionamiento y desarrollo del mercado de capitales, se requiere de ciertos niveles de estabilidad política y macroeconómica, realmente llama la atención que este país, siendo la segunda mayor economía del cono sur y la tercera de Latinoamérica, tenga tan bajos niveles de capitalización. En este sentido, Argentina debería enfocar sus esfuerzos en poder lograr un acuerdo con el Mercosur que le permita obtener beneficios del desarrollo ya comentado de Brasil.

7.3.2. Potenciar los mercados de renta fija de la región

Así como se observa que Brasil es el mercado más importante a nivel latinoamericano en términos de capitalización bursátil de los valores de renta variable (acciones), no sucede lo mismo con los niveles de deuda emitidos por los participantes de esta economía. Tal como se observa en la tabla 7.3, las emisiones (en cantidad de emisores), son dispares destacándose la baja participación de Brasil en este tipo de instrumentos.

En este sentido, es clave para Uruguay poder contar con un abanico más amplio de emisiones en el MV y abrirse a aquellos posibles inversores que llegarían (principalmente desde Brasil) si se pudiera conformar una plataforma común de intercambio de valores en el Mercosur.

7.3.3. Aprovechar los niveles de liquidez en los sistemas financieros de la región.

Otra de las fortalezas que tiene la región, en términos de posibilidades de inversión, son los importantes niveles de liquidez con los que cuenta el sistema bancario de Argentina y Uruguay. En este sentido, se puede observar una falta de oferta para la demanda de los ahorristas, que mantienen sus ahorros en los bancos sin generar ningún tipo de rentabilidad (Ver Tabla 7.4)

Esta conducta de los ahorristas puede explicarse por uno de los principios que se mencionó al inicio de este trabajo: Cuando los ahorristas no se sienten protegidos, canalizan sus ahorros a través del sistema bancario. Es por este motivo que integrarse a un sistema más desarrollado y punzante a nivel regional podría suponer un cambio de conducta en este tipo de actores e incluso podría fomentar los mercados locales dada la nueva conducta de los inversores.

En el caso uruguayo, una posible entrada a un mercado regional supondría mayores posibilidades de inversión a los ahorristas, lo que debería fomentar que tanto los bancos como las empresas locales promuevan la utilización del MV con dos objetivos:

- Lograr ofrecer productos de inversión diferenciales, donde los bancos actúen como un asesor de inversiones más sofisticado.
- Incrementar la base de empresas locales que emitan instrumentos de renta (Fija y Variable) dado los mayores niveles de demanda observados.

En nuestra opinión, si bien entendemos que la creación de un mercado común entre los países del Mercosur sería muy favorable para todas las economías del bloque, creemos que la integración regional aún no está lo suficientemente madura como para lograr un acuerdo estructural que permita la creación de un mercado regional altamente desarrollado donde los actores de los distintos países puedan operar sin restricciones.

Por otro lado, si bien la experiencia regional no ha sido del todo beneficiosa para los países que la integran, creemos que los países del Mercosur tienen otros tipos de características que se pueden y deben explotar tales como:

- Liquidez de los sistemas bancarios de Uruguay y Argentina.
- Lo pujante de la industria tecnológica de Brasil²⁴ y Argentina.

²⁴ De las principales 25 Fintechs de Latinoamérica, 15 empresas fueron creadas en Brasil y una en Argentina, componiendo el 64% del total de unicornios de la región que a Diciembre/21 no cotizaban en bolsa. Si tomamos en cuenta el total de unicornios de la región (33), el 67% pertenece a empresas creadas en Brasil, Argentina o

- La posible promoción que podría atraer vincularse a las redes de un socio referente a nivel global como lo es Brasil.

7.4. DESCUENTO DE FACTURAS ENFOCADO EN ENTES GUBERNAMENTALES

Tal como fuera comentado en los apartados correspondientes a los países de la región, el descuento de facturas en el MV es una herramienta que han utilizado varios países para fomentar la liquidez y otorgar nuevas formas de financiamiento a las Pymes.

El pionero en este tipo de instrumento fue Chile, donde recientemente Costa Rica incorporó este instrumento a su MV.

7.4.1. Factoring o Descuento de Documentos

El origen del factoring proviene del comercio de la industria textil entre Inglaterra y EEUU. Con la necesidad de vender sus productos, los comerciantes ingleses enviaban especialistas (factors - agentes) a los puertos y ciudades de sus colonias. Con su experiencia y conocimiento, estos agentes fueron concediendo crédito a los compradores de las colonias bajo su propio riesgo, enviando el monto total de la transacción a Inglaterra. Por esta operación, los agentes cobraban una comisión por el financiamiento a los compradores, originándose el instrumento de factoring.

Hoy en día, en concepto, sigue operando de la misma manera (Ver Cuadro 7.1):

- El proveedor vende su bien o servicio.
- El comprador lo paga mediante un instrumento de crédito (título valor).
- El proveedor vende el documento a través de otra empresa especializada²⁵.

Uruguay (Statista.com: <https://es.statista.com/estadisticas/1253403/capitalizacion-de-mercado-de-las-empresas-emergentes-mas-grandes-de-latinoamerica/#:~:text=En%20enero%20de%202022%2C%20Kavak,en%205.250%20millones%20de%20d%20%B3lares>).

²⁵ Por ejemplo, bancos, financieras, empresas de factoring.

- La empresa que realiza el factoring obtiene rentabilidad a través de una tasa pactada sobre el valor del documento.
- Al finalizar el plazo del documento, la empresa de factoring cobra los fondos del documento.

Por lo tanto, el descuento de documentos se trata de un instrumento financiero utilizado con la finalidad de obtener liquidez a través de la venta del documento. Actualmente los bancos y las empresas independientes de factoring son quienes lideran en el uso de este instrumento.

En este sentido, entendemos que se trata de un instrumento con un evidente potencial para ser negociado en el MV, aprovechando el importante volumen de los ahorristas en el sistema bancario (68% del PIB) y la cantidad de empresas Pymes del mercado local²⁶ (componen el 40% del producto nacional). El multiplicador del PIB se vería incrementado mediante un aumento de liquidez de la economía.

Para evitar problemas de agencia y desconfianza en los inversores, entendemos razonable comenzar a operar en este producto a través de facturas conformadas por entes públicos. La razón de esta operativa es que, a priori, estas facturas cuentan con una probabilidad de impago de 0%. Además, el librador del documento podría financiarse a tasas mucho menores que las que recibiría en cualquier institución financiera dado el bajo riesgo que corre el comprador del documento.

Por este motivo, recurrimos a analizar los proveedores de los entes públicos para tomar dimensión del alcance que podría tener esta herramienta. A priori, sabemos que hay un 73% de Pymes que no es usuaria del crédito bancario. Tomando en cuenta que este tipo de empresas representa el 40% del PIB nacional, se podría incrementar el producto de manera relevante,

²⁶ Existen 103.246 Pymes registradas en BPS según el Informe Cotizantes elaborado por la Asesoría General en Seguridad Social (2020). Según INE, este número asciende a 192.815 (2020).

hasta un máximo del 29% del PIB (USD 16.500 MM). Los proveedores de los entes públicos ANCAP, ANTEL y UTE son detallados en la Tabla 7.5.

Solamente entre estos entes se podría incrementar la liquidez en 1.7% del PIB, alcanzando a una base de 14.498 proveedores.

7.4.2. Operadores y precios actuales del mercado

En el mercado uruguayo actualmente existen varias instituciones y plataformas dedicadas al descuento de documentos y de facturas conformadas. El principal concentrador de este tipo de instrumentos es el sistema bancario, pero además existen plataformas de descuento de facturas y documentos no bancarias tales como Descontalo.uy, Montevideo Factoring y Summa Factoring, entre otros.

En esta línea, los bancos son quienes actualmente ofrecen un precio prácticamente fijo por modelo de atención:

- 20% en UYU y 7% en USD para las Pymes de menor porte.
- 15% en UYU y 4% en USD para las Pymes de mayor porte.

Las empresas de mayor tamaño se analizan particularmente, pero las tasas son menores que las cobradas al segmento Pymes.

Con respecto a las empresas de factoring, el valor de la tasa a cobrar depende del plazo de la factura y el emisor, pero el precio es en su mayoría mayor que los bancos de plaza dado que los clientes de este tipo de instituciones son Pymes o personas sin acceso al financiamiento bancario.

Por lo tanto, entendemos que este instrumento podría llegar a promover la liquidez y el número de operaciones en el MV. Como se comentó anteriormente, promover esta operativa con

descuento de facturas de entes públicos mitigaría los riesgos de agencia e incluso podría trasladar tasas de empresas de mayor tamaño a las Pymes, dada la prácticamente inexistente probabilidad de impago.

