



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República



Universidad de la República  
Facultad de Ciencias Económicas y de Administración

Tesis para optar al Título de Economista

OPORTUNIDADES PARA LA BANCA DE INVERSIÓN EN URUGUAY

Autores:

Juan Ignacio Garat Delgado

Jerónimo José Nin Vilaró

Ángel Urraburu Jodar

Tutor:

Ec. Fernando Calloia

Montevideo, Uruguay  
2011

**Página de aprobación**

**Facultad de Ciencias Económicas y de Administración**

El tribunal docente integrado por los abajo firmantes aprueba la Tesis de Investigación:

Título:

Oportunidades para la banca de inversión en Uruguay

Autores:

Juan Ignacio Garat Delgado

Jerónimo José Nin Vilaró

Ángel Urraburu Jodar

Tutor

Ec. Fernando Calloia. Profesor grado 4 de la cátedra Economía del Uruguay. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Universidad de la República.

Carrera:

Licenciado en Economía

Puntaje

.....

Tribunal

Profesor.....

Profesor.....

Profesor.....

## AGRADECIMIENTOS

Queremos agradecer muy especialmente a nuestro tutor, Fernando Calloia, por sus invalorable aportes a nuestro trabajo y la disposición que siempre ha tenido para con nuestras inquietudes.

Agradecemos además a todos y cada uno de los entrevistados, por el tiempo que nos dedicaron y la calidez con la que nos atendieron y respondieron nuestras preguntas.

Sin su aporte este trabajo no habría sido posible.

## Tabla de Contenido

Página de Aprobación.....	II
Agradecimientos.....	III
Resumen.....	V
1. Introducción.....	1
2. Marco teórico.....	7
2.1 Importancia de la inversión para el crecimiento económico y su modo de financiamiento.....	7
2.2 Elección del modo de financiamiento.....	12
2.3 Ventajas del desarrollo del mercado de capitales.....	17
2.4 Causas del subdesarrollo del mercado local.....	19
2.5 Consecuencias del subdesarrollo del mercado financiero.....	24
3. La banca de inversión.....	28
3.1 Concepto y actividades.....	28
3.2 Funciones de la banca de inversión.....	29
3.3 Banca de inversión y mercado de capitales.....	38
3.4 Funcionamiento de la banca de inversión en el mundo.....	40
3.5 La banca de inversión en Uruguay .....	41
3.5.1 Marco Regulatorio.....	41
3.5.2 Evidencia Empírica.....	44
4. Investigación.....	46
5. Conclusiones.....	88
Bibliografía.....	95
Anexo I: Historia del mercado de valores en Uruguay.....	99
Anexo II: Modelos de banca de inversión en el mundo.....	103

## **ABSTRACT**

*Pese a que en la última década muchas de las limitantes macroeconómicas que atentaron contra inversiones a largo plazo en Uruguay han sido levantadas y el país vivió un proceso de fuerte crecimiento en la inversión, aún existen dos vulnerabilidades respecto al financiamiento de la inversión local: el descalce de plazos y la ausencia de financiamiento para inversiones de riesgo. Intentaremos ver cómo estas debilidades, que encuentran su explicación básicamente en la ausencia de un mercado de capitales activo pueden ser solucionadas con la creación de nuevos agentes institucionales, en particular la banca de inversión.*

*Mediante la realización de entrevistas a empresarios y agentes vinculados al mercado de capitales, indagamos las causas por las que las empresas no recurren a este mercado. Encontramos que varias de las razones esgrimidas pueden ser efectivamente subsanadas mediante la creación de un agente institucional de las características de un banco de inversión tal y como ha sucedido en otros países de la región.*

## 1. INTRODUCCIÓN

El aumento del stock de capital físico, la mejora en la capacidad del capital humano y el desarrollo tecnológico constituyen una de las grandes coincidencias entre los macroeconomistas a la hora de identificar teórica y empíricamente las claves del crecimiento a largo plazo de un país. En este sentido, resulta clave la distribución actual de los recursos en una economía, entre consumo y ahorro y la capacidad del sistema financiero local para identificar proyectos que generen valor agregado a la economía.

En una sociedad capitalista moderna existen dos grandes formas de canalizar el ahorro doméstico a la inversión: el sistema bancario y el mercado de capitales. Trabajos recientes documentan la importancia del buen funcionamiento de ambos mecanismos ya que al cumplir funciones diferentes se consideran complementarios y no excluyentes.

Tal vez sea más fácil observarlo en términos comparativos. Países con mercados bancarios y de capitales más eficientes presentan niveles de PBI per cápita sustancialmente superiores al del resto de las naciones. Al igual que toda América Latina, Uruguay se encuentra muy rezagado sin lograr un desarrollo sólido del mercado de capitales. Peor aún, a diferencia de lo que ocurre en varios países de la región, las empresas locales ni siquiera lo consideran como una opción real a la hora de obtener recursos y

el mismo se limita casi exclusivamente a ofrecer liquidez a los títulos del gobierno y del Banco Central.

Pese a contar con una banca comercial competitiva, por su naturaleza, los bancos que operan en Uruguay no otorgan créditos a largo plazo ni a proyectos que carezcan de garantías ejecutables o flujos de fondos relativamente estables. Por ende, el no contar con una fuente de financiamiento genuino a largo plazo como lo es el mercado de capitales expone a la economía uruguaya a por lo menos dos vulnerabilidades: por un lado, las empresas financian sus inversiones de mediano y largo plazo con créditos bancarios a corto plazo haciendo el “roll-over” de los préstamos al vencimiento lo que supone un claro descalce de plazos y por otro, la falta de un mercado de “riesgo” desalienta la concreción de proyectos que se encuentran en fase pre-operativa, como venture capital.

Este problema data de al menos seis décadas luego del último período de auge del mercado de valores local en la década del 40'. Finalizada ya la guerra de Corea (1950-1953), la fragilidad del proyecto industrializador que llevaba adelante el país desde 1931 comenzó a ser visible. La caída de los precios internacionales de productos agropecuarios y la pérdida de mercados por medidas proteccionistas sumergieron al Uruguay en un período de estancamiento económico. Además, la inflación promedio que en el década del 40 ascendía a 5% trepó a 31% entre 1955-1960 y continuó creciendo en

los 60' hasta alcanzar en 1967 un guarismo de 136%, lo que fue destruyendo el valor de los activos en moneda nacional, quitando veracidad a los estados contables de las empresas que participaban del mercado, sembrando desconfianza entre los inversores.

Esta dinámica se vio interrumpida, al menos parcialmente, a mediados de los 90' donde al contexto macroeconómico estable que vivía el país, se le agregó la creación de ciertas leyes<sup>1</sup> lo que llevó a algunas empresas a utilizar obligaciones negociables como forma de financiamiento. Esta herramienta alcanzó su máximo esplendor en 1996-97 cuando 32 firmas emitieron deuda corporativa en el bienio. El mercado accionario permaneció, incluso en este período, en niveles muy deprimidos sin siquiera un leve desarrollo.

Sin embargo, este incipiente crecimiento se vio frustrado tras algunos episodios de incumplimiento corporativo y fraudes que coincidieron con la crisis asiática de 1997 que luego afectara a Brasil y se expandiera al resto de la región. A fines de los 90', la confianza de los inversores se derrumbó. Como si esto fuera poco el país enfrentaría en 2001-02 una de las peores crisis económicas y sociales en su historia, y los intentos por desarrollar un mercado de capitales pasaron a segundo plano ante la escasez de liquidez entre los inversores y el alto desempleo.

---

<sup>1</sup> Ley de desmonopolización de los seguros (1993), ley de reforma de la seguridad social (1995), ley de mercado de valores y obligaciones negociables (1996), ley de fondos de inversión (1996), la ley de fideicomisos (2003).

Hoy, luego de más de una década, el panorama cambió y las mejoras en el contexto macroeconómico sumadas a cambios en la coyuntura internacional trajeron aparejadas, entre otras cosas, una nueva realidad sobre la que mucho se discute si será permanente o transitoria. Lo cierto es que muchas de las limitantes que retraían a los empresarios a realizar inversiones a largo plazo se están debilitando. Los altos volúmenes de inversión extranjera directa (IED) que se manifiestan en la concreción de proyectos por montos record y a través de fusiones y adquisiciones, son un claro ejemplo de ello. Otro indicio son los créditos bancarios tomados por las empresas, que alcanzarán en promedio durante este año los U\$S 6.000 millones, mostrando un incremento constante desde la última crisis.

Como si esto fuera poco, desde el punto de vista de la oferta de fondos Uruguay transita actualmente por un período de inusual liquidez con casi U\$S 20.000 millones en depósitos en bancos, a lo que se suman los más de U\$S 6.600 millones que gestionan las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAP).

Sin embargo, estas mejoras por sí solas no han logrado que empresas e inversores utilicen el mercado de valores local. La abundante liquidez con que cuentan los bancos comerciales no se traslada a financiamiento de largo plazo ni a proyectos de mayor riesgo dado que no está dentro de las funciones de los bancos otorgar este tipo de créditos. Difícilmente las tasas

de interés pasivas de la banca comercial sean atractivas como para que los inversores coloquen sus ahorros a plazos fijos de larga duración y al no poder descalzarse en plazos los bancos solamente ofrecen créditos a corto plazo. Por otro lado, inversores institucionales como las AFAPs no encuentran instrumentos adecuados en el mercado para canalizar su liquidez hacia las empresas, y la compra casi total que hacen de algunas emisiones es un claro exponente del alto interés en títulos privados.

El país no logra aprovechar la alternativa útil que ofrecen los mercados de capitales en relación al financiamiento bancario interno y a la menor dependencia de los volátiles flujos de capital extranjero. Por ende, la suerte del crecimiento del país sigue quedando librada a las condiciones de liquidez con que cuente la economía en el corto plazo.

El presente trabajo intenta abordar esta problemática desde una nueva óptica: el papel que juegan agentes institucionales y particularmente la banca de inversión, en la tarea fundamental de ser un agente articulador dentro del mercado de capitales, conectando de un modo profesional la oferta y demanda de instrumentos financieros.

Pese a que hasta el momento no se ha instalado en el sistema financiero uruguayo un banco de inversión, existe un interés explícito en autoridades del gobierno y de quienes juegan un rol preponderante en el

mercado de explorar el posible camino del desarrollo de agentes institucionales como canalizadores de ahorro hacia inversión de largo plazo, solucionando los problemas anteriormente mencionados. Además, los inversores locales se verían enormemente beneficiados por la democratización y ampliación de los niveles de participación local en la gestión y financiación de los emprendimientos productivos que supone la emisión de títulos en el mercado de capitales.

Basándonos en una minuciosa revisión bibliográfica, experiencias regionales y entrevistas personales con empresarios y referentes del mercado financiero local, intentaremos ver cuáles son las causas actuales que impiden que Uruguay cuente con un mercado de valores eficiente y activo, que constituya una opción real a la hora de financiar proyectos y vincularemos ese diagnóstico con las actividades de la banca de inversión. Mostraremos cómo agentes profesionales que se involucren tanto con la oferta como con la demanda de títulos son un elemento clave para el desarrollo del mercado de valores. Instituciones que coordinen los esfuerzos individuales que desde hace al menos dos décadas llevan a cabo sin éxito actores del sector público y privado. En definitiva, instituciones abocadas a instalar el concepto de mercado de valores como método de financiamiento a largo plazo para las empresas y que a su vez, asesoren y creen la liquidez necesaria para establecer la confianza que todo inversor demanda.

## **2. MARCO TEORICO**

### **2.1 Importancia de la inversión para el crecimiento económico y su modo de financiamiento.**

Romer (2006) señala que la distribución de los recursos en una economía entre consumo y los distintos tipos de inversión (capital físico, humano y en investigación y desarrollo) es decisiva para entender la evolución a largo plazo de los niveles de vida. Además, la inversión es un componente de la demanda extremadamente volátil, de modo que entender cómo se comporta es esencial para explicar las fluctuaciones económicas en el corto plazo.

Por otra parte, una de las razones fundamentales para su estudio radica en que la inversión, junto con el consumo, introducen en el análisis importantes cuestiones relacionadas con los mercados financieros. “Los mercados financieros afectan a la macroeconomía principalmente a través de sus efectos sobre el consumo y la inversión, los cuales, a su vez, influyen decisivamente en los mercados financieros” Romer (2006).