7.4.3. Restricciones actuales

En el contexto actual del mercado financiero en su conjunto, existen ciertas restricciones para avanzar en un instrumento de descuento de facturas capaz de ser negociado en el MV. Para ello, es necesario incorporar algunos cambios a la normativa actual, figuras que garanticen la operativa y un ámbito de negociación ágil que permita al tenedor de las facturas hacerse rápidamente de los fondos.

En primer lugar, entendemos muy importante continuar avanzando en la facturación electrónica de las empresas. Cuanto mayor sea el número de empresas que operan bajo facturación electrónica, más fácil será encontrar una solución de descuento digital de facturas, así como también será más ágil todo el ámbito de negociación. En todos los casos de los países analizados, la factura electrónica era descontable en un ámbito de negociación regulado.

En segundo lugar, es necesario contar con una ley que permita que las facturas sean conformadas automáticamente luego de transcurrido un plazo determinado desde su emisión. Esto es debido a que las facturas por sí mismas (sin conformar) no son un título ejecutivo. Los títulos ejecutivos tienen la cualidad de que, en caso de impago y acción judicial, el Juez decreta por defecto:

- Condena al deudor para que pague el monto del título.
- Embargo genérico de bienes y derechos del deudor.
- Notificación al deudor para que apele, con defensas limitadas.

Es importante destacar que existe una Ley²⁷ que permite que los documentos privados, las facturas electrónicas de venta y los remitos electrónicos firmados mediante firma electrónica son considerados como títulos ejecutivos.

A este efecto, tanto Chile como Colombia, Perú y Costa Rica tienen definido este plazo, siendo una modificación fundamental para poder llevar a cabo la operativa en este instrumento (Ver Tabla 7.6).

En tercer lugar, para poder ser negociados en el MV, el instrumento utilizado debe ser calificado como título-valor²⁸. Considerando que las facturas no son definidas como un título-valor, se debe encontrar otra figura que avale este instrumento. Según la ley 14.701, dentro de los títulos valores existentes, se destaca la figura de los títulos valores de participación²⁹, entre los cuales encontramos a los fideicomisos.

Los fideicomisos pueden ser la solución a la falta de calificación de título-valor de las facturas a descontar. Según Vieira y Cores (2013):

“...Los activos crediticios inmovilizados pueden ser convertidos en títulos de crédito negociables en los mercados, cuya cancelación o repago (capital e intereses) se encuentran garantizados con los bienes del fideicomiso”.

En este sentido, entendemos que se podría generar un fideicomiso de participación, donde la garantía del repago sean las facturas conformadas de los entes públicos o empresas de primera línea.

²⁷ Ley 19.671 - Artículo Nº 353 del Código General del Proceso.

²⁸ Según Ley Nº 18.627 - Título IV - Capítulo I - Artículo 13.

²⁹ Acciones, bonos o partes beneficiarias y cuotapartes de fondos de inversión.

Con estas 3 restricciones salvadas (facturación electrónica, facturas conformadas automáticamente y solución a través del fideicomiso para la emisión de certificados de participación), creemos viable la construcción de un ámbito de negociación de facturas donde el tenedor de la factura negocie las mismas a un costo de financiamiento. Estas facturas quedarán como garantía del fideicomiso administrador, quien comercializará las participaciones del mismo. En el cuadro 7.2 se detalla esta operativa.

Para que esto funcione es necesario contar con un ámbito de negociación, preferiblemente una plataforma digital, donde el tenedor del documento pueda hacerse de los fondos con facilidad y rapidez. Debe tomarse en cuenta la característica de este instrumento, donde el plazo hasta su vencimiento suele oscilar entre 60, 90 y 180 días.

Visualizando el Cuadro 7.2, describimos que en los pasos 1 y 2 se entrega el bien/servicio a cambio de la factura, la cual será conformada mediante el librador o mediante el proceso automático descrito anteriormente. La Dirección General Impositiva (DGI) es el organismo que recauda el 80% de los recursos del Estado a través de impuestos. Cuenta con la información de la facturación de cada empresa, ente o institución de territorio uruguayo y según su contador de facturas electrónicas se informan más de 5 millones de facturas por día.

Por este motivo, se trata del organismo que entendemos debe funcionar como contralor para confirmar y emparejar, entre los distintos actores, la veracidad de las facturas. A su vez, debe velar por el control de estas facturas conformadas y asociar situaciones de adelanto de fondos a través de las mismas (nota de créditos), con el objetivo de evitar posibles duplicaciones del documento.

A partir del paso 3 es que comienza la operación del instrumento. El tenedor de la factura la cede al ámbito de negociación y recibe el valor del documento menos la comisión por el adelanto. Los fondos para la negociación surgen de la compra de cuotas del fideicomiso,

donde la garantía de estas participaciones son las propias facturas. Al vencimiento, el fideicomiso se hace con los fondos del librador de la factura, distribuyendo los mismos entre los acreedores de las cuotapartes. En caso de impago, se inicia el reclamo judicial.

Con respecto a la operativa, debemos aclarar dos cosas:

1- La primera etapa de este instrumento se concentrará en entes públicos, por lo que la posibilidad de impago es nula. El objetivo detrás de esto es generar confianza entre los inversores.

2- Entendemos que, previo a que el tenedor de la factura opere directamente en el MV a través del fideicomiso, existirán sociedades o instituciones especializadas (empresas de factoring, bancos o incluso Afaps) que comprarán estos documentos a los tenedores para luego descontarlos en el ámbito de negociación.

Entendemos que este es un instrumento que podría fomentar el MV dado que se cumplen ciertas cualidades que lo hacen interesante.

Por el lado de la Pyme, se otorga la posibilidad de otorgar liquidez de una manera sencilla y segura. Por el lado del inversor, se presenta un instrumento de alta capacidad de repago, de corto plazo y con la facilidad de realizar inversiones en cuotapartes de un fideicomiso, facilitando el acceso a pequeños inversores.

Finalmente, por el lado del sistema en general y como ya se comentó, se cuenta con una base de depósitos relevante que representa al 68% del PIB, lo que podría generar un impacto muy importante en materia de liquidez a la economía en su conjunto.

7.5. FONDOS MUTUOS

Otro de los instrumentos comentados y que han sido utilizados a lo largo de los mercados regionales son los Fondos Mutuos. Los Fondos Mutuos (FM) son aportes de diferentes inversores que se unifican en una cartera de instrumentos diversificados para canalizarlos en el mercado financiero. Este instrumento ofrece la oportunidad de invertir en bolsa a pequeños inversores que, a través de otras herramientas, no podrían acceder al MV, incrementando la base de financiamiento a empresas.

Según K. Geert Rouwenhorst (2004) los Fondos Mutuos tienen su origen en Holanda, con la creación en 1774 de un fideicomiso llamado Eendragt Maakt Magt, “la unidad hace la fuerza”. Al igual que al día de hoy, este fondo en particular tenía el objetivo de posibilitar la diversificación de inversiones y administrar riesgos.

Estos fondos de inversión eran cerrados, la recompra o nuevas emisiones no eran normales o su precio no estaba acorde al valor del activo subyacente. Sin embargo, en 1924, la compañía estadounidense de Boston, Massachusetts Investors Trust, nos condujo al moderno fondo mutuo del día de hoy. Creado con 50 mil dólares, se transformó en el primer fondo con capitalización abierta al mundo, con rescates y precios proporcionales al valor de la cartera del fondo.

Según la Federación Iberoamericana de Fondos Mutuos (FIAFIN, 2022), más de 50 millones de personas físicas en Latinoamérica invierten en fondos mutuos, mientras que las personas jurídicas se quedan con el 5% del total.

Brasil cuenta con más de 30 millones de clientes concentrados en aproximadamente 27 mil fondos mutuos, que representan un 80% de su PBI, con 1.5 mil millones de dólares invertidos. Más cercanos a la realidad uruguaya, Costa Rica con un PBI de 60 mil millones de dólares, participa con un poco menos de 7 mil millones de dólares en fondos mutuos (12% PIB) y 168 mil clientes. Chile invierte en este tipo de instrumentos en el orden del 20% del PIB, México

un poco más del 10% y más atrás Perú y Argentina, con un 5% del PIB. Por su parte, en Uruguay el porcentaje apenas ronda el 1% del PBI.