Si bien la importancia de la inversión para el desarrollo económico fue un aspecto siempre destacado por los autores más influyentes de la ciencia económica, los aportes de Robert Solow (1957) en la década de los 50' del siglo XX sirvieron como marco de referencia contable para medir los

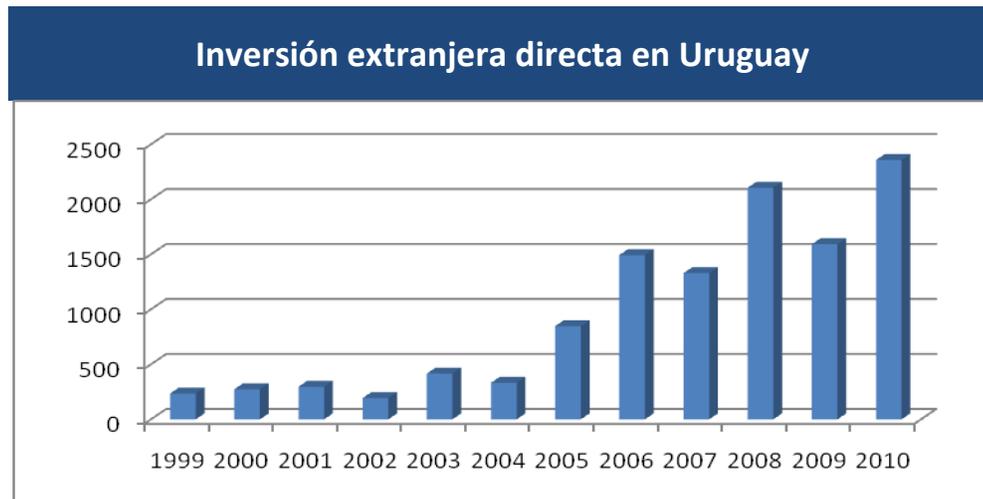
principales factores que causan el crecimiento económico. Solow concluyó que el crecimiento de largo plazo del producto per cápita, sólo depende del progreso tecnológico, y sería inexistente en ausencia de dicho progreso.

Las corrientes más modernas dentro de la teoría del crecimiento como las elaboradas por Robert Lucas, Paul Romer, Robert Barro y Xavier Sala i Martin, han resaltado aún más el papel de la inversión en el desarrollo. En particular, Romer ha sostenido que la verdadera contribución del capital físico al crecimiento del producto es mucho mayor de lo que sugieren las mediciones tradicionales, si se toman en cuenta las externalidades positivas y la difusión de las tecnologías y de los conocimientos a toda la sociedad que producen los nuevos emprendimientos, en una suerte de “*spillover*” que va mucho más allá de la esfera de actuación de la propia empresa que originalmente invierte.

Tan importante como la inversión, lo es su modo de financiamiento. Cuando analizamos modelos de economías abiertas, los flujos de capitales financieros e inversiones directas desde el exterior que recibe una economía pequeña y más pobre que el resto del mundo, modifican el estado estacionario que prevalecería en un modelo de autarquía como el que plantea Solow. Así, la apertura económica llevaría a que un país rezagado en materia económica crezca a una tasa mayor que la anterior logrando disminuir la brecha existente entre los países.

En contraposición con estos efectos claramente positivos de la apertura financiera, hay que señalar algunos peligros que ella también involucra. Gagliardi (2003) señala que “las experiencias de países económicamente exitosos muestran que el endeudamiento externo puede constituir una ayuda importante en sus fases iniciales de desarrollo, pero que a largo plazo no sustituye sino que complementa al ahorro interno. Si este último se genera en un monto demasiado bajo, los problemas de estructura de balance de pagos tarde o temprano afloran, afectando negativamente las posibilidades de crecimiento económico”.

La Inversión Extranjera Directa (IED) adquirió un ritmo exponencial en los últimos años tanto a nivel local, como regional e internacional. Según Bittencourt et al (2009), “a partir de la recuperación económica iniciada luego de la crisis de 2002, que el país asiste a un proceso de ingreso de IED de magnitudes nunca antes registradas”. Las cifras del Banco Central del Uruguay (BCU) muestran que los flujos de entrada de IED alcanzaron en el quinquenio 2005-2010 los U\$S 1.620 millones promedio anuales, lo que representa una cifra 17 veces mayor a los recibidos en la primera mitad de los años noventa. En 2010 totalizaron los U\$S 2.358 millones representando el 6% del PIB, un tercio del total de inversión de la economía y más del 40% de la inversión privada.



*Fuente: Banco Central del Uruguay (BCU)*

Sin embargo, Bittencourt et al (2009) también señalan las posibles desventajas que este fenómeno puede traer a futuro. Concluyen que la magnitud de la presencia de empresas transnacionales (ET) implica que controlarán una parte significativa del ahorro generado localmente, “por lo que cobra particular relevancia la política de reinversión de utilidades que apliquen estas empresas en los próximos años, lo que tendrá un impacto significativo en las futuras tasas de crecimiento de la economía nacional”.

Observan que en los últimos años, la inversión realizada por empresas de origen extranjero se ha venido concentrando en pocas actividades productivas, tendiendo por un lado a concentrar aún más la estructura productiva del sector industrial en dos ramas intensivas en el uso de recursos naturales (madera y papel, y alimentos – particularmente en el sector cárnico, con un importante ingreso por la compra de frigoríficos brasileños-) y alertan

que “en pocos años dos sectores exportadores claves del país pasaron a estar controlados por el capital extranjero”.

El otro camino para financiar inversión es mediante la utilización del ahorro interno. Claro está, que para que esto sea posible deben existir recursos disponibles en la economía y una forma eficaz de ponerlos a disposición del sector productivo.

Existe abundante literatura señalando que las economías emergentes, incluso las de América Latina, en general han tenido sistemas financieros basados en los bancos, con mercados de capitales pequeños y escasamente desarrollados. Los mercados de bonos han tendido a ser poco profundos, altamente dominados por la deuda pública y con un bajo volumen de operaciones. De la misma manera, los mercados de acciones presentaron pocas emisiones, y la mayoría de estas han sido poco comercializadas. Es decir, son economías donde el sistema bancario ha sido la principal fuente de financiamiento, tanto para prestatarios públicos como privados.

Stallings (2006), señala la importancia de contar con mercados de capitales además del sistema bancario porque “ofrecen una alternativa útil al financiamiento bancario interno y una menor dependencia de los volátiles flujos de capital extranjero para prestatarios públicos y privados por igual”.

También ofrecen nuevos instrumentos de ahorro, así como información sobre tasas de interés de referencia.

En un libro muy influyente, Allen y Gale (2000) investigan las ventajas y desventajas de los sistemas basados en el mercado y de los sistemas con intermediación basados en el crédito. Sostienen que cada sistema tiene sus aspectos positivos y negativos, no creen que sean excluyentes y llegan a la conclusión de que el sistema ideal se basa en ambos. En esta línea de pensamiento, Demirgüç-Kunt y Levine (2001), piensan que ninguno de los tipos es superior y concluyen que lo fundamental es qué tan bien funciona cada uno. Aconsejan a los gobiernos concentrarse en reformas legales, reguladoras y políticas para mejorar el funcionamiento tanto de bancos como de mercados de capitales.

## **2.2 Elección del modo de financiamiento**

En cuanto a la elección de la forma de financiación de una empresa, Rajan y Zingales (1995) y Harris y Raviv (1991) concuerdan en que los principales factores determinantes de la estructura financiera que se desprenden de los marcos teóricos y la evidencia empírica son<sup>2</sup>: (i) rentabilidad: en general existe una correlación negativa entre rentabilidad y el

---

<sup>2</sup> Otros factores también destacados como relevantes son: fiscalidad, volatilidad del negocio, gastos en publicidad, probabilidad de bancarrota y singularidad de los productos. Sin embargo, no ha sido posible contrastar la importancia de dichos factores en algunos casos, y la evidencia empírica arroja resultados no significativos en otros.

nivel de apalancamiento; (ii) activos fijos o intensidad del capital: la presencia de activos fijos o tangibles en la estructura de activos de la firmas actuaría como una garantía colateral para los prestamistas, con lo cual se reducen los costos de agencia asociados a la deuda. A mayor proporción de activos fijos en el total de activos (tangibilidad) se espera una relación positiva con el grado de endeudamiento. En particular además, se observa que a mayor presencia de garantías colaterales, aumenta además del endeudamiento, la porción de largo plazo del mismo; (iii) oportunidades de crecimiento: la evidencia presenta resultados en los cuales parecería existir una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento a largo plazo y una correlación negativa con el endeudamiento a corto plazo (Hall et al 2000); (iv) tamaño empresarial: se acepta que las empresas al aumentar el tamaño están más controladas por los mercados financieros, existen menores asimetrías de información y presentan una oferta más diversificada de productos. También supone que los riesgos vinculados a los problemas de asimetría de información (selección adversa y riesgo moral) que asume un acreedor es menor, así como serían menores las posibilidades de quiebra (Aybar et al 2004). Por lo tanto, a mayor tamaño es dable esperar un mayor nivel de apalancamiento. Incluso algunos autores como Chittenden et al (1996) y Hall et al (2000), han encontrado evidencia a favor de una relación

positiva entre el tamaño y la deuda a largo plazo y negativa con la deuda a corto plazo y deuda total de la firma.

Por otra parte, una referencia obligada dentro de los economistas modernos, resultan los trabajos de Williamson (1996). Este referente de la Nueva Economía Institucional, argumenta que en “en vez de tratar la deuda y el capital de las empresas como ‘instrumentos financieros’ son mejor abordados desde la óptica de las diferentes estructuras de gobierno que implican”. Es decir, Williamson se opone a la visión tradicional que poseen Modigliani-Miller (1958) respecto de la deuda y el capital como instrumentos técnicos y establece que son el reflejo de estructuras de gobernabilidad diferentes donde cada modo de financiación afecta los equilibrios de las jerarquías organizacionales y arrastra consigo conflictos específicos. Así, a la hora de tomar la decisión sobre cómo financiar un proyecto, la empresa deberá elegir entre deuda y capital incorporando aspectos institucionales y de gobernabilidad además de los técnicos.

En Uruguay, algunos trabajos intentan dar explicación a los determinantes de la estructura de capital de las empresas locales. Todos ellos denotan la gran supremacía de los créditos comerciales y financieros y la escasa utilización del mercado de capitales de largo plazo.

Concluyen que la estructura financiera de la empresa uruguaya presenta un claro predominio del endeudamiento con fondos ajenos por

sobre el financiamiento con fondos propios y aportes de capital. Este endeudamiento se caracteriza por ser mayoritariamente de origen bancario, a corto plazo y en dólares, Robredo (1994). Al obtener créditos bancarios de corto plazo, algunos autores como Monteserin et al (2004) destacan la necesidad de las empresas de realizar un roll-over para financiar sus inversiones de mayor horizonte temporal.

Según Munyo (2003) una empresa representativa uruguaya se financia en una 40% con fondos propios y el 60% restante es financiado con fondos externos. Estos últimos divididos en tres partes prácticamente iguales, correspondientes respectivamente a endeudamiento bancario (solo el 11% de los activos se financian con deuda de largo plazo), deuda comercial y otros pasivos. En ningún caso el mercado de capitales es una alternativa de financiamiento para las empresas uruguayas ya que ninguna de las 500 empresas seleccionadas de la muestra cotiza en bolsa.

Al igual que Bentancor (1999) cree que las empresas más grandes, más rentables, así como las de perfil exportador acceden con mayor facilidad al crédito bancario y de largo plazo. Por su parte, las empresas que no poseen estas cualidades o las presentan en menor proporción relativa, tendrán una mayor propensión a financiarse con crédito comercial y fundamentalmente de corto plazo.

Gili (2005) tiene como objetivo específico identificar los determinantes de la estructura financiera de las empresas uruguayas a partir de los fundamentos que aporta la teoría de jerarquía de preferencias o Pecking Order<sup>3</sup>, algo que habían encontrado otros autores anteriormente (Munyo, 2003, Monteserin et al, 2004). Estos autores encuentran que, en términos generales, las empresas menos rentables son las que se financian en mayor medida con fondos externos, tal como lo establecen los postulados de la teoría de jerarquía de preferencias. De esta forma la mayor generación de flujos internos es vista por las firmas más endeudadas como una oportunidad para reducir su exposición crediticia.

Finalmente, Bello et al (2009) destacan la existencia de una relación negativa entre el nivel de apalancamiento financiero y la rentabilidad, acorde con la teoría de Pecking Order pero sin embargo, encuentran que la relación se vuelve positiva al tomar la deuda a largo plazo como porcentaje del total.

---

<sup>3</sup> Myers y Majluf (1984) y Myers (1984) desarrollan la teoría de jerarquía de preferencias o Pecking Order, que explica que ante la existencia de información asimétrica en los mercados financieros, las empresas tienen un orden de preferencias sobre cómo financiar un proyecto. La mayor preferencia es utilizar fuentes internas a la empresa como ganancias retenidas y en caso de no ser suficiente, recurrirán al mercado financiero para obtener recursos. Las fuentes internas no tienen costos de emisión de deuda o acciones, “flotation costs”, y no requieren revelar información financiera adicional al mercado. Si la empresa está obligada a usar fondos externos, la preferencia será por los provenientes de la emisión de deuda primero, acciones convertibles luego, acciones preferenciales después y por último emisión de nuevas acciones comunes. Este orden refleja las motivaciones del administrador financiero para retener el control de la firma (ya que solamente las acciones comunes tienen “voz” en cuanto a la administración), reducir los costos de agencia que genera la emisión de acciones y evitar la aparentemente inevitable reacción negativa del mercado ante el anuncio de una nueva emisión de acciones (Hawawini et al, 1999).

### **2.3 Ventajas del desarrollo del mercado de capitales.**

Como observamos anteriormente, en ninguno de los estudios sobre el financiamiento de las empresas en Uruguay el mercado de capitales aparece como una alternativa significativa para captar fondos por parte de las empresas. Ante la opción de continuar con la estructura actual, con un grupo de empresas con crédito mayoritariamente bancario y de corto plazo y otro grupo dependientes del capital extranjero debemos preguntarnos si existen ventajas en el desarrollo del mercado de capitales.

Alan Greenspan (2000) resumió la importancia de contar con un mercado de bonos eficiente comparándolo con una “rueda auxiliar” para ser utilizada cuando se agotan otras fuentes de fondos. No en vano, los gobiernos de Asia han estado especialmente interesados en fomentar el crecimiento de los mercados de bonos en el período posterior a la crisis financiera de fines de los años noventa, con la convicción de que la crisis no habría sido tan grave si los mercados hubieran estado más desarrollados. (Véanse, por ejemplo, CESPAP (1998); Kim (2001); Yoshitomi y Shirai (2001)).

Aquellos que reclaman respaldo para un mercado de capitales activo como Herring y Chatusripitak (2000) ofrecen una variedad de explicaciones a favor de su desarrollo las cuales son citadas en Stallings (2006).

En primer lugar, ese mercado es el único medio para establecer una tasa de interés determinada por el mercado, que permite a los inversionistas calcular los costos de oportunidad de las inversiones alternativas. En segundo lugar, ante la ausencia de un mercado de capitales, los ahorristas tienen menos oportunidades de inversión y, por lo tanto, puede movilizarse un menor volumen de ahorro. En tercer lugar, las empresas enfrentarán mayores costos de fondos sin un mercado de bonos, y pueden tender a la realización de inversiones a corto plazo en el intento de coordinar los vencimientos. En cuarto lugar, para compensar la falta de un mercado interno de bonos, las empresas y los gobiernos pueden solicitar préstamos en el extranjero y, por lo tanto, exponerse a riesgos cambiarios excesivos. En quinto lugar, cuando no existe un mercado de capitales, el sector bancario gana más trascendencia de la que tendría, lo que hace que la economía sea más vulnerable a las crisis.

Desde el punto de vista empírico, existe abundante evidencia que avala la existencia de una relación positiva entre el desarrollo del mercado de valores y desempeño económico. No obstante, las conclusiones son generalmente contradictorias respecto cuál es el sentido de la causalidad de dicha relación<sup>4</sup>. De todos modos Oddone (2006) resalta la importancia de

---

<sup>4</sup> Patrick (1966) resumió este debate sobre la causalidad al establecer dos hipótesis que explican el vínculo entre crecimiento económico y sistema financiero. Por un lado, la hipótesis de “oferta de fondos” o “supply lending” establece una relación causal desde desarrollo financiero a crecimiento

desarrollar un mercado de valores ya que su desarrollo, en cualquier caso, debería contribuir a mejorar las fuentes de financiamiento, aumentar la transparencia del mercado de modo que los riesgos puedan ser mejor evaluados, incrementar la especialización y sofisticación de los agentes de mercado, todo lo cual debería favorecer el crecimiento de la economía.

## **2.4 Causas del subdesarrollo del mercado local**

El mercado de capitales encuentra su principal fortaleza en ofrecer financiamiento a largo plazo, pero la inestabilidad en variables económico-financieras desalienta este tipo de inversiones atentando contra el efectivo desarrollo de este mercado<sup>5</sup>. La literatura económica sobre el tema coincide en señalar a la inestabilidad macroeconómica como una de las razones que ayudan a explicar el escaso desarrollo (véanse por ejemplo, Talvi y Viana (1991), Oddone et al (2006)). Pero estos mismos trabajos también señalan en que los factores macroeconómicos no permiten explicar por sí solos la virtual inexistencia de un mercado de valores privado en Uruguay. A este respecto Talvi y Viana (1991) destacan que “a pesar de la alta inflación y baja inversión, la dimensión del mercado accionario debería ser mucho mayor a la actual” e incluso afirman en base a estimaciones realizadas en

---

económico argumentando que la creación y desarrollo intencional de las instituciones y mercados financieros llevaría a un incremento de la oferta de servicios financieros, que se volcaría al crecimiento económico. Por otro lado, la hipótesis de “seguidor de demanda” o “demand following” establece que es el crecimiento de la economía la causa de un incremento en la demanda de servicios financieros y lo que lleva al desarrollo de los mercados de capitales.

<sup>5</sup> En el anexo I se presenta un resumen histórico del mercado de valores en nuestro país.

dicho documento que la capitalización del mercado es menor al 10% del valor que surge de acuerdo a las variables económicas. Oddone et al (2006), justifican esta idea en que “países con menor tasa de crecimiento, tasas de inversión apenas superiores, niveles de crédito al sector privado e inflación similares, tienen un mayor grado de capitalización que Uruguay”.

Por ende, estos trabajos se han enfocado en analizar otros motivos que podríamos resumir en microeconómicos e institucionales y que abordamos a continuación.

- I. **Tamaño;** El mercado de valores es una fuente de financiamiento principalmente usada por las grandes empresas y en nuestro país el número de grandes empresas es reducido. Oddone et al (2006) muestra que el porcentaje de grandes empresas en Uruguay alcanza 0,3% del universo total de empresas mientras que en países como Costa Rica o Chile estos números ascienden a 0,6% y 0.9%. Este fenómeno se ve agudizado por la estructura de propiedad de las empresas. Los autores mencionados estiman que tres cuartas partes de las grandes empresas del país son de propiedad familiar algo que ha sido mencionado como un factor que atenta contra la participación de la empresa en los mercados y por otro lado que existen 25 empresas que podrían ser parte del mercado de capitales pero que por ser

de propiedad estatal tienen prohibida en su carta orgánica la emisión de acciones<sup>6</sup>.

II. **Escasa profesionalización de los agentes implicados;** Tanto el trabajo de De Brun et al (2005) como el de Oddone et al (2006), coinciden en que existe un alto nivel de desconocimiento a nivel empresarial respecto de los beneficios que ofrece optar por financiar sus proyectos en el mercado. Se desconocen además cuales son los instrumentos existentes y cómo podrían utilizarlos para beneficio propio. De Brun et al (2005) encuentran en una encuesta realizada a 463 empresas privadas que apenas el 25% de los empresarios tiene un conocimiento suficiente sobre instrumentos como bonos y fidecomisos. Oddone et al (2006), señalan además que en las entrevistas realizadas en la elaboración de su trabajo “fue posible detectar una elevada debilidad de la industria dedicada a asesorar a inversores y emisores”, destacando la escasa sofisticación de los agentes.

III. **Inadecuada estructura financiera de las empresas y elevada preferencia por el presente en los agentes económicos;** Existe un importante descalce de monedas y plazos en las empresas domésticas tal como lo documentan los trabajos de Munyo (2003) y De Brun et al (2005).

---

<sup>6</sup> En línea con lo expuesto Talvi y Viana (1991) encontraron que “el mercado de valores será mayor en términos de PBI en aquellos países de mayor dimensión” y señalaron, ya en aquel entonces, que el ingreso de algunas empresas que están hoy en manos del Estado podría darle un decisivo impulso. Incluso afirman en base a una estimación econométrica realizada para seis países latinoamericanos, que la participación de las empresas públicas llevaría la capitalización del mercado a 21% del PBI y el volumen anual transado a 2.2% del PBI.

Las empresas suelen endeudarse en dólares y a corto plazo lo que las sitúa en una posición vulnerable frente a cambios en las condiciones económicas. La escasa sofisticación financiera por parte de las empresas las lleva a tomar riesgos superiores a los propios riesgos del negocio, por ejemplo, riesgos cambiarios, de tasas de interés y de liquidez. Esta realidad reduce el atractivo de los inversores para invertir en empresas con estructuras financieras débiles.

Por si esto fuera poco, la excesiva volatilidad de las variables macroeconómicas relevantes como inflación y tipo de cambio real han impulsado a los agentes económicos a desarrollar una preferencia por el presente. La imposibilidad de estimar fehacientemente flujos de fondos futuros impiden el cálculo financiero adecuado y reducen los plazos de inversión, promoviendo los proyectos a corto plazo y con rápida capacidad de repago. A esto se agrega la inexistencia de un mercado de instrumentos de largo plazo en moneda nacional.

**IV. Debilidades de gobierno corporativo<sup>7</sup> y falta de transparencia de las empresas privadas;** El gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento así como para fortalecer la confianza de los inversionistas. Permite reducir el

---

<sup>7</sup> “El gobierno corporativo se refiere a las estructuras y procesos para la dirección y el control de las compañías. El gobierno corporativo se ocupa de las relaciones entre la alta gerencia, la junta directiva, los accionistas controladores, los accionistas minoritarios y otras partes interesadas.” Tomado de [www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/WhyCG#what\\_cg](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/WhyCG#what_cg)

coste del capital incitando a las empresas a utilizar recursos en forma más eficiente. Organismos internacionales tales como la OCDE y el Banco Mundial a través de la Corporación Financiera Internacional han hecho hincapié en la necesidad de mejorar este aspecto con el fin de ofrecer a los accionistas minoritarios un mayor nivel de información respecto al destino de su dinero y a las expectativas futuras de su inversión. Oddone et al (2006) en base a un estudio del Banco Mundial identifica varias tareas pendientes en esta área evidenciando la escases de los avances en la materia.

A esto se suma que las empresas en Uruguay son reticentes a proveer información. De Brun et al (2005) hallaron que cerca de un tercio de las grandes empresas en Uruguay está inclinada a no dar información sobre su situación financiera a las calificadoras de riesgo como paso previo para acceder al mercado. Esto se vincula con la pérdida de credibilidad que ha sufrido el mercado y que comentamos en el punto siguiente.

V. **Debilidad institucional de los órganos reguladores y de la propia Bolsa de Valores de Montevideo (BVM);** Esto reduce la confianza de empresas e inversores. Regulación y supervisión adecuada son requisitos necesarios para el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Los episodios de quiebra ocurridos en la década del 90' repercutieron y dejaron secuelas hasta el día de hoy en la confianza de los agentes. Oddone et al (2006) identifican debilidades en la propia organización de la BVM.

Considera que falta de objetivos estratégicos claramente definidos atenta contra el buen funcionamiento de la institución y que la misma depende excesivamente de iniciativas de tipo personal de sus directivos o socios.

VI. **Mecanismos insuficientes para resolver conflictos de naturaleza comercial;** Para la existencia de un mercado de valores desarrollado es necesario ofrecer seguridad jurídica a sus participantes, a los accionistas y a los acreedores. De modo que cuando estos recurran a la justicia para hacer valer sus derechos y obligaciones está ofrezca garantías. Oddone et al (2006) con información del Banco Mundial, señala que los litigios comerciales en nuestro país duran en promedio de 3 a 4 años, que las decisiones de la justicia no son predecibles y que es costoso para las partes hacer cumplir los contratos. Explica que esta imprevisibilidad en los fallos puede deberse a que los conflictos corporativos son resueltos por los tribunales civiles y que no existen tribunales comerciales especializados.