Sin embargo, según el último reporte de Series Estadísticas del Banco Central del Uruguay, las AFAP (BCU, 2022) cuentan con 18.6 miles de millones de dólares en su Fondo de Ahorro Previsional (FAP), propiedad de los trabajadores (1.5 millones de afiliados), lo que representa el 35% del PBI. Transformándose una de ellas, República Afap, en el mayor operador en volumen de fondos, dentro del MV del Uruguay.

En forma resumida y esquemática, José Jesús Tong Chang (2011) expone en etapas el crecimiento económico y el funcionamiento de los fondos mutuos.

En primer lugar, los inversionistas deciden ahorrar, consumir o invertir en colocaciones a través de administradoras o plataformas de inversión de fondos. A través de los fondos mutuos se demandan títulos que son correspondidos en el MV por parte de empresas que buscan fomentar sus proyectos. Cuando los proyectos son buenos, crean valor y fomentan el crecimiento económico. En algunas ocasiones, incluso el Estado puede acompañar a las empresas en la búsqueda de financiamiento, resultando en crecimiento económico mientras sus proyectos no se limiten a cubrir déficit.

Si este proceso se cumple, se genera a su vez un círculo virtuoso en donde a mayor crecimiento, mayores ingresos para inversionistas y mayor ahorro privado, volcándose nuevamente a este tipo de instrumentos y generando un mayor crecimiento económico.

Como mencionamos anteriormente, las Afaps en la administración del FAP se vuelven un actor predominante en el MV. Estos inversores participan con una fuerte demanda de títulos y tal como se mencionó, de igual forma, los fondos mutuos hacen lo suyo.

A su vez, vale aclarar que dentro de la composición de la cartera del FAP, el Literal B compuesta íntegramente por instrumentos de financiación del sector privado, tiene un límite del 50% del fondo.

En lo que respecta a valores actuales de acuerdo a recientes series estadísticas emitidas por el BCU, ninguna administradora supera el límite en referencia, con un mínimo de 19.5% y un máximo de 31.7%. Adjudicando un resultado promedio del todo el sistema de 27.5%, dando un margen de inversión del 22.5% restante, en instrumentos del literal B.

En este sentido, entendemos que si bien es un instrumento que se utiliza en todas las latitudes analizadas, en el mercado local ya existen herramientas similares que no han tenido el éxito esperado. Por lo tanto, el esfuerzo de las autoridades no debería estar enfocado en este producto.

8. CONCLUSIONES

Tal como se comentó en el inicio del documento, el objetivo final de este trabajo era entender el MV uruguayo y analizar aquellas cualidades que podrían fomentar su desarrollo, evolución y masificación.

En nuestra opinión, creemos firmemente que existen características propias del entorno macroeconómico y del sistema financiero en su conjunto que permitirían generar mayores oportunidades, tanto para el pequeño ahorrista como para los inversores institucionales, las instituciones financieras y principalmente para aquellas Pymes con menor acceso a financiamiento.

En este sentido, **a raíz del análisis realizado podemos concluir lo siguiente:**

Uruguay cuenta con niveles de estabilidad institucional, política y económica que lo hacen destacarse en una región inestable. Contar con un MV sofisticado y dinámico podría atraer inversores e incrementar la liquidez de la economía en su conjunto. Las malas experiencias previas han impactado en el crecimiento del mismo.

El tamaño de la economía es reducido y repercute en la cantidad de actores que podrían llegar a utilizar el MV. Por este motivo es fundamental lograr una integración regional con el Mercosur, con el objetivo de lograr la unión de las bolsas de valores de Sao Paulo, Buenos Aires, Asunción y Montevideo. Este es el camino que han tomado las principales bolsas del mundo, tales como EuroNext, Nasdaq y más cercano geográficamente, el Mercado Integrado Latinoamericano.

El sistema bancario concentra prácticamente la totalidad de las opciones de financiamiento e inversión en el país, siendo competidor natural del MV local. Es necesario contar con un sistema bancario integrado que sea complementario del MV. En lo que refiere a las Pymes, el 53% de este conjunto de empresas no es usuaria de crédito.

Al día de hoy existen depósitos de ahorristas en los bancos comerciales por un monto cercano al 68% del PIB nacional, que podría ser volcado a activos que generen rentabilidad, impulsando la liquidez de la economía y actuando directamente sobre el multiplicador del PIB.

La emisión tradicional de acciones y obligaciones negociables de los países analizados (Chile, Colombia, Perú y Costa Rica) es muy similar a la realidad local. Si bien se trata de volúmenes mayores por un mayor tamaño de la economía, las mismas están concentradas en los sectores con mayor dinamismo y en las empresas de mayor tamaño.

El análisis desarrollado indica la relevancia de contar con mercados sofisticados para alcanzar niveles de financiamiento e inversión que permitan generar el círculo virtuoso de financiamiento e inversión. Por este motivo, se analizaron diferentes instrumentos que entendíamos que podrían fomentar el MV local:

- Mercados alternativos.
- Mercados integrados.
- Crowdfunding.
- Descuento de Facturas.
- Fondos Mutuos.

La experiencia regional indica que los mercados alternativos no son un instrumento que fomente el MV *per se*, dado que los mercados no tienen la suficiente profundidad como para mantener altos niveles de emisión en los segmentos de empresas que no sean de primera línea.

La alternativa que propone Chile, y que nos parece muy interesante, es la posibilidad de contar con un mercado específico para fintechs. El espíritu es el de crear un entorno para inversión de activos donde los participantes conozcan el alto riesgo de la misma pero donde la rentabilidad puede llegar a ser elevada (El riesgo de invertir en este tipo de mercados no sería perder dinero, sino perder una buena oportunidad).

Los mercados integrados deben ser solución al tamaño reducido de la economía local y por ello el sistema político debe trabajar en la consecución de un mercado regional a nivel del Mercosur. Somos conscientes de las dificultades en las relaciones políticas entre los países del bloque, pero debemos superar esas barreras si queremos alcanzar un mayor desarrollo de nuestro MV.

Tanto el Crowdfunding como los fondos mutuos son instrumentos utilizados en otras regiones (Chile principalmente), pero no ofrece una solución de fondo para la falta de financiamiento de las Pymes distinta a otro tipo de activos vigentes hoy en el sistema financiero tales como fondos de inversión o fideicomisos financieros.

De todos modos, vale aclarar que el crowdfunding puede tener su auge en donaciones o real state, pero con volúmenes no significativos e irrelevantes en el MV. A su vez, en este tipo de instrumentos con participación de agentes no institucionalizados, la normativa debe subsanarse con sutil ordenamiento y percepción de regulación, débil ex ante y sanciones contundentes ex post.

Por último, creemos que el descuento de facturas es el instrumento que se debe fomentar para poder potenciar el financiamiento de las Pymes y del MV en general. Con esta herramienta, tanto bancos como instituciones financieras actuarían como complementarios al mercado, dado que serían el principal nexo entre los tenedores de documentos y el fideicomiso de inversión.

Sin embargo, en primera instancia, entendemos que, al no existir figuras en el mercado uruguayo con experiencia en este aspecto, debería ser utilizado únicamente con facturas emitidas por entes públicos, denotar buena experiencia desde los actores participantes, con el objetivo de crear confianza entre los agentes, dado el bajo riesgo inherente.

A su vez, el auge de los fideicomisos, con su versatilidad en sus distintas formas, son la figura propicia para instrumentar este activo subyacente. De todos modos, su estructuración debe acompañar el periodo de conformación de la factura (máximo de 10 días).

En esta monografía se recorrieron varias aristas del sistema financiero local, de las instituciones, de la economía en su conjunto y de la realidad de los mercados regionales.

Si bien entendemos que un mayor dinamismo del MV es posible, este crecimiento no será posible sin que la Comisión de Promoción del MV reúna los consensos necesarios en el ámbito político. Debemos tomar en cuenta que los instrumentos planteados necesitan contar con reformas estructurales y regulatorias que propicien su operativa.