### **2.5 Consecuencias del subdesarrollo del mercado financiero.**

Luego de analizar las teorías y trabajos empíricos sobre la relación entre los mercados de capitales y el crecimiento económico, la revisión de los factores señalados como causas del escaso desarrollo del mercado de capitales local y los determinantes que llevan a las empresas uruguayas a elegir tal o cuál método de financiamiento, debemos entender a qué nos referimos cuando calificamos de eficiente a un mercado financiero.

Cuando un individuo ingresa a un mercado con el fin de comprar o vender un bien o un servicio, la rapidez en la ejecución de las transacciones y la justificación de un precio apropiado en base a la oferta y demanda que prevalece en ese momento engloban los atributos destacados por la literatura como las características de un “buen mercado” (Brown et al, 2010).

La transparencia de la información relevante sobre el bien o servicio en cuestión así como en lo referente a las condiciones pasadas y presentes del mercado constituyen un el elemento esencial para su desarrollo.

Otro requerimiento fundamental que destacan Brown et al (2010) es la liquidez, esto es, la habilidad de comprar o vender un activo rápidamente a un precio conocido. La facilidad para vender un activo en el mercado rápidamente se conoce como comerciabilidad o “marketability” y para poder venderlo a un precio conocido requiere continuidad de precio o “price continuity”, esto es, que un precio no cambie significativamente de una transacción a la siguiente a menos que nueva información importante sobre el activo en cuestión sea revelada en el mercado.

A su vez, para que el mercado tenga continuidad de precio se requiere profundidad, que existan numerosos potenciales compradores y vendedores deseando comercializar el producto o servicio a precios levemente superiores

e inferiores al actual. En suma, la liquidez requiere comerciabilidad del activo y continuidad de precio, que a su vez, requiere profundidad de mercado.

Por otra parte, menores costos de transacción (como porcentaje del valor de la operación) hacen un mercado más eficiente. La mayoría de los textos sobre microeconomía definen a un mercado eficiente como aquel en que los costos de transacción son mínimos. Este atributo es conocido como eficiencia interna (“internal efficiency”) del mercado<sup>8</sup>.

Cuando los proyectos de inversión son valorados de acuerdo con su rendimiento esperado y su riesgo potencial, y en consecuencia, son emprendidos siempre que la inversión haga aumentar el valor presente de sus beneficios (estimado mediante el tipo de interés vigente en la economía) se puede afirmar que los mercados financieros funcionan eficientemente. Para que ello ocurra, tanto las empresas como los inversores deben estar bien informados.

En la práctica, sin embargo, las empresas están mucho mejor informadas sobre sus proyectos de inversión de lo que están los posibles inversores externos. Romer (2006), explica que esta es la razón por la que las instituciones especializadas en adquirir y transmitir información, tales

---

<sup>8</sup> En cambio, la eficiencia externa o eficiencia informacional se define como la propiedad del precio del mercado para reflejar adecuadamente toda la información disponible en relación a la oferta y demanda de factores.

como bancos, fondos de inversión y agencias de clasificación de deuda, desempeñan un papel esencial en los mercados financieros.

Romer (2006) destaca que “cuando existe información asimétrica, la inversión no sólo depende de los tipos de interés y de la rentabilidad”. Existe abundante literatura, cuyos pioneros fueron Fazzari et al (1988), analizado este problema comparando el comportamiento de diferentes tipos de empresas y es una de las pocas áreas de investigación en que el consenso empírico es casi unánime. El grueso de la evidencia sugiere que el flujo de caja y otros factores determinantes del acceso a los recursos internos afectan a la inversión y que esta relación es consecuencia de las imperfecciones en los mercados financieros.

Romer (2006) sostiene que una de las consecuencias más importantes de poseer mercados financieros imperfectos se basa en que estas imperfecciones incrementan los costos de agencia<sup>9</sup>, que se derivan de la existencia de información asimétrica y desincentivan la inversión para un tipo de interés estable dado. Mayores costos de agencia y de verificación de información reducirán la inversión y menos proyectos se llevarán a cabo. De este modo, sostiene que el sistema financiero puede tener por sí mismo una “influencia esencial en la inversión”.

---

<sup>9</sup> Los costos de agencia los definimos como la pérdida de valor a causa de asimetrías de información existentes entre quienes manejan la empresa y quienes invierten en ella sea en propiedad o deuda.

### **3. LA BANCA DE INVERSIÓN**

#### **3.1 Concepto y actividades**

El banco de inversión puede definirse como un agente comercial o intermediario entre los que tienen capital (los inversionistas) y los que lo necesitan. Su cometido esencial es el de conseguir el capital necesario para hacer posible financieramente un proyecto de inversión, sea en forma directa o mediante la emisión y venta de valores en los mercados de capitales.

Como todo intermediario financiero debe velar por los intereses de ambas partes, tanto los del inversionista como los del inversor, lo cual lo obliga a diseñar instrumentos financieros que ofrezcan altas probabilidades de repago y con retornos atractivos, pero que además permitan al inversor honrar sus obligaciones.

Pero al decir de Cárdenas y Gutiérrez (2000), definir la banca de inversión simplemente como un intermediario entre diferentes actores del mercado ya no es suficiente. Esta función se ha expandido por la creación de nuevos productos y servicios financieros y ha adquirido un grado de complejidad tal que obliga a una definición más amplia. Es por eso que comúnmente se la concibe como “la industria de la banca de inversión”.

Los autores mencionados, describen un número de pasos que suele seguir esta industria para desarrollar su negocio, ellos son: i) Identificar y

conocer las necesidades de los clientes, ii) contar con la capacidad técnica adecuada para ofrecer una amplia gama de productos e instrumentos financieros modernos, iii) conocer y comprender la industria de modo de anticipar las tendencias de la misma y iv) mantener buenas relaciones y trabajo en equipo con otros bancos de inversión, el gobierno e inversionistas.

Las empresas no sólo realizan negocios con los bancos de inversión, sino que construyen relaciones por varios años. Fang (2004) explica que gran parte del éxito en esta industria depende del “capital reputacional” y explica que al ser los bancos de inversión “repetidos jugadores” en los mercados de capitales, su supervivencia y sus ingresos futuros están directamente atados a su reputación. Siendo este uno de los elementos esenciales para alcanzar una industria exitosa en el largo plazo.

### **3.2 Funciones de la Banca de Inversión.<sup>10</sup>**

La industria de la banca de inversión ha ido incorporando cada vez más actividades a su negocio. Con el objetivo de abarcar íntegramente sus funciones, hemos decidido agrupar las actividades que realiza en cuatro grandes rubros: i) Consecución de recursos ii) Actividades transaccionales,

---

<sup>10</sup> Esta categorización fue hecha en base al libro gerencia financiera; Experiencias y oportunidades de la Banca de Inversión.

iii) Market maker<sup>11</sup> o hacedor de mercados y iv) Ingeniería financiera, Project Finance, y diseño de productos a medida.

**i) Consecución de recursos:**

Una de las funciones más importantes de la banca de inversión, consiste en procurar la mejor estrategia de financiamiento para las organizaciones. Normalmente, las firmas utilizan bancos comerciales para obtener financiación, pero cuando se involucran fondos de capital de riesgo, préstamos sindicados, colocaciones privadas o las ofertas públicas, el papel de la banca de inversión es fundamental.

a) **Fondos de capital de riesgo o venture capital**: son fondos que proveen recursos y asesoría estratégica a compañías recientemente formadas. Cuando un empresario tiene un nuevo proyecto prometedor o cuando pretende comercializar en gran escala su producto, es común que carezca de los conocimientos, la experiencia y de las herramientas necesarias para conseguir los recursos y para explotar las oportunidades. El banco de inversión, es el socio perfecto para potenciar estos emprendimientos. Por un lado, porque puede proveer fondos propios al empresario, pero además, porque sus conocimientos de una industria suelen potenciar los proyectos de los empresarios, vincularlo con agentes nacionales e internacionales y asesorarlo en el manejo de los potenciales

---

<sup>11</sup> Market maker; es el nombre que se le da a una compañía que compra y vende activos en el mercado, esperando obtener una ganancia derivada del trading, R. Radcliffe (1997).

riesgos que el proyecto puede enfrentar. Los fondos de capital de riesgo, generalmente, recuperan su inversión cuando las compañías de su portafolio se vuelven públicas o se venden a otras empresas.

b) **Sindicaciones**: los préstamos sindicados son préstamos que debido al gran volumen de recursos necesarios, los fondos son aportados por un grupo de bancos, uno de los cuales es el banco agente. Este banco agente es el encargado de coordinar toda la operación. Los bancos de inversión suelen participar en este tipo de negocios, sea como banco agente o como uno de los bancos contribuidores.

c) **Estructuración y colocación de instrumentos de deuda o capital en el mercado**: una de las fuentes de financiamiento de las empresas es el mercado de capitales ya que a través de este suelen acceder a fondos frescos para financiar sus actividades. Sin embargo, las primeras emisiones de deuda o de acciones en estos mercados pueden ser objeto de gran incertidumbre. La fijación del precio o de las tasas de interés adecuadas a un instrumento de capital o deuda suele ser uno de los elementos claves del éxito o fracaso de una emisión. La banca de inversión cumple un rol clave en este proceso. Por un lado debe asesorar a las empresas para que estas comprendan los desafíos y oportunidades que conlleva una emisión pública y la participación en el mercado de capitales. Por el otro, su experiencia en la colocación de instrumentos y su vínculo directo con los potenciales

inversores le permite valorar adecuadamente los instrumentos financieros, garantizando el éxito de la operación.

d) **Colocaciones privadas**: las compañías no siempre recurren inmediatamente a la colocación de instrumentos de oferta pública, muchas veces buscan inversionistas o prestamistas privados. La banca de inversión en algunos casos actúa como nexo entre las empresas y potenciales inversores o prestamistas. El diseño de instrumentos privados debe tener en cuenta el carácter no transable en el mercado de este tipo de inversiones y por lo tanto deben ser diseñados a medida, para asegurar a ambas partes.

e) **Fideicomisos, Titularizaciones**: operaciones de este tipo permiten a las empresas hacer líquidos, flujos de fondos futuros o activos de su propiedad.

## ii) **Actividades transaccionales:**

Otra de las funciones que cumplen en mayor o menor medida todos los bancos de inversión proviene de la intermediación entre inversores y empresas y de su participación en los mercados secundarios. Algunos bancos de inversión utilizan una cantidad sustancial de su capital en la compraventa de títulos y productos financieros obteniendo una utilidad en estos procesos de comercializar e invertir. Las principales actividades son:

a) **Underwriting**: Esta operación consiste en asegurar a las empresas o gobiernos emisores de un instrumento de oferta pública un cierto precio de

colocación del instrumento<sup>12</sup>. Esta actividad puede ser vista desde dos ángulos algo diferentes. Por un lado el banco puede cobrar a una empresa un adicional por el servicio de underwriting antes de que se realice la colocación de un instrumento público de modo de asegurar el éxito de la operación. Desde otra óptica, bien podría decirse que el banco de inversión conocedor del valor de un instrumento se compromete a comprar la totalidad de una emisión a un precio levemente inferior al que pagaría el mercado para luego revender estos instrumentos y así obtener una ganancia que le permita cubrir sus costos, su participación en una emisión<sup>13</sup>.

b) **Compra y venta de papeles, administración de portafolios y fondos de inversión**: Los bancos de inversión desarrollan una red de inversionistas individuales interesados en comprar y vender papeles en el mercado primario y secundario, en esta actividad el banco hace las veces de sociedad de bolsa. Compra y vende los instrumentos cobrando una comisión por operación. Asimismo ofrece a los inversores asesoría respecto de cómo componer su cartera de inversiones, e incluso arma fondos de inversión de los que vende cuota partes, permitiendo al inversor diversificar sus riesgos.

c) **Fusiones y Adquisiciones**: Este tipo de actividades son una parte importante del negocio de la banca de inversión. El banquero de inversión

---

<sup>12</sup> Así como existen los préstamos sindicados, existen operaciones de underwriting sindicado. En estas, existe un banco agente encargado de la emisión que contacta a otros bancos de inversión para que lo ayuden en el proceso de colocación del instrumento. Por más información ver Block y Hirt (2000).

<sup>13</sup> Por más información ver Bodie et al (1996) o Hernández et al (2001).

provee servicios importantes para el mercado en este sentido ya que actúa como agente comercial, efectúa la negociación, la tasación, los anuncios precautorios y busca el financiamiento que permita concretar las operaciones. Este es un proceso trascendental para las empresas y la tranquilidad de contar con una entidad experta, especializada en este tipo de transacciones les permite tomar mejores decisiones. Un ejemplo de cómo trabajan en esta área lo ofrecen las compras apalancadas (leveraged buyouts), estas operaciones involucran la utilización de dinero prestado para comprar una compañía o una división de esta<sup>14</sup>.

d) **Acuerdos de recompra (repos)**: Cuando un agente necesita fondos de forma inmediata pero no quiere desprenderse de sus inversiones en el mediano plazo puede pactar repos, donde cede temporalmente un activo con el compromiso de recomprarlo en un futuro cercano.

### iii) **Market maker o hacedor de mercados**

Varios autores señalan a la actividad de market maker o hacedor de mercados como una de las actividades específicas de la banca de inversión. Block y Hirt (2001) explican que durante la distribución y por un tiempo posterior, el banco de inversión puede constituir mercado para un

---

<sup>14</sup> El banquero de inversión puede actuar como agente o dirigir directamente la operación. Algunas de sus funciones son encontrar la empresa a ser adquirida, analizar y estructurar el proceso, negociar con compradores y vendedores y determinar la estructura del financiamiento más adecuada.

determinado título valor, es decir, se dedica a la compra y venta del título para garantizar un mercado líquido.

Este tipo de actividad se puede realizar con un criterio de oportunidad dónde el banco aprovecha para comprar títulos que, por su continua evaluación del mercado y de sus participantes, considera momentáneamente subvalorados para intentar revenderlos a un precio superior. A esta actividad, se la conoce como “proprietary trading” (trading propietario), y los bancos de inversión dedican una considerable porción de sus recursos y derivan de ella una parte significativa de sus ingresos<sup>15</sup>. Pero también se puede ofrecer como un servicio a un emisor, buscando garantizar la liquidez de un instrumento con el objetivo de atraer inversores. En casos en que los mercados de capitales no están muy desarrollados o cuando las emisiones son por montos tan pequeños que puedan poner en duda la existencia de un mercado secundario, el banco de inversión puede comprometerse a comprarlos a un precio determinado de antemano. Con lo que si el inversor no consigue venderlos en el mercado podrá vendérselos a esta institución.

Con esto el banco no sólo obtiene una utilidad adicional sino lo que es más importante, garantiza la liquidez de un instrumento promoviendo que los inversores adquieran estos títulos, con la tranquilidad de que podrán desprenderse de ellos si lo necesitasen.

---

<sup>15</sup> K. Thomas Liaw, “The Business of Investment Banking” (1999).

Para concluir este punto conviene destacar que el banco de inversión también contribuye a la liquidez de un mercado mediante la elaboración continua de información relevante. Su constante re-evaluación de los instrumentos y de la calidad de los emisores, promueve la participación de otros agentes y con ello incrementa la liquidez del mercado en su conjunto.

#### **iv) Ingeniería financiera, nuevos instrumentos y Project Finance.**

Los participantes actuales del mercado de capitales son más sofisticados, los emisores y los inversionistas analizan con detenimiento todas las variables tales como: el comportamiento del mercado, las tasas de interés y la volatilidad y riesgo de las inversiones.

La ingeniería financiera ha surgido como parte de esta sofisticación y por la gran competencia entre los bancos de inversión. Se la puede concebir como la creatividad de un banquero de inversión para realizar exitosamente una transacción, de acuerdo con las necesidades de las organizaciones públicas y privadas que desarrollan el proyecto. Los nuevos productos buscan equilibrar riesgos, ofrecer alternativas de financiación flexibles, estrategias de arbitraje, mayores rendimientos y efectos fiscales. Pero el diseño efectivo de estos instrumentos modernos requiere de la creatividad y experiencia propia de este intermediario aplicada a cada caso.

Las operaciones de Project Finance son quizás el prototipo primordial de ingeniería financiera. Su uso en nuestra región se vio especialmente

propiciado en la década de los 90` con la ola de privatizaciones y concesiones que llegó a América Latina. Fue especialmente en los contratos de concesión dónde surge esta actividad que en definitiva no es más que el diseño de una estructura financiera adecuada para promover la participación de grandes conglomerados en el desarrollo de obras de infraestructura.

Si bien no existe una definición unánime para el término Project Finance, la IPFA<sup>16</sup>, lo define como “el financiamiento a largo plazo de obras de infraestructura, proyectos industriales y servicios públicos basados en una estructura financiera en la que la deuda y el capital utilizados para financiar el proyecto, provienen del flujo de fondos generado por el proyecto y es inexistente o limitada la posibilidad de recurrir a los accionistas del proyecto”.

En estas operaciones se crea una entidad independiente cuyo objeto social es la realización y explotación del propio proyecto. Los socios de esta sociedad, se los denomina “promotores del proyecto” y su riesgo estará limitado al capital social aportado. Los prestamistas adicionales que participan de la operación, financiaran si el proyecto es adecuado, a la sociedad sin exigir ninguna garantía adicional esperando que los flujos de fondo del proyecto permitan repagar la deuda e intereses correspondientes.

Existe un creciente interés en el mercado de capitales como vehículo de fondeo para obras de infraestructura por varias razones. Primero porque

---

<sup>16</sup> International Project Finance Association, es la mayor y única organización internacional sin fines de lucro dedicada a promover y representar los intereses de las compañías privadas así como los del sector público en contratos de Project Finance y en asociaciones público privadas alrededor del mundo.

la demanda de desarrollo de estos proyectos en mercados emergentes está aumentando rápidamente y los gobiernos enfrentan restricciones presupuestarias, segundo, los bancos comerciales, no son la fuente natural de financiamiento para emprendimientos de largo plazo y tercero, debido a los tiempos y recursos significativos que requieren.

Este repaso de las principales funciones y actividades de la banca de inversión nos permite vislumbrar el rol que cumple esta institución como agente articulador entre los oferentes y demandantes de fondos, velando por los intereses de ambas partes y en procura del éxito de las operaciones ya que en la mayoría de ellas se juega la reputación y la suerte del propio banco de inversión.

### **3.3 Banca de inversión y el mercado de capitales.**

Akerlof (1970) explica que las asimetrías de información existentes entre emisores (insiders) e inversores (outsiders) no sólo pueden producir una mala valuación de los activos sino que pueden llegar a “amenazar la propia existencia del mercado de capitales”. En esta dirección, Fang (2004) afirma que los “bancos de inversión se encuentran en una posición perfecta para reducir las asimetrías de información y reducir el costo del capital que los emisores deben pagar” por financiarse en el mercado.

Con el objetivo de comprender los conceptos de estos autores es que hemos decidido subrayar el estrecho vínculo existente entre las funciones descritas y el mercado de capitales.

En primer lugar, el banco de inversión, es un agente que promueve la participación de las empresas en el mercado de capitales, sea mediante la alternativa de emisión de deuda o la de abrir el capital accionario de la empresa en una bolsa de valores. En el primer caso, examina la capacidad de repago de la firma emisora y en función del riesgo asociado, requerirá una determinada tasa de rendimiento a su capital, pudiendo ser fija o variable en relación a alguna tasa internacional de referencia. En el segundo, el inversor analiza principalmente la capacidad de crecimiento de la empresa emisora, ya que, en general, no se invierte en acciones por el rendimiento esperado de los dividendos sino por la potencial ganancia de capital. En cualquiera de estos casos, es el banco de inversión el encargado de establecer el precio inicial apropiado para el activo.

En segundo lugar, al tomar posiciones propias en el mercado, en su rol de market maker o hacedor de mercados, participa en el proceso de formación de precios y aporta liquidez al mercado un elemento central para el buen funcionamiento de los mismos. El continuo análisis de las empresas emisoras y de los instrumentos que se negocian en el mercado así como la

elaboración de informes respecto a la salud financiera de los proyectos y su posterior difusión al mercado genera una mayor avidez entre los inversores.

En tercer lugar, cuando mediante el diseño de productos de Project Finance o de ingeniería financiera, posibilitan inversiones que de otro modo no se realizarían y que muchas veces sería imposible hacerlas sin recurrir al mercado de capitales. Algunos instrumentos típicos de innovación financiera como los swaps de deuda por patrimonio, los bonos participativos, los bonos extensibles o los bonos de fondos mutuos por citar algunos ejemplos, difícilmente se llevarían a cabo sin la existencia de un banco de inversión.

Por último, los bancos de inversión suelen financiar sus actividades en el mercado de valores, en él obtienen los fondos que el banco reinvierte buscando una mayor utilidad. Este financiamiento puede ser mediante la emisión de acciones para constituir el patrimonio del propio banco de inversión, o a través de bonos.

En la realización de estas actividades aporta instrumentos al mercado de capitales y colabora en la generación de una masa crítica de títulos, que permitan el desarrollo del mercado y fomente el ahorro de los inversionistas.

### **3.4 Funcionamiento de la Banca de Inversión en el Mundo.**

En el anexo II podemos encontrar cómo funciona la industria de la banca de inversión en el mundo y cómo ha sido su evolución con el objetivo de continuar comprendiendo los elementos más relevantes de este negocio.

Para ello, tomamos como referencia el trabajo realizado por Hernández et al (2001) en el que se distinguen dos modelos de funcionamiento del sistema bancario. Por un lado encontramos el “Modelo Anglosajón” que tiene como principal referencia el sistema bancario en Estados Unidos y por el otro al modelo de “Banca Universal” también conocido como modelo continental e identificado con la economía Alemana.

La principal diferencia entre ambos radica en que el modelo norteamericano separa por ley las actividades de banca de inversión de las actividades de la banca comercial, mientras que el modelo de banca universal o continental, promueve la existencia de grandes conglomerados financieros que realicen todo tipo de actividad financiera<sup>17</sup>.

### **3.5 La Banca de Inversión en Uruguay:**

#### **3.5.1 Marco regulatorio:**

En Uruguay la ley 16.131 del año 1990 creó la figura de “Bancos de Inversión”. En la misma, se establecen un conjunto de actividades concretas que le son permitidas, algunas de las cuales están expresamente vedadas para los bancos comerciales. A esta ley se agregan las disposiciones del Banco Central del Uruguay (BCU) que se encuentran agrupadas en el Libro

---

<sup>17</sup> Para una discusión más profunda de los modelos de banca de inversión en el mundo ver anexo II

VIII de la recopilación de normas de instituciones financieras. A continuación ofrecemos un resumen de la normativa<sup>18</sup>.

La ley establece que para constituir una institución de este tipo, se requiere “autorización del poder ejecutivo, el cual deberá resolver con la opinión favorable” del BCU, que será a su vez quien ejerza el contralor sobre esta institución<sup>19</sup>. Respecto a las actividades que puede realizar el “Banco de Inversión” la normativa distingue algunas categorías que hemos decidido agruparlas en 4 grupos:

**1) Captación de Recursos (Art 440);** para esta actividad podrán; recibir de no residentes depósitos a plazos superiores al año, contratar préstamos u o otros créditos a plazos superiores al año, así como gestionarlos para terceros, colocar (entre no residentes) certificados de participación en los préstamos que otorguen a mediano y largo plazo<sup>20</sup> y emitir obligaciones negociables o debentures.

**2) Financiamiento o colocación de Títulos (Art 441);** se habilita a los bancos de inversión a invertir su capital propio en empresas no financieras, estableciendo como tope a la inversión, el 50% del patrimonio de dicha empresa. Lo habilita a realizar operaciones de hacedor de mercado permitiendo la compra transitoria de hasta 100% de una emisión cotizable en Bolsa, mientras no la mantenga en cartera por más de ciento ochenta días.

---

<sup>18</sup> Recomendamos a los interesados en el tema leer el texto de la ley y el Libro VIII del BCU.

<sup>19</sup> La normativa vigente en este punto es igual para los bancos comerciales.

<sup>20</sup> Se define mediano plazo entre 3 y 5 años y largo plazo para operaciones mayores a 5 años.

**3) Financiación de Proyectos de Inversión (Art 442);** los habilita a invertir con el “objeto de poner en marcha proyectos de inversión o planes de reorganización, desarrollo o reconversión”. Limitando el monto a invertir en la adquisición de acciones, obligaciones o partes de capital de cada empresa o grupo económico, al 25% de la responsabilidad patrimonial neta del respectivo banco de inversión. Y establece que éste no podrá poseer más del 70% de las acciones o partes de capital integrado de la sociedad emisora.