9. BIBLIOGRAFIA

Borges, M.; Landaberry, M.; Licandro, G.(2012). *Determinantes del desarrollo de Mercados de Capitales: Estudios de casos de Chile, Colombia y Perú*. Banco Central del Uruguay. Recuperado el 28/10/2021 en <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/8.2012.pdf>

Malca, C (2015). *Análisis y desarrollo del mercado de capitales y su contribución en el crecimiento de la actividad económica en el Perú, período 2000 – 2014*. Facultad De Ciencias Contables, Económicas Y Financieras Escuela Profesional De Economía. Recuperado el 28/10/2021 en <https://repositorio.usmp.edu.pe/handle/20.500.12727/2466>

Chiappara, M; Fatás, A (2012). *El MV en el Uruguay: el caso de las Obligaciones Negociables. Un análisis de su evolución desde 1996*. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, UDELAR. Recuperado el 28/10/2021 en http://fcea.edu.uy/Jornadas_Academicas/2013/file/ECONOMIA/El%20mercado%20de%20valores%20en%20el%20Uruguay.pdf

Capote, H (1998). *El Mercado De Capitales En el Uruguay: Presente y Perspectivas*. Revista de Economía - Segunda Época Vol. V N° 1 - Banco Central del Uruguay. Recuperado el 28/10/2021 en <http://www.bvrie.gub.uy/local/File/REVECO/1998/Capote.pdf>

Instituto Nacional de Estadística. (s. f.). INE. <https://www.ine.gub.uy/>

Banco Central del Uruguay. (s. f.). BCU <https://www.bcu.gub.uy/>

Bolsa Electrónica de Valores s.a. (s. f.). BEVSA <https://web.bevsa.com.uy/>

Bolsa de Valores. (s. f.). BVM. <https://www.bvm.com.uy/>

Securities and Exchange Commission (SEC). (2017). SEC.gov | Regulation Crowdfunding. SEC - Regulation Crowdfunding. <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>

Banco Central del Uruguay. (2020). MV - EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE PLATAFORMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO - REGLAMENTACIÓN. <https://www.bcu.gub.uy/Circulares/seggci2377.pdf>

Cambridge Judge Business School. (2022). CCAF publications - Cambridge Centre for Alternative Finance. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

Fintech Iberoamérica. (s. f.). Inicio | Alianza Fintech Iberoamérica. https://www.fintechiberoamerica.com/files/ugd/ce05b9_5b519b6ea5134e74a7a3f77a5991cd10.pdf

Biblioteca Virtual de Recursos para la Investigación Económica. (s. f.). BVRIE. <http://www.bvrie.gub.uy/>

European Banking Authority. (2021). EBA consults on draft technical standards setting requirements for. <https://www.eba.europa.eu/eba-consults-draft-technical-standards-setting-requirements-crowdfunding-service-providers>

Jornadas Académicas FCEA. (s. f.). FCEA. <http://fcea.edu.uy/investigacion/jornadas-academicas-fcea.html>
Handbook FIAB

Rouwenhorst, G. K. (2004). The Origins of Mutual Funds. Specialized Research Networks. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146

Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión. (2022). FIAFIN - Estadísticas por país. <https://www.fiafin.org/estadistica/showPaisTipo>

Banco Central del Uruguay. (2022). Afap - Series Estadísticas. <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Series-Estad%C3%ADsticas.aspx>

Chang, J. J. T. (2011). Los fondos mutuos en el MV del Perú: ¿una oportunidad de inversión? Dialnet. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/tesis?codigo=118923>

Castillo, A., & Gil, R. (1998). *Granja Moro*. Repositorio académico digital - Universidad ORT. <https://dspace.ort.edu.uy/handle/20.500.11968/2844>

Fiab - Federacion Iberoamericana de Bolsas. (2022). FIAB - Federación Iberoamericana de Bolsas. <https://www.fiabnet.org/publicaciones.php>

García, V., & Liu, L. (1999). *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development*. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/15140326.1999.12040532>

Spyromitros, E. (2020). *The effect of corruption on stock market volatility*. Journal of Applied Finance & Banking. https://ideas.repec.org/a/spt/apfiba/v10y2020i2f10_2_6.html

Shahbaz, M., Ahmed, N., & Ali, L. (2008). *Stock Market Development and Economic Growth: Ardl Causality in Pakistan*. International Research Journal of Finance and Economics. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.453.2757>

Shahbaz, M., & Rahman, M. (2010). *Foreign Capital Inflows-Growth Nexus and Role of Domestic Financial Sector: An ARDL Cointegration Approach for Pakistan*. Journal of Economic Research 15. https://www.researchgate.net/publication/228670799_Foreign_Capital_Inflows-Growth_Nexus_and_Role_of_Domestic_Financial_Sector_An_Ardl_Co-integration_Approach_for_Pakistan

Tirole, J., & Holmstrom, B. (1993). *Market liquidity and performance monitoring*. The University of Chicago Press Journals. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/261893>

Čihák, M. (2013). *Benchmarking Financial Systems around the World*. Open Knowledge World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/12031>

Wassal, E. K. A. (2013, 25 mayo). *The Development of Stock Markets: In Search of a Theory / International Journal of Economics and Financial Issues*. EconJournals. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/489>

Pascale, R. (2009). *Decisiones Financieras*. Ricardo Pascale. Doku. <https://pdfcookie.com/documents/decisiones-financieras-ricardo-pascale-libro-completo-o2npwx3roxv4>

Córdoba Padilla, M. (2015). *MV - 1ra Edición*. Ecoe Ediciones. https://www.academia.edu/44204718/Mercado_de_valores

Cabello, A., López, F., & Ortiz, E. (2010). *Mercados de capital emergentes y desarrollo e integración*. FLACSO Andes. <https://flacsoandes.edu.ec/buscador/Record/oai:clacso:clacso:D1268>

Mohtadi, H., & Agarwal, S. (2007). *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries*. Research Gate. <https://cpb-us-w2.wpmucdn.com/sites.uwm.edu/dist/0/252/files/2016/07/PA1-4-01-xuvkfs.pdf>

Yartey, C. (2008). *The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?* IMF. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Determinants-of-Stock-Market-Development-in-Emerging-Economies-Is-South-Africa-Different-21646>

Schwab, K. (2013). *The Financial Development Report 2012*. World Economic Forum. <https://reports.weforum.org/financial-development-report-2012/>

Kamil, H. (2015). *El MV como Palanca de Financiamiento de la Inversión en Infraestructura en Uruguay: Oportunidades y Desafíos*. Ministerio de Economía y Finanzas. <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/comunicacion/publicaciones/mercado-valores-palanca-financiamiento-inversion-infraestructura-uruguay>

Licandro, G., Borges, M., & Landaberry, M. (2012). *Determinantes del desarrollo de Mercados de Capitales: Estudios de casos de Chile, Colombia y Perú*. BCU. <http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/8.2012.pdf>

Jara, O. (2009). *El MV como Alternativa de Financiamiento para las Mypes*. Universidad Mayor de San Andrés. <https://repositorio.umsa.bo/handle/123456789/2240?show=full>

Recopilación de Normas del MV. (2022). BCU. <https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Documents/Reordenamiento%20de%20la%20Recopilaci%C3%B3n/Mercado%20de%20Valores/RNMV.pdf>

Informe de Estabilidad Financiera 2021. (2022). BCRA. http://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_de_estabilidad_financiera.asp

Boletines Estadísticos y Financieros. (2022). BCP. <https://www.bcp.gov.py/boletines-estadisticos-i62>

Sistema de Informações de Créditos - SCR. (2021). Banco Central do Brasil. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sistemacosif>

Actividad, Empleo y Desempleo Febrero 2021. (2021). Instituto Nacional de Estadística. https://www.ine.gub.uy/inicio/-/asset_publisher/qCQOi0UnXKap/content/actividad-empleo-y-desempleo-febrero-2021/maximized

Gonzales, D. D. L. C. (2020). *La factura electrónica como título valor | Derecho & Sociedad*. Asociación Civil Derecho & Sociedad. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechosociedad/article/view/22448>

Comportamiento de la Economía Peruana en el Cuarto Trimestre de 2021. (2022). Instituto Nacional de Estadística e Informática. <https://www.gob.pe/institucion/inei/informes-publicaciones/2950437-comportamiento-de-la-economia-peruana-en-el-cuarto-trimestre-de-2021>

Zea, V., Hoyos C., Torreblanca, J. (2018). *Oportunidades de mejora a la regulación sobre facturas negociables y su registro centralizado en la ICLV para promover el financiamiento de las Mipymes con dichos instrumentos a través del Mercado de Capitales y garantizar su cobro ejecutivo*. Repositorio Académico UPC. <https://repositorioacademico.upc.edu.pe/handle/10757/624014>

Zegarra, I. E. H. (2020). *Perspectivas del financiamiento corporativo y el MV del Perú | Retos*. Revista de Ciencias de Administración y Economía. <https://retos.ups.edu.ec/index.php/retos/article/view/19.2020.08>

Pérez, E. L. (2020). *Principales características del MV en el Perú, año 2019*. Repositorio Institucional UPN. <https://repositorio.upn.edu.pe/handle/11537/28152#:~:text=Por%20lo%20que%20se%20concluye,presenta%20una%20alta%20concentraci%C3%B3n%20de>

Mendiola, A. (2016). *Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del MV peruano*. Universidad ESAN. <https://repositorio.esan.edu.pe/handle/20.500.12640/106>

Mendiola, A. (2014). *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú*. Universidad ESAN. <https://repositorio.esan.edu.pe/handle/20.500.12640/120>

Vásquez, V. J. A. (2020). *Determinantes del desarrollo del MV en el periodo 1997–2017*. PUCP. <https://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/181410>

Malca, C. (2015). *Análisis y desarrollo del mercado de capitales y su contribución en el crecimiento de la actividad económica en el Perú, período 2000–2014*. Repositorio USMP. <https://repositorio.usmp.edu.pe/handle/20.500.12727/2466>

de la Hoz, J. A. G. (2015). *Régimen jurídico actual de la factura como título valor*. Universidad Sergio Arboleda.

<https://revistas.usergioarboleda.edu.co/index.php/Cuadernos/article/view/991>

Informe Mensual de Renta Variable. (2021). Bolsa de Valores de Colombia.

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/historicoInfBursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub76930762_11df8ad6f89_-77357f000001=rp.docURI%3Dpof%253A%252Fcom.tibco.psx.model.cp.DocumentFolder%252Fe0f9a81_14acb6972a6_-43930a0a600b%26rp.currentDocumentID%3De0f9a81_14acb6972a6_-43930a0a600b%26action%3DopenDocument%26addDefaultTarget%3Dfalse%26

Bohórquez, A. B. (2016). *Financiamiento de pymes a través del segundo MV en Colombia*. Universidad de La Salle. https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas_comercio/24/

Pazmiño, R. F. J. (2019). *Repositorio Digital UIDE: Análisis comparativo del MV: Ecuador, Colombia, Perú y propuesta de medidas para el desarrollo del caso ecuatoriano*. UIDE. <https://repositorio.uide.edu.ec/handle/37000/3927>

Fradique-Méndez, C. (2014). *Guía del MV*. Bolsa de Valores de Colombia.

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036_147b6b20b27_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Lavagna, M. (2022). *Informe de avance del nivel de actividad - Cuarto Trimestre de 2021*. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/pib_06_223DB97C9F39.pdf

Lavagna, M. (2022). *Informe de avance del nivel de actividad - Primer Trimestre de 2022*. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/pib_06_223DB97C9F39.pdf

Financiamiento en el mercado de capitales - Informe Mensual. (2022). Comisión Nacional de Valores. <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes?columna=4>

Pérez-Manzo, O. (2015). *Análisis del MV Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES*. Redalyc.org. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=582663827003>

Pozo, L. (2021). *Financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en el MV a través de la emisión de facturas comerciales negociables: análisis de casos*. Universidad Andina Simón Bolívar. <https://repositorio.uasb.edu.ec/handle/10644/8350>

Hernández, P. (2020). *El MV de Costa Rica y su falta de desarrollo en el periodo de 1985–2016: desde un enfoque del modelo Español*. UNA.

<https://repositorio.una.ac.cr/handle/11056/21406>

Sector Financiero en Uruguay - Noviembre 2020. (2020). Uruguay XXI.

<https://www.uruguayxxi.gub.uy/es/centro-informacion/articulo/sector-financiero/>

Memoria 2021 y Plan de Actividades 2022. (2022). Superintendencia de Servicios Financieros. https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Memoria_PlanDeActividades_SSF.aspx

Reporte del Sistema Financiero - 3er. Trimestre 2021. (2021). Superintendencia de Servicios Financieros. <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Reporte-Estabilidad-Financiera.aspx#:~:text=El%20endeudamiento%20de%20las%20familias,1%25%20en%20diciembre%20de%202020>.

Reporte del Sistema Financiero - 1er. Trimestre 2022. (2022). Superintendencia de Servicios Financieros. <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Reporte-Sistema-Financiero-Resumen.aspx>

E.C. (2017). *Encuesta Nacional de MiPymes 2017.* Ministerio de Industria, Energía y Minería. <https://www.gub.uy/ministerio-industria-energia-mineria/comunicacion/publicaciones/encuesta-nacional-mipymes>

Informe de Cuentas Nacionales - Primer Trimestre de 2022. (2022). Banco Central del Uruguay. <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Ultimo-informe-disponible.aspx>

Reyes Zárate, F. (2016). *Mercado integrado latinoamericano (MILA): un análisis de integración financiera y volatilidad.* Estocástica: Finanzas y Riesgo. <http://estocastica.azc.uam.mx/index.php/re/article/view/17>

Arbeláez-García, D. (2016). *Efectos estacionales en los mercados de capitales de la Alianza del Pacífico.* Universidad ICESI. http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232016000400358

Bautista, A. P. (2015). *Incidencia de la profundización financiera en el crecimiento económico de los países que componen la Alianza del Pacífico - hdl:20.500.12010/822.* Revista Análisis Internacional. <https://expeditiorepositorio.utadeo.edu.co/handle/20.500.12010/822>

Liera, S. F. (2016). *La Alianza del Pacífico: una apuesta para la libre movilidad y la integración / Revista Mexicana de Política Exterior.* Revista Mexicana de Política Exterior. <https://revistadigital.sre.gob.mx/index.php/rmpe/article/view/383>

Agudelo, D., Barraza, S., Castro, M. I., & Mongrut, S. (2012). *Liquidez en los Mercados Accionarios Latinoamericanos: Estimando el efecto del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).* Universidad EAFIT. https://www.academia.edu/11745172/Liquidez_en_los_Mercados_Accionarios_Latinoamericanos_Estimando_el_efecto_del_Mercado_Integrado_Latinoamericano_MILA

Sandoval, E., & Soto, M. (2016). *Mercado Integrado Latinoamericano: Un Análisis De Cointegración (Integrated Markets of Latin American: A Cointegration Analysis).* Revista Internacional de Administración y Finanzas. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2663684

Cardona-Montoya, J. C. (2022). *Mercado Integrado Latinoamericano: diez años después de su creación. Un análisis bibliométrico para el periodo 2008–2021* / Revista CEA. Revista CEA. <https://doi.org/10.22430/24223182.1863>

Orozco, J., & Ramírez, D. (2016). *Análisis comparativo de los mercados bursátiles que integran el MILA / Contexto*. Revista Contexto. <https://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/382>

Duarte, D. J., Garcés, L., Ayala, S., & Vásquez, V. (2018). *Evaluación de la integración financiera entre los países pertenecientes al Mercado Integrado Latinoamericano*. Universidad Politécnica de Valencia. <https://m.riunet.upv.es/bitstream/handle/10251/122799/8785-26205-1-PB.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Cabrerales, M., Carrillo, A., & Escobar, A. (2019). *Evolución 2011- 2018 del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y retos para su desarrollo estratégico*. Universidad Del Rosario. <https://repository.urosario.edu.co/handle/10336/20728>

Salgado, R., López, D., & Montenegro, J. (2010). *Las Administradoras de Fondos de Pensiones y el desarrollo del mercado de capitales en Chile*. Revista de Economía. https://www.researchgate.net/publication/227430739_Las_Administradoras_de_Fondos_de_Pensiones_y_el_desarrollo_del_mercado_de_capitales_en_Chile

Parra, D., & Vásquez, L. (2009). *Reforma al Mercado de Capitales II y su Impacto en el mercado accionario Chileno*. Universidad del Bío-Bío. <http://repositorio.ubiobio.cl/jspui/bitstream/123456789/772/1/Parra%20Hernandez%2C%20Dani%20el.pdf>

Salamé, P. (2020). *Ley de pago a 30 días y su influencia en la industria del factoring : valoración del impacto respecto de su entrada en vigencia*. Universidad de Chile. <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/182303>

Lazén, V. (2004). *Competitividad en la Industria de los Fondos Mutuos en Chile*. Superintendencia de Valores y Seguros. https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-15020_doc.pdf.pdf

Jijena, R. (2006). *El Factoring Electrónico*. Revista de Derecho. <https://www.redalyc.org/pdf/1736/173620140004.pdf>

Carmona, J. M. (2010). *Mercado de Facturas en la Bolsa de Productos de Chile*. Universidad de Chile. https://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/108015/ec-carmona_jm.pdf?sequence=4

González, P. (2018). *Desarrollo de modelo Credit Scoring para admisión de facturas en factoring*. Universidad de Chile. <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/149160>