**4) Asesoramiento y otras actividades (Art 447);** el banco de inversión podrá, asesorar en materia de inversiones y administrar carteras de inversiones, asesorar en materia de administración de empresas, así como sobre procesos de reorganización, fusiones y adquisiciones. Podrá asumir representaciones y ejercer la administración e inversión de fondos recibidos a esos efectos de no residentes. Realizar operaciones en metales preciosos y moneda extranjera. También se los habilita (art. 445) a otorgar fianzas, avales, garantías o cauciones de cualquier especie y (art. 443) a adquirir bienes inmuebles o muebles no fungibles, aptos para ser afectados a actividades no financieras, con la exclusiva finalidad de conceder su utilización a terceros mediante un contrato de crédito de uso.

### 3.5.2 Evidencia Empírica

Pese a la existencia de la mencionada ley y posteriores normativas bancocentralistas, no existe en nuestro país un banco de inversión propiamente dicho y como señala Ferla (2010) las actividades de este intermediario financiero, son realizadas principalmente por bancos comerciales y sociedades de bolsa.

En relación a los bancos comerciales, afirma que no poseen un departamento especializado para realizar actividades vinculadas a la participación de empresas en el mercado de capitales, o el underwriting de emisiones.<sup>21</sup> No obstante, esta afirmación aplica sólo a las actividades en que ambas instituciones compiten, ya que para el caso de inversiones de capital en empresas del sector real, son sólo los “Bancos de Inversión” quienes pueden participar de este negocio<sup>22</sup>.

Ferla (2010), señala además que “no hay una vocación por parte de los bancos comerciales de asesorar a las empresa a emitir”. Su negocio no radica en conseguir fuentes alternativas de financiamiento para las empresas (negocio propio de un banco de inversión), sino en otorgar créditos. Su trabajo consiste en movilizar los fondos de los depositantes y no en cobrar un fee o tasa por realizar la estructuración de una emisión, tarea que insume

---

<sup>21</sup> Hernández et al (2000) y Ferla (2010), coinciden en este tema.

<sup>22</sup> Como veremos en nuestra investigación existe una variedad de agentes internacionales (regionales o supra regionales, CAF, IFC, DEG, por citar algunos) que participan activamente en la capitalización parcial de empresas y proyectos prometedores en nuestro país.

demasiados recursos y para lo cual no están preparados. No obstante, varios trabajos coinciden en señalar que los ingresos generados por estructuración de emisiones, sumado a las comisiones por colocación y distribución y otros ingresos involucrados, hacen de este un negocio sumamente rentable<sup>23</sup>.

Respecto a otra de las actividades que realiza un banco de inversión en materia de re-estructuración, fusión o adquisición (F&A) de empresas, en nuestro país, son llevadas a cabo principalmente por las consultoras internacionales. Por lo general en todo proceso de F&A, existe una necesidad de fondos complementarios para financiar estos procesos. En este sentido, los bancos de inversión poseen una clara ventaja competitiva frente a las consultoras, ya que además de asesorar a las empresas participantes, les brindan distintas alternativas para financiar estos procesos, dando un servicio global en esta materia. Esto lo realizan a través de: la participación directa en el capital de la nueva empresa, otorgando préstamos puente que faciliten la operación, ó asistiendo en la colocación de instrumentos en el mercado a través de sus canales de distribución. Contando con una ventaja adicional, su gran base de datos de inversores individuales e institucionales y su extenso conocimiento de los participantes de cada industria, que les permite detectar y contactar a posibles compradores, manteniendo la confidencialidad de la operación frente al mercado<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Block y Hirt (1999), Hernández et al (2000) y Ferla (2010) todos coinciden en esta dirección.

<sup>24</sup> Cárdenas y Gutiérrez (2000).

#### **4. INVESTIGACIÓN**

Este trabajo tiene como objetivo identificar la importancia de la participación de agentes institucionales en el mercado de capitales como elemento articulador que lo transforme en una herramienta útil para el financiamiento de las empresas locales.

Como se demostró en el marco teórico, existe abundante literatura avalando que los esfuerzos por desarrollar un mercado de capitales tienen sentido. Nuestra intención es comprobar si actualmente las empresas que participan del medio local estarían dispuestas a utilizar el mercado de capitales, si creen que es posible, necesario y beneficioso para ellas y para el país en su conjunto contar con una fuente financiamiento a largo plazo y para proyectos de riesgo.

Respecto a cómo encarar nuestra investigación, nos encontramos con dos opciones claramente definidas, ambas con algunas ventajas y desventajas. En primer lugar, podríamos realizar un cuestionario con una serie de preguntas genéricas y enviarlos a un gran número de empresarios de modo de hacer la muestra lo más representativa posible del universo de empresas locales. Pese a la ventaja que significa contar con las opiniones de un gran número de empresarios, creemos que esta estrategia no se adapta a nuestro objetivo por entender que hay muchos que ni siquiera conocen las

ventajas, desventajas y requisitos de emitir en el mercado de capitales (véase por ejemplo, De Brun y otros, 2006). Más aún, el método de encuestas supone respuestas breves e imposibilidad de repreguntar aspectos centrales y conocer más sobre las opiniones que tienen los agentes consultados sobre el tema.

De este modo, preferimos el método de entrevistas personales que si bien presenta una debilidad en cuanto al número de casos a analizar creemos que enriquece mucho más las conclusiones de este trabajo al tener la posibilidad de indagar y obtener opiniones y experiencias puntuales de los entrevistados. Además, esta metodología ofrece el atractivo adicional que no ha sido utilizada explícitamente en ninguno de los trabajos anteriormente analizados y nos permite ampliar el campo de la investigación a otros agentes que sin ser empresarios son relevantes en el funcionamiento del sistema financiero. De todos modos, y teniendo presente la debilidad inherente al método de entrevistas personales en cuanto a su número, se buscó hacer la muestra lo más representativa posible.

La investigación de campo que complementa la revisión bibliográfica y el marco teórico ya analizado, se basó en las respuestas de 17 entrevistados. 8 de ellos empresarios representativos de los distintos sectores de la economía uruguaya: empresas privadas nacionales agrícolas, industriales y de servicios, empresas públicas de derecho privado, empresas

de capital extranjero, y que hayan tenido o no experiencia en el mercado local. Los empresarios entrevistados fueron:

- **Carlos Lecueder**, Galado, Prospéritas Capital Partners
- **Juan Sartori**, Union Agriculture Group
- **Ismael Turbán y Nicolás Manta**, El Tejar
- **Oswaldo Giraud**, Ducsa
- **Gerardo Martínez**, ISUSA
- **Ricardo Zerbino**, Fanapel
- **José Luis Rial**, Conaprole

Además, se realizaron 9 entrevistas con agentes que sin ser empresarios, están íntimamente vinculados al mercado. Este es el caso de:

- **Mario Bergara**, Presidente del BCU.
- **Martín Larzábal**, Gerente de Inversiones de República AFAP,
- **Ángel Urraburu**, Ex Presidente de la BVM y Corredor de Bolsa
- **Gustavo Gimenez**, Gerente de BNDES Uruguay y **Marcelo de Figueiredo Alves**, Representante de BNDES Uruguay.
- **Alejandro Sánchez**, Vicepresidente ejecutivo de Corficolombiana.
- **Alejandro Piedrahita Borrero** Vicepresidente de Mercado de capitales en Bancolombia.
- **Siegbert Rippe**, Asesor Jurídico de la BVM.
- **Ignacio Aragone**, Consultor en Proyectos de Infraestructura, PriceWaterHouse Coopers.

A la luz de los resultados obtenidos creemos que la estrategia elegida fue la adecuada. Además de la muy buena disposición de las personas entrevistadas tuvimos la oportunidad de indagar y dar luz a causas microeconómicas que muchas veces son pasadas por alto en los

diagnósticos pero de vital importancia ya que después de todo la decisión de emitir títulos en el mercado depende de las empresas.

Además, las entrevistas fueron planteadas con el objetivo de concluir sobre la necesidad o no de la creación de agentes institucionales que velen por el desarrollo del mercado, en particular la banca de inversión. Siguiendo la evidencia teórica y empírica que fue destacada en los trabajos recogidos anteriormente, y como primera aproximación al tema, se preguntaba a los entrevistados si creen que las alternativas de financiamiento actuales eran adecuadas o si es necesario contar con otras opciones. La respuesta fue unánime, todos los empresarios y agentes vinculados al sector financiero entienden la necesidad de contar con un mercado de capitales que ofrezca una alternativa a la banca comercial y que posibilite un financiamiento genuino para inversiones de largo plazo.

Todos creen que es necesario que las empresas y el país en general, no dependan en su totalidad de financiamiento externo o de los bancos comerciales quienes “te prestan un paraguas y te lo piden cuando está lloviendo” según sostuvieron metafóricamente varios empresarios.

Tal como fuera planteado en el marco teórico los empresarios resaltan la importancia de financiar las inversiones a largo plazo con recursos disponibles de largo plazo. Sostuvieron que a la luz de lo vivido en la crisis

de 1982 y de 2002, quienes conducen empresas en Uruguay aprendieron sobre la necesidad de no depender de la banca comercial. La banca tradicional cuando enfrenta problemas de solvencia o liquidez en su casa matriz, “comienza una estrategia de recuperación de créditos y no renueva o hace el ‘roll-over’ de los créditos y así comienzan los problemas”, manifestó uno de los empresarios. Por ello, consideran que algunas empresas hoy están dispuestas a “asumir el costo de desarrollar su historial en el mercado” a cambio del beneficio de la diversificación.

Todos los empresarios coincidieron en que el problema no es hoy, ya que la liquidez de la plaza bancaria encarece relativamente al mercado de capitales, “la estrategia debería ser expandir las fuentes de financiamiento, asumiendo un costo hoy pero estar tranquilos hasta dentro de diez, quince años, por si mañana la cosa cambia” afirmó uno de los entrevistados, quien al igual que otros concluyó que “en ese sentido, el banco de inversión es importante para el país, no solo para las empresas”.

Al ser consultados por la elevada liquidez con que cuenta la plaza financiera local, en líneas generales los agentes coincidieron con que se debe a la ausencia de instrumentos de inversión domésticos. Un ahorrista promedio en nuestro país tiene básicamente tres opciones de inversión en el medio local: comprar un inmueble, financiar al gobierno o hacer un depósito bancario. Así, el elevado crecimiento del país de la última década se traduce

en una gran liquidez en la plaza financiera que no se puede canalizar a la inversión de largo plazo ya que no hay instrumentos para ello.

Pese a que la discusión sobre la existencia o no de un número significativo de proyectos de inversión en el país apareció en muchas de las entrevistas y que la mayoría de los entrevistados concluyeron que Uruguay no es una economía donde surjan proyectos constantemente, no dudaron en señalar que esa no es una excusa para cerrar la alternativa de contar con mecanismos de canalización de recursos para financiar inversiones a largo plazo. Están convencidos que hay espacio para un mercado de títulos de empresas, “¿por qué tenemos que esperar a que las grandes inversiones las vengan a hacer los inversores del exterior, si acá tenemos el know how para hacerlo?” mencionó uno de los empresarios. Mientras que otro afirmó que la “única razón por la que creció (la empresa que él maneja) fue porque tenía un buen financiamiento del exterior”.

Incluso quienes se mostraron más escépticos sobre el volumen de proyectos que podrían financiarse en el país, sostuvieron que hay otros elementos que entran en juego como proyectos de infraestructura, inversiones de empresas públicas de derecho privado, e incluso empresas extranjeras que perfectamente podrían financiarse en el mercado y canalizar el ahorro excedente de la plaza financiera local. Estos temas que dependen de una “decisión política” también serán tratados más adelante.

Los empresarios y demás agentes consultados identificaron una serie de problemas que escapan al diagnóstico macroeconómico habitual al que muchas veces calificaron como “excusas” para lograr el desarrollo del mercado. Se concentraron en problemas microeconómicos, de finanzas de empresas y rentabilidad de opciones de financiamiento que a menudo son pasadas por alto y que encarecen o hacen que emitir en el mercado de capitales se torne demasiado arriesgado frente a la alternativa de seguir pidiendo créditos a corto plazo, reinvertir utilidades, o posponer inversiones.