Cuevas, I. (2015). *Bolsas de valores en Chile : descripción del mercado e implicancias teóricas de la interconexión del mercado bursátil*. Universidad de Chile. <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/131942>

Vieira, R., & A. De Cores, C. (2015). *Régimen jurídico de los títulos en el fideicomiso financiero uruguayo*. Revista de Economía BVRIE.
http://www.bvrie.gub.uy/local/File/JDER/2013/vieira_de-cores.pdf

10. APENDICE A - TABLAS

Tabla 5.1 Circulante de Valores de Oferta Pública (Cifras en millones de dólares)

Detalle	Monto (USD MM)	%
Sector Público	38.431	91%
Emisiones Internacionales	22.563	59%
Notas BCU/Notas del Tesoro	7.331	19%
Letras de Tesorería/Regulación Monetaria	6.396	17%
Bonos del Tesoro/Previsional	988	3%
Fideicomisos Financieros (Deuda + Cert. Participación)	722	2%
Obligaciones Negociables	431	1%
Sector Privado	3.636	9%
Fideicomisos Financieros (Deuda + Cert. Participación)	2.903	80%
Obligaciones Negociables	415	11%
Acciones	210	6%
Otros Valores de Renta Fija	109	3%
Total Sector Público y Privado	42.066	100%

Tabla 5.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.2 Volumen de operaciones del Mercado Primario y Secundario en Bolsas

Operativa Año 2021	Bolsa de Valores de Montevideo		Bolsa Electrónica de Valores		Total	
	Monto (USD MM)	%	Monto (USD MM)	%	Monto (USD MM)	%
Mercado Primario	207	36%	24.567	73%	24.774	73%
Sector Público	0	0%	0	0%	0	0%
Sector Privado	207	100%	24.567	100%	24.774	100%
Certificados de Depósito	0	0%	23.884	97%	23.884	96%
Obligaciones Negociables	40	19%	100	0%	140	1%
Notas de Crédito Hipotecarias	0	0%	34	0%	34	0%
Fideicomisos Financieros	167	81%	380	2%	547	2%
Derivados	0	0%	169	1%	169	1%
Mercado Secundario	365	64%	8.914	27%	9.279	27%
Sector Público	173	47%	8.786	99%	8.959	97%
Emisiones Internacionales	89	51%	970	11%	1.059	12%
Obligaciones Negociables	0	0%	0	0%	0	0%
Fideicomisos Financieros	7	4%	0	0%	7	0%
Letras de Tesorería/Regulación Monetaria	59	34%	7.694	88%	7.753	87%
Notas BCU/Notas del Tesoro	18	10%	122	1%	140	2%
Sector Privado	186	51%	128	1%	314	3%
Acciones	4	2%	0	0%	4	1%
Obligaciones Negociables	4	2%	0	0%	4	1%
Fideicomisos Financieros	5	3%	8	6%	13	4%
Notas Multilaterales	173	93%	120	94%	293	93%
Valores Soberanos Extranjeros	6	2%	0	0%	6	0%
Total	572	2%	33.481	98%	34.053	100%

Tabla 5.2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.3 Volumen de operaciones del Mercado Primario de BEVSA.

Instrumento (USD MM)	2017	2018	2019	2020	2021
Certificados de Depósito	15.064	21.852	21.267	16.032	23.884
Fideicomisos Financieros	368	997	930	245	380
Notas de Crédito Hipotecarias	0	26	26	0	34
Obligaciones Negociables	61	0	30	0	100
TOTAL	15.493	22.874	22.253	16.277	24.567

Tabla 5.3

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.4 Volumen de operaciones del Mercado Secundario de BEVSA.

Instrumento (USD MM)	2017	2018	2019	2020	2021
Letras de Regulación Monetaria	10.991	10.398	7.572	7.006	7.694
Emisiones Internacionales	1.714	777	1.356	1.071	970
Notas (BCU/Multilaterales/Tesoro)	896	280	326	356	242
Certificados de Depósito	13	10	28	23	0
Obligaciones Negociables	1	3	68	1	0
Fideicomisos Financieros	1	0	0	2	8
US Treasury	0	15	896	95	0
TOTAL	13.616	11.483	10.246	8.554	8.914

Tabla 5.4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.5 Participación de créditos por Institución del Sistema Bancario Nacional

Institución	Créditos Vigentes (Miles de Pesos)	% Sobre total
BROU	230.898.462	29%
BHU	57.578.833	7%
Bandes	2.885.438	0%
Itaú	153.114.905	19%
Scotia	59.716.581	7%
Santander	169.915.307	21%
BBVA	86.236.291	11%
HSBC	34.216.601	4%
Heritage	6.580.205	1%
Citibank	720.439	0%
Nacion	1.463.938	0%
Total crédito	803.327.000	100%

Tabla 5.5

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.6 Participación de depósitos por Institución del Sistema Bancario Nacional

Institución	Depósitos (Miles de Pesos)	% Sobre total
BROU	651.768.881	40%
BHU	38.083.757	2%
Bandes	6.779.380	0%
Itaú	246.926.994	15%
Scotia	131.324.895	8%
Santander	269.268.691	17%
BBVA	163.294.318	10%
HSBC	61.999.851	4%
Heritage	23.382.196	1%
Citibank	22.218.641	1%
Nacion	8.221.397	1%
Total créditos	1.623.269.000	100%

Tabla 5.6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.7 Participación de Mercado por Institución del Sistema Bancario Nacional

Institución	Créditos + Depósitos (Miles de Pesos)	Market Share (%)
BROU	882.667.342	36%
BHU	95.662.590	4%
Bandes	9.664.817	0%
Itaú	400.041.900	16%
Scotia	191.041.476	8%
Santander	439.183.997	18%
BBVA	249.530.609	10%
HSBC	96.216.452	4%
Heritage	29.962.401	1%
Citibank	22.939.080	1%
Nacion	9.685.334	0%
Total	2.426.596.000	100%

Tabla 5.7

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.8 Liquidez como ratio entre Créditos/Depósitos del sistema bancario y % del PIB Nacional.

Rubro	Miles de Pesos	USD Miles	% PIB
Total Créditos	803.327.000	19.539	34%
Total Depósitos	1.623.269.000	39.481	69%
Relación	2,02		

Tabla 5.8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.9 Composición de la adecuación patrimonial (USD Millones).

Responsabilidad Patrimonial Neta	4.833
De crédito	1.965
De tasa de interés	96
De tipo de cambio	104
Operacional	208
Sistémico	264
Total de Requisitos de Capital por Riesgo	2.637
RPN / Requisitos de capital	1,83

Tabla 5.9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Tabla 5.10. Clasificación de emprendimientos económicos según el Poder Ejecutivo.

MiPyMes	Facturación anual (UI)	Facturación (USD*)	Cantidad de empleados
Micro Empresas	2.000.000	263.252	4 personas
Pequeñas Empresas	10.000.000	1.316.260	19 personas
Medianas Empresas	75.000.000	9.871.950	99 personas

(*) Cotización a 04/22 - USD 0,131626 = UI 1

Tabla 5.10

Fuente: Elaboración propia a partir del decreto N.º 504/007 del Poder Ejecutivo.

Tabla 6.1. Evolución de la capitalización bursátil (USD MM) de los últimos 10 años en países asociados al MILA.

Año	Chile	Colombia	Perú	México
2010	362.635	217.643	160.982	765.989
2011	290.962	208.430	121.574	630.175
2012	334.289	273.911	153.254	893.893
2013	283.280	215.086	120.580	817.840
2014	236.587	153.212	121.230	831.791
2015	193.445	87.790	90.577	903.040
2016	212.207	103.726	67.189	844.091
2017	297.898	121.945	162.812	1.025.897
2018	253.889	104.509	142.490	711.960
2019	211.428	133.409	164.945	679.940
2020	188.587	106.976	167.466	625.649

Tabla 6.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB).

Tabla 7.1. Participación por destino de fondos del Crowdfunding en 2021.

Destino Fondos	USD MM	%
Donaciones	7.002	56%
Inmobiliario	2.777	22%
Acciones	1.520	12%
Recompensa	1.250	10%
Total	12.549	100%

Tabla 7.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CCAF <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

Tabla 7.2 Capitalización Bursátil por país en América Latina

País	Cap. Bursátil (USD MM)	Comp. (%)
Brasil	1.001.373	47%
México	625.649	29%
Chile	188.587	9%
Perú	167.466	8%
Colombia	106.976	5%
Argentina	31.353	1%
Panamá	13.963	1%
Paraguay	1.393	0%
Uruguay*	232	0%
Total	2.136.990,17	100%

*Proxy en base a circulante

Tabla 7.2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Anuario Estadístico (2021) de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB): <https://fiabnet.org/estadisticas.php>

Tabla 7.3 Emisores de deuda pública por país.

País	Cantidad de Emisores de deuda	Comp. (%)
Brasil	69	2%
México	780	18%
Chile	n.d	0%
Perú	424	10%
Colombia	747	17%
Argentina	960	22%
Panamá	991	22%
Paraguay	461	10%
Uruguay	11	0%
Total	4.443,00	0%

Tabla 7.3

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Anuario Estadístico (2021) de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB): <https://fiabnet.org/estadisticas.php>

Tabla 7.4 Liquidez del sistema bancario en los países del Mercosur.

País	Liquidez Sistema Bancario*
Uruguay	2,02
Argentina	2,42
Brasil	1,25
Paraguay	1,13

(*) *Ratio Pasivo/Créditos otorgados*

Tabla 7.4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU, Banco Central de la República Argentina (BCRA), Banco Central do Brasil (BCB) y Banco Central de Paraguay (BCP).

Tabla 7.5 Cantidad y montos de bienes/servicios prestados de proveedores con entes públicos durante 2021.

Ente	Monto (USD MM)	Cantidad Proveedore
Ancap	67.625.244	5.534
UTE	956.811.718	3.705
Antel	358.033	1.259
Total	1.024.436.962	10.498

Tabla 7.5

Fuente: Elaboración propia a partir de datos recibidos de los entes mencionados.

Tabla 7.6 Días que transcurren hasta que la factura es conformada automáticamente por país.

País	Cantidad de días
Colombia	3
Chile	8
Perú	8
Costa Rica	10

Tabla 7.6

Fuente: Elaboración propia a partir de bibliografía utilizada en el presente trabajo.

APENDICE B – GRÁFICOS Y CUADROS

Gráfico 5.1 - Cifras promedio de balances de empresas emisoras de instrumentos en MV (USD MM).

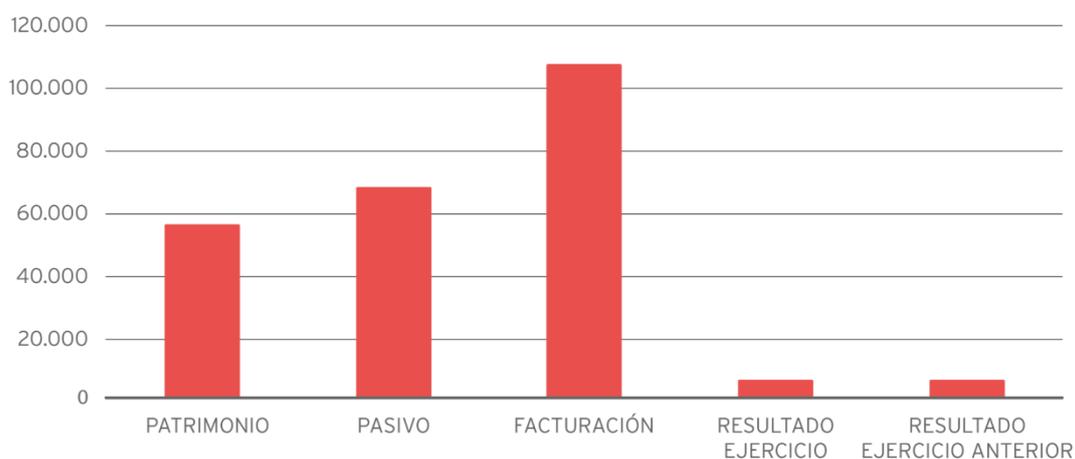


Gráfico 5.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

Gráfico 5.2. Evolución del Circulante de Valores de Oferta Pública³⁰ e Instrumentos de Literal B como porcentaje del Fondo de Ahorro Previsional.

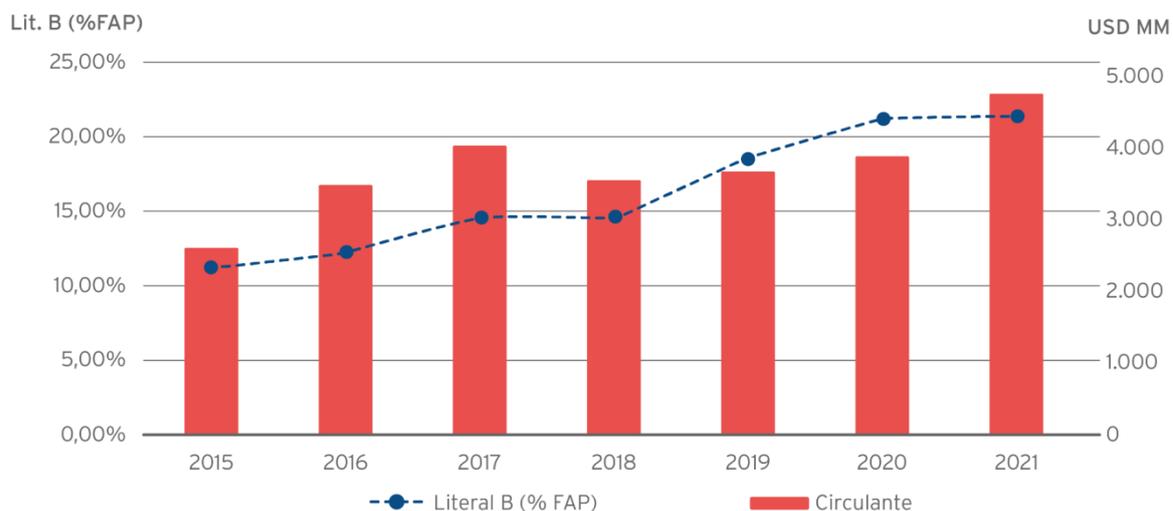


Gráfico 5.2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCU (<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF>)

³⁰ No se toman en cuenta emisiones internacionales, Notas del Tesoro/BCU, Letras de Regulación Monetaria/Tesorería ni Bonos del Tesoro.

Gráfico 5.3. Composición de acceso al crédito Pymes según tamaño de la empresa.

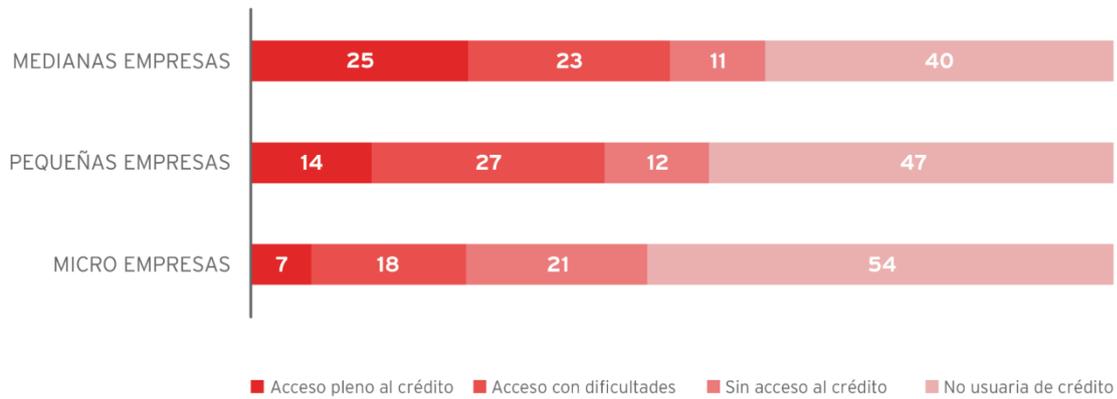


Gráfico 5.3

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta Nacional MiPymes 2017 elaborada por el MIEM.

Gráfico 6.1. Evolución del Stock de la Industria de Factoring en Chile y variación anual.