A continuación, se presentan los principales aspectos que por repetición en cuanto a respuestas se refiere e importancia en su contenido, son destacados en este trabajo. En primer lugar, analizaremos aspectos estructurales de la economía uruguaya que pueden seguir influyendo en el escaso dinamismo del mercado, hablaremos aquí de la problemática del tamaño de los proyectos de inversión, y del tipo propiedad de las empresas uruguayas. Luego, abarcaremos el caso de las empresas en manos del Estado, y empresas de propiedad extranjera que por su peso dentro de la economía se tornan relevantes en la posible explicación de la falta de emisiones en el mercado. Aquí, el problema de “decisión política” escapa muchas veces a la actividad de banca de inversión. Sin embargo, analizaremos la postura de empresarios y actores relevantes del mercado en relación a la cuestión pública y el posible campo de acción de un banco de

inversión al respecto. Por último, nos centraremos en aspectos microeconómicos, de finanzas empresariales y regulación bancocentralista que hacen que empresas exitosas y con inversiones de gran porte tampoco acudan al mercado de capitales.

## **1) Elementos estructurales**

### **1. Tamaño**

Tal como analizamos en el marco teórico, una de las cuestiones más destacadas por la literatura local e internacional respecto al desarrollo del mercado de valores hace hincapié en el tamaño de los proyectos como uno de los determinantes para su desarrollo. “El mercado de capitales es para empresas grandes” afirmó uno de los empresarios y aunque con algunos matices, en esa línea de pensamiento se manifestaron las opiniones de los diversos agentes entrevistados.

La idea es la siguiente, emitir en el mercado de capitales supone costos, asignación de recursos, apertura de información, etc. y “ningún empresario buscará recursos en el mercado de capitales si sus necesidades son de por ejemplo, un millón de dólares, eso se cubre con financiamiento bancario que en el análisis costo-beneficio resultan más baratos” explicó un agente.

Específicamente, manejaron montos mínimos del entorno de 5 millones de dólares para la emisión de obligaciones negociables y una cifra bastante superior para la emisión de acciones. “El síndrome de chico” tal como lo llamó un entrevistado, deja fuera del mercado bursátil a un gran grupo de empresas locales que por su tamaño las inversiones que realizan son por montos poco significativos y hacen que emitir en los mercados suponga más costos que beneficios. Según la revista “América Economía” de las 500 empresas más grandes de América Latina en 2010 solamente dos eran uruguayas, con el agravante de que ambas están en manos del Estado: Ancap, en la posición 233 del ranking y UTE en la número 362.

El tamaño reducido de las empresas uruguayas está asociado al mercado doméstico pequeño que presenta el país. Por ello, los empresarios creen que las empresas que realmente tienen grandes necesidades de financiamiento son las que se encuentran en propiedad del Estado o aquellas que “amplían” el mercado mediante exportaciones o inversiones en otros mercados.

Respecto a las primeras volveremos a tratar el tema más adelante, en relación a la posibilidad de empresas uruguayas que se expandan en el exterior hay riesgos extra que difícilmente un empresario esté dispuesto a asumir ya que los montos de inversión necesarios para instalarse en un mercado externo son muy significativos en relación al tamaño de las

empresas locales. “Para una empresa Argentina venir acá es un pasito previo, y experiencia de expansión internacional. Acá no tenés ningún pasito previo, prueba piloto, salís y cualquier emprendimiento que hagas ya es mucho más grande que lo que vos tengas en Uruguay. Ya de una te estás duplicando, al menos. Y qué empresa tiene capacidad, administrativa, operativa, de sistema y de fondos para duplicar el tamaño de la empresa de la noche a la mañana” se preguntó. Este fenómeno se traduce en que no haya muchas empresas uruguayas con ganas de “salir a comerse el mundo”.

Sin embargo, aquí hacemos referencia exclusivamente a empresas que deciden realizar inversiones directas en el exterior y los entrevistados creen que esto no explica que el conjunto de empresas uruguayas no utilicen el mercado de capitales. La razón es que el tema del tamaño como causa del escaso desarrollo del mercado se vería atenuado porque entienden que actualmente la economía está bastante abierta, pese a que en la historia de Uruguay en muchos casos no lo estuvo lo cual consideraron un error y en rubros como la agricultura, forestación, industria frigorífica e incluso exportación de servicios las ventas al exterior hacen que el mercado sea grande y que “el tema tamaño sea un mito”.

Por otro lado, las experiencias regionales muestran que el tamaño puede llegar a ser una limitante para la banca de inversión y el mercado de

capitales en general, pero solamente en algunas de sus funciones, principalmente las vinculadas a la cotización de acciones. Representantes de bancos de inversión del exterior consultados remarcaron que no se necesita gran tamaño para que un banco pueda hacer funciones de asesoría financiera y private equity, por ejemplo, lo que ayuda enormemente a que las empresas coticen bonos y diversifiquen su estructura de financiamiento.

El contar con un agente especializado en asesorar a empresas sobre qué tipo de instrumento o que combinación de formas de financiamiento elegir, que pueda invertir en proyectos prometedores de riesgo y convertirse en socio estratégico “favorece enormemente al mercado de capitales y a la economía y no necesitan de empresas ni economías grandes” remarcó un representante de un banco de inversión colombiano entrevistado.

## 2. Propiedad de las empresas

Otro aspecto que actúa en detrimento del desarrollo del mercado de capitales radica en el tipo de propiedad que presentan las empresas. Tal como lo explicó un agente vinculado al mercado de capitales y en línea con la bibliografía analizada en el marco teórico, “Empresas de corte familiar, con baja profesionalización e interés por expandirse difícilmente recurran al mercado en busca de grandes capitales para financiar inversiones”.

No pasaba mucho tiempo antes de que cualquier entrevistado señalara esta limitante como una causa de las escasas emisiones con que contó el país. “Por los años 50, hubo una bolsa activa en el Uruguay. Habían empresas que abrían su capital, pero trataban de mantener el capital controlado”, de modo que si bien había muchas empresas listadas, la operativa no era significativa, explicó un empresario. En los últimos años, casi la totalidad de las empresas que abrieron su capital en la bolsa lo hicieron por causas puntuales ajenas a una necesidad de financiamiento. Existen algunos conocidos casos de conflictos internos e incluso judiciales entre accionistas donde listar las empresas en la bolsa fue una última opción para quienes debían o querían deshacer su posición en la empresa.

Sin embargo, la aparente propiedad familiar de las empresas está cambiando. Muchas han sido adquiridas por empresas extranjeras insertas en un mercado competitivo, con un management corporativo que analiza todas las opciones de financiamiento. “En definitiva, hoy en Uruguay tenemos, tipo de cambio flexible, es un país que está muy abierto, por lo que están entrando players de afuera a competir, entonces si vos realmente no sos eficiente y competitivo quedás mal parado y eso ha detonado que mejore bastante el management de empresas locales” comentó un entrevistado.

Por ello, el empresariado cree que actualmente hay mucha mejor predisposición entre los propietarios de las empresas a interiorizar los costos

de emitir en el mercado pero con el beneficio de obtener una vía más de financiamiento.

## **2) La decisión política.**

Los países de la región cuyos mercado de capitales son una verdadera alternativa de financiamiento para las empresas, lo han logrado en gran medida gracias a la adopción de una serie de decisiones políticas que promovieron el uso de este. Esa convicción política se manifiesta en dos grandes decisiones: llevando empresas públicas al mercado e incentivando a inversores extranjeros a participar del mercado local.

Estos pasos, según fuentes consultadas de la región, se dieron con el doble objetivo de transparentar el accionar de las grandes empresas estatales promoviendo la eficiencia en su actividad y además de ofrecer una alternativa de inversión u otro canal de ahorro para los agentes locales, de modo de que puedan participar en el crecimiento de las empresas.

En esta misma línea de razonamiento los agentes locales coinciden en que gran parte de la economía está en manos del Estado o de empresas multinacionales, por lo que no se puede pretender una estrategia de desarrollo del mercado de capitales sin considerar estos dos elementos.

Pese a que estos temas requieren de un tratamiento específico que escapa al alcance de este trabajo, a continuación ofrecemos los comentarios

que al respecto hicieron los entrevistados, con el objetivo de comprender su magnitud y analizar algunas experiencias regionales.

a) Empresas Públicas.

Cuando uno analiza las principales empresas participantes de los mercados de valores en la región, se encuentra con que las empresas antiguamente estatales y que han abierto su capital al mercado explican más de la mitad de la operativa en el mercado. Basta con analizar las empresas que más participan en el Bovespa en Brasil y se puede ver que un alto porcentaje de ellas fueron de propiedad estatal.

Sin embargo, el proceso de privatización que se inició en la década de los 90` no fue parejo en todos los países. Al respecto un agente colombiano explicó que “lo que se ha hecho en Colombia en muchos casos, ni siquiera es una privatización, nosotros lo llamamos democratización y es vender una parte pequeña, en torno al 20% y que el gobierno siga teniendo la mayoría y lo que la empresa está haciendo es diversificando sus fuentes de fondeo”. Ejemplificó su idea con Ecopetrol, una compañía energética dónde el Estado controla poco más del 80% de la propiedad, los restantes accionistas son más de 500 mil personas. Así, cuestionó que este tipo de procesos que calificó como “democratizadores” sean privatizaciones.

En Uruguay los procesos de privatización no prosperaron, no obstante muchos de los agentes consultados creen que existen oportunidades a futuro<sup>25</sup>. Giraudo gerente general de DUCSA, no creen que la apertura de parte de la propiedad al mercado “tenga su explicación por el lado de necesidades de financiamiento de dichas empresas, porque por ejemplo DUCSA no las tiene, sino que por un tema de control de gestión y transparencia”. En esa misma línea otro empresario manifestó que “si realmente estas empresas son de todos los uruguayos, entonces porque no poner parte de sus acciones en manos de los particulares y que los uruguayos en vez de invertir en un bono norteamericano, lo hagan en una acción de una empresa uruguaya”.

En esta dirección, Zerbino señalaba que “ahora han inventado, mas de 40 sociedades anónimas propiedad del Estado, lo cual es muy malo porque esas empresas son de derecho privado pero no están transparentadas. El accionista es un ente público, nadie sabe que están dando esos balances”.

Ángel Urraburu, ex presidente de la Bolsa de Valores de Montevideo, enfatizó que “es hora de que los gobernantes y la sociedad analicen el

---

<sup>25</sup> En este sentido son alentadoras las recientes declaraciones hechas por el prosecretario de la presidencia Diego Cánepa quien afirmó que dentro del plan de reforma del Estado procurarán la apertura al mercado de “las sociedades anónimas que son propiedad del Estado”. La experiencia piloto sería llevada a cabo por las empresas DUCSA y ACCESA, la primera propiedad de ANCAP y la segunda de ANTEL.

proceso de crecimiento no solamente a partir de elementos de orden cuantitativo, sino empezar a incorporarle al análisis elementos de orden cualitativo. Hay que empezar a trabajar en los elementos cualitativos ya que en algún momento empiezan a trancar a los cuantitativos, e impiden que consolidar el propio proceso expansivo. Cuanto más gente participe en dicho proceso, este se retroalimenta, se consolida y se perpetúa”.

b) Project Finance, Innovación financiera.

El análisis de las decisiones políticas que toma el Estado en cuanto al tipo de propiedad de sus empresas y su forma de organización así como a la forma de financiamiento de las inversiones, especialmente las obras de infraestructura que realiza, nos lleva directamente al tema “Project Finance”.

Históricamente, en nuestro país así como en el resto de Latinoamérica, el grueso de los proyectos de infraestructura básica de transporte, energía, telecomunicaciones y el saneamiento han sido desarrollados con recursos del Estado. Con el tiempo este esquema se comprobó insostenible por un lado, porque la capacidad de endeudamiento de los Estado es limitada por el otro debido a que el Estado no puede pretender tener el know-how adquirido por conglomerados internacionales que realizan este tipo de actividades en forma mucho más eficiente<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Tomado de Cárdenas y Gutiérrez (2000).

En este contexto y como vimos en el marco teórico se vio la necesidad de integrar agentes privados a estos procesos y es así que surge la actividad de Project Finance. En nuestro país, se aprobó recientemente una nueva ley de Asociación Público Privada, que procura promover y dar garantías a los inversores para que desarrollen actividades en obras de infraestructura.