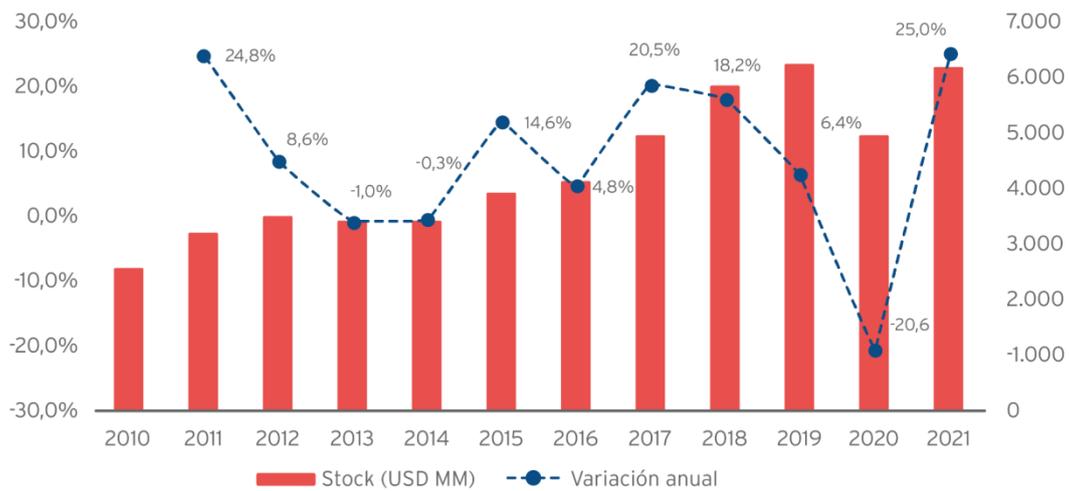


Gráfico 6.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ACHEF (<https://achef.cl/estadisticas/>)

Gráfico 6.2. Evolución de facturas cedidas en los últimos 10 años en el mercado chileno.



Gráfico 6.2
 Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio de Impuestos Internos
https://www.sii.cl/ayudas/ayudas_por_servicios/2004-estadisticas_cesion-2007.html

Gráfico 7.1 Institucionalización crowdfunding.

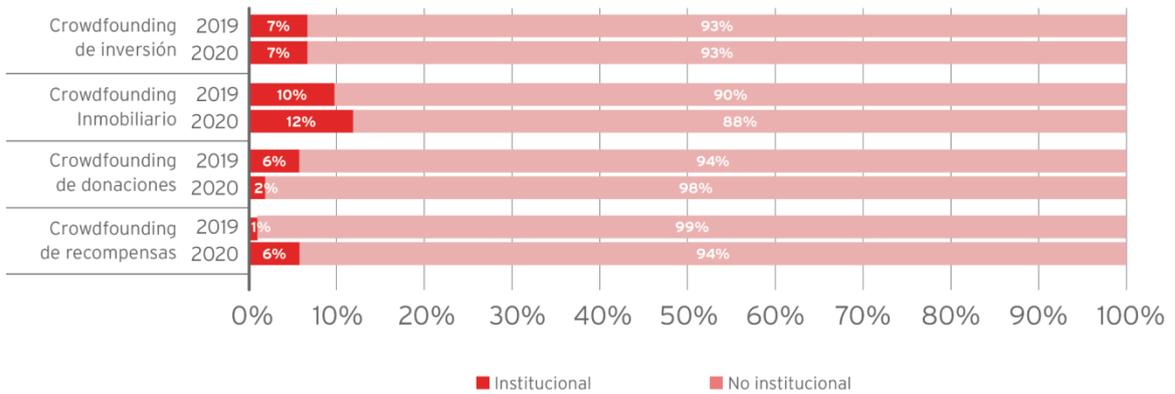


Gráfico 7.1
 Fuente: Elaboración propia a partir de datos CCAF <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

Gráfico 7.2 Riesgos percibidos de las plataformas - LAC

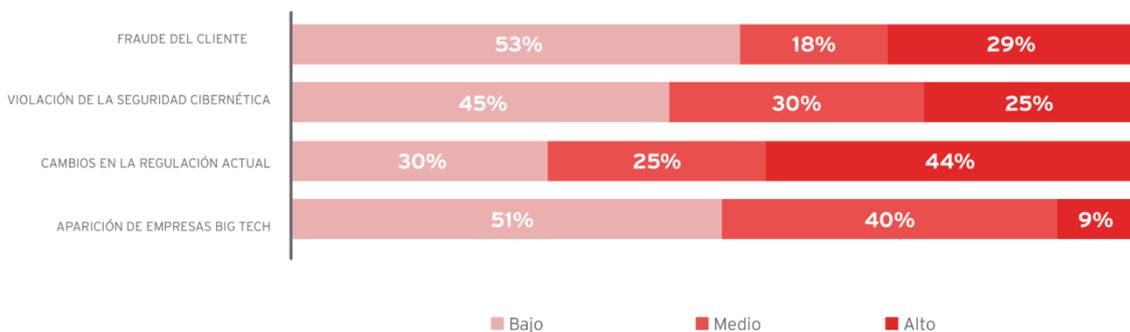
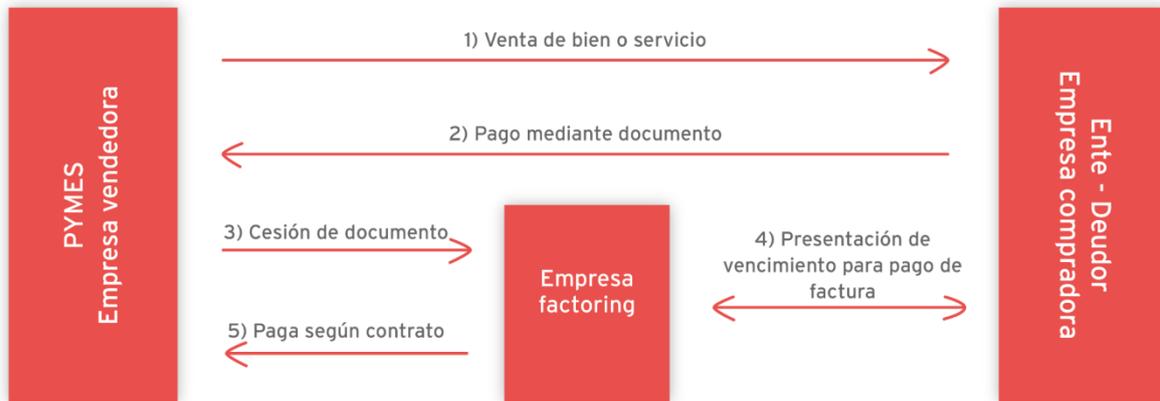


Gráfico 7.2

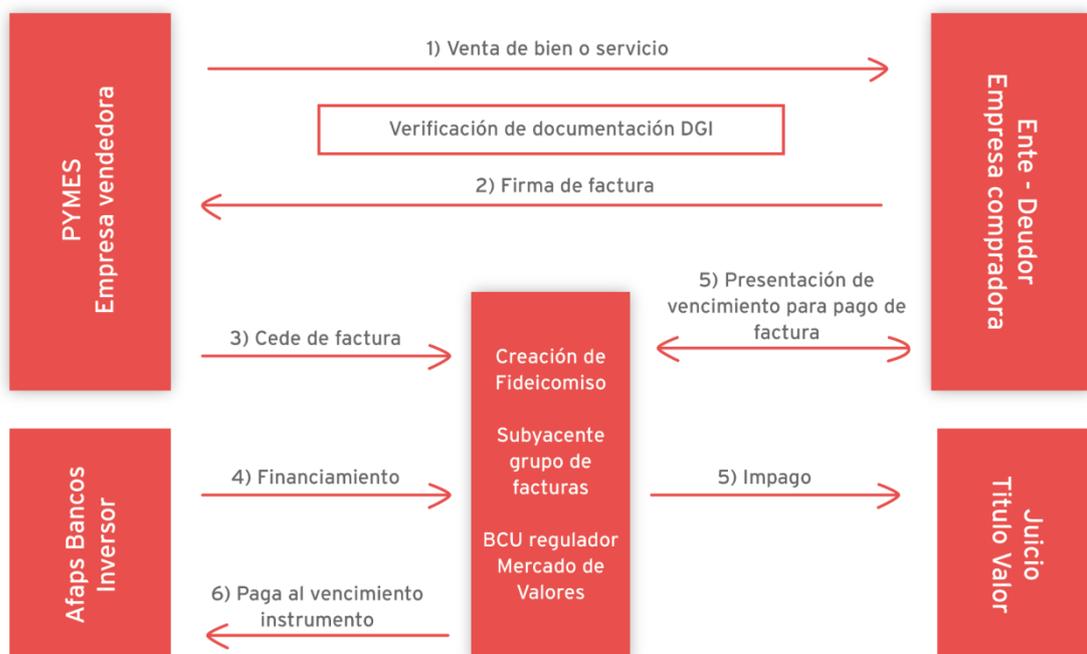
Fuente: Elaboración propia a partir de datos CCAF <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

Cuadro 7.1 Sistema de factoring o descuento de documentos.



Cuadro 7.1
Fuente: Elaboración propia

Cuadro 7.2 Descuento de facturas en MV Local



Cuadro 7.2
Fuente: Elaboración propia