Varios de los entrevistados señalaron el déficit de infraestructura presente en nuestro país como una de las grandes limitaciones para sostener el crecimiento económico a mediano y largo plazo e hicieron hincapié en la necesidad de encontrar mecanismos que permitan subsanar esta limitante. “En el país se necesitan invertir miles de millones de dólares en infraestructura, en puertos, en rutas, en todo. Este puerto podría ser 10 veces más grande, hay demanda para ello” explicó un empresario.

Alfonso Capurro de CPA/Ferrere estimó en una mesa redonda “Del Uruguay de hoy, mirando al 2024” que el déficit de infraestructura en rutas asciende a U\$S 1.152 millones y a eso se suma que en los próximos 15 años habría que invertir U\$S 439 millones por año para su mantenimiento<sup>27</sup>.

Uno de los entrevistados explicó “estamos frente a un cambio estructural, en dónde, en el país van a empezar a surgir un montón de nuevos proyectos ligados con infraestructura”. “Y van a venir concesionarios

---

<sup>27</sup> Tomado del diario El País en su edición del martes 1 de noviembre de 2011

internacionales a asociarse con jugadores locales y van a recurrir al financiamiento en el mercado local y estamos hablando de inversiones enormes, todo esto hace pensar que en Uruguay se va a precisar una banca de inversión (y que ésta) va a jugar un papel clave en este proceso. Porque estos jugadores van a precisar alguien que les estructure el financiamiento”.

Piedrahita, uno de los agentes internacionales afirmó que “las reglas de juego y el tema regulatorio es sumamente importante en este tipo de estructuras que funcionan como Project Finance”. Y explicó “normalmente en la fase inicial de construcción hay un equity, sponsors y un apalancamiento que normalmente lo da la banca privada. Una vez eliminado el riesgo construcción, el mecanismo es hacer una reconversión de esa deuda hacia el mercado de capitales mediante una emisión de bonos”.

Existe un gran número de experiencias en el área de Project Finance que han servido para viabilizar y hacer realidad un gran número de inversiones en infraestructura que de otro modo no se habrían canalizado y que encuentran en el banco de inversión el agente adecuado para unir a los distintos agentes en este tipo de proyectos y ofrecer garantías a todas las partes, reduciendo los riesgos de incumplimiento<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Existe un vasto número de experiencias exitosas de Project Finance: a) Algunos de los casos más nombrados en Bancolombia son: en infraestructura vial “concesiones urbanas” y “concesiones CCFC” en telecomunicaciones, “Metrotel”. Por más información puede visitarse la Web: <http://www.bancainvertionbancolombia.com>. b) Algunos ejemplos de Corficolombiana:

c) Inversión extranjera

En los últimos tiempos vimos como empresas multinacionales están desembarcando en los países de la región. Pero para estas empresas “es más fácil llamar a la casa matriz que fondearse localmente”, porque además “acceden a mercados más líquidos en su país de origen” dónde ya cuentan con una reputación explicó uno de los entrevistados.

En este sentido, otro de los entrevistados señaló que “deberían buscarse los mecanismos para que estas empresas participen del mercado local” y es ahí donde a juicio de los entrevistados debería manifestarse una decisión política sobre cómo enfrentar este fenómeno, porque según explicó “esto genera un problema de soberanía porque al final de cuentas Uruguay va a ser una subdivisión de empresas transnacionales. Por ejemplo, en el sector frigorífico ha pasado eso”.

En esta dirección nos comentan: “en vez de discutir si Aratiri sí o no, porque no seguimos los pasos de varios de nuestro vecinos, los cuales entre las condiciones que le exigen a las multinacionales para instalarse en el país, está la de que “democraticen” parte de su capital en el mercado de valores local, procurando incluir a los uruguayos en la explotación de los sectores

---

“Interconexión Eléctrica S.A”, “Megabus”, “Instituto Nacional de Vías” y “Promoción para la inversión en Perú”. Este último procura construir un “Corredor Vial Interoceánico Sur” y la inversión estimada asciende a US\$1009 MM. El tema de Project Finance, está creciendo exponencialmente y cada vez más se diseñan nuevas estructuras que permiten viabilizar nuevas inversiones.

más competitivos de la economía y participen en las utilidades del proyecto, y lograr que al menos parte del financiamiento de los proyectos, venga del mercado de capitales local”.

Los países de la región también están enfrentando este fenómeno, no obstante, han logrado que empresas internacionales se listen en el mercado local. Esto ha sucedido en Colombia y al respecto uno de los entrevistados explicaba “lo que está pasando con algunas empresas mineras es que deciden listarse en Canadá y luego emitan en Colombia usando el modo ‘full listing’. Eso funciona y creo va a funcionar cada vez más. Hay empresas que están buscando listarse en 3 mercados o 4 mercados, para aprovechar la liquidez de Colombia y la regulación”. “Lo que las empresas están diciendo es vamos a ir a donde haya recursos baratos y se puedan aprovechar”.

Consultado sobre la importancia de un banco de inversión en este proceso, afirmó que “normalmente quien hace todos esos procesos de estructuración para que se listen aquí en Colombia y que se haga de una manera organizada y bien estructurada, es la Banca de Inversión”. Pero advirtió que “uno debe ser muy cuidadoso, porque si llega a poner una compañía que no es buena”, afecta la “reputación del resto de las compañías internacionales”, entonces “el rol de una banca de inversión” que “pone su sello” es clave. Pero “también es importante, que esa banca de inversión que

participa de estos procesos, sea de alguna manera una banca reconocida, con trayectoria, vigilada y con patrimonio”.

Otro de los mecanismos en los que se nota la “falta de decisión política” en Uruguay, es en el régimen de promoción de inversiones. Los empresarios explicaron que el régimen actual está “diseñado para una situación de emergencia del país”, pensando en salir de la crisis de 2002 y por eso “la ley de inversiones actual con todo el sistema de la COMAP y los beneficios que dan, definió un camino que fue empleo, todo lo que genere empleo me sirve”, no obstante, los agentes consideran que ese objetivo ya se cumplió o que ya no debería ser tan ponderado y que deberían buscarse otros objetivos y apuntaron que uno “puede ser incentivar a que abran su capital en el mercado de capitales como hacen en otros países de la región”.

Para ello propusieron incluir como uno de los elementos a considerar positivamente para otorgar exoneraciones fiscales, la apertura de la empresa o del proyecto al mercado local. Procurando “que los uruguayos sean incluidos en los resultados de esos proyectos que por su importancia estratégica y por su tamaño son uno de los motores de nuestra economía y que hoy están en manos exclusivamente extranjeras”.

Un agente resumió esta idea diciendo “las decisiones políticas siempre son claves en procesos innovadores” y el banco de inversión debería ofrecer

alternativas tanto a empresas del Estado como a inversores internacionales buscando que estos participen del mercado local. “Sería muy importante que existiera un banco de inversión, si hablamos de socializar y dar valor a la población, creo que nada mejor que el mercado de capitales” apuntó.

### **3) Elementos microeconómicos y finanzas de empresas.**

#### **1. Eficiencia de la banca comercial frente al mercado de capitales.**

Tal como fuera mencionado anteriormente, en oposición al escaso dinamismo del mercado de capitales la banca comercial no ha tenido problemas para colocar créditos más allá de impedimentos propios de la fase del ciclo económico en que se encuentre el país. Los empresarios encuentran que la banca comercial a veces “compite” con el mercado de capitales, pese a que creen que deberían ser complementarios y no sustitutos. Argumentan que la relativa facilidad de gestionar los créditos y los menores costos asociados en relación a emitir títulos en el mercado es una de las principales razones por las que las empresas prefieren acudir a los bancos, aun sabiendo que el mercado ofrece beneficios a largo plazo.

“Claramente, acá es mucho más sencillo pedir un crédito en un banco que ir al mercado de capitales, por los requerimientos que te piden, los tiempos y los castigos que tenés por no entregar las cosas en fecha, el banco comercial es más flexible. La rigidez del Banco Central está bien, pero

uno lo tiene que analizar como un tema de riesgos: para qué me voy a exponer al escaneo público y salir en la prensa por no presentar un balance en fecha” se preguntaba uno de los empresarios haciendo referencia a que las exigencias que piden los bancos comerciales para otorgar créditos son menores que los estándares que se requieren para estar en el mercado de capitales.

Según creen, hoy solamente acuden al mercado aquellas empresas que topean las líneas de crédito en los bancos comerciales o aquellas que necesitan créditos a muy largo plazo ó sin garantías, que no se consiguen en la banca comercial.

Esto es algo “natural y que siempre va a suceder” explicó una de los representantes de un banco de inversión colombiano. “Por ejemplo, si un cliente necesita conseguir U\$S 500 millones a 10 o a 15 años con banca comercial es muy complejo y muy costoso (...) ahí hay mecanismos mucho más eficientes en el mercado de capitales para conseguir ese dinero que ir a la banca comercial”. “La banca comercial, hoy en día, de repente te presta a 7 años, 10 años, pero en una concesión a 30 años difícilmente un banco te vaya a prestar” comentó al respecto un agente del mercado local.

Sin embargo, cuando los proyectos son por montos más pequeños la competencia muchas veces hace que el mercado de capitales pase a un

segundo plano frente al financiamiento bancario. “Hoy, al mercado de capitales es a donde voy si todo lo demás falla” exclamó un empresario en alusión a que al problema de tener mayores exigencias se le suman los mayores costos por contratación de calificación de riesgo, estructuración de emisión y comisiones de colocación, en un contexto donde además las tasas de interés que ofrecen los bancos para otorgar créditos es muy baja debido la alta liquidez del mercado.

Sin embargo, la cuestión es que “lo demás” puede fallar, y así lo han aprendido los empresarios con la crisis del 1982 y la del 2002, según comentaron. Una de las frases más repetidas en casi todas las entrevistas fue que “los bancos comerciales te prestan un paraguas cuando hay sol y te lo piden cuando está lloviendo” refiriendo a que cuando la banca tradicional enfrenta problemas de solvencia o de liquidez en su casa matriz, “comienza una estrategia de recuperación de créditos y no renueva o hace el ‘roll-over’ de los créditos y así comienzan los problemas”. Por ello, consideran que existen muchas más empresas hoy, que están dispuestas a “asumir el costo de desarrollar su historial en el mercado” a cambio del beneficio de la diversificación.

Por otro lado, los empresarios creen que la banca comercial “compite” con el mercado de capitales en dos ámbitos. En primer lugar, cuando un banco comercial coloca una obligación negociable (ON), por ejemplo, cobra

la comisión por una sola vez y en general es menor ya que no percibe toda la tasa o el spread que pudiera obtener bajo la colocación de un crédito. “Es mucho más fácil para ellos colocar fondos que salir a distribuirlos. Solamente les es negocio cuando ya están topeados en lo que pueden comprar de este riesgo y entonces por el extra te hacen una colocación en el mercado” dijo uno de los agentes. “Generalmente los bancos que nos han ofrecido eso es dado el tamaño que tenemos nosotros, y el apalancamiento que tenemos, te excedes el tope y ellos quieren seguir vendiendo algo” agregó mientras su asesor financiero asentía con la cabeza.

En otro ámbito, en el que se venden los negocios los “private bankers” no tienen interés en papeles locales, porque “ellos te venden papeles estructurados en otro lado que se los mandan, son la parte de distribución de estructuraciones que hacen en otro lado y acá no tienen ningún incentivo para distribuir papeles locales” subrayó un empresario que afirmó “no cobran premios, bonos ni compensación por colocar títulos domésticos” y concluyó que “por eso está bueno que un banco de inversión nacional lo haga”.

## 2. Ausencia de un agente “pro-mercado” y su rol en el sell-side.

Otro problema que señalaron los entrevistados es la falta de una institución de referencia al cual recurrir cuando pretenden realizar una emisión. Nosotros lo definimos como la inexistencia de un agente pro-

mercado de capitales. Uno de los entrevistados se quejaba de que no tuvo “ningún corredor que tocara la puerta para hablar de mis proyectos, si voy todos me reciben, pero ninguno se interesa como lo pueden hacer los bancos para darme créditos. Este es un trabajo de la banca de inversión.”<sup>29</sup>

En el polo opuesto se encuentra la actividad de la banca comercial, que como explicaron los empresarios se encuentra sumamente extendida por el incesante trabajo que realizan los ejecutivos de cuenta, que están continuamente preocupados por las necesidades de financiamiento que tienen las grandes empresas. “Los bancos cuando se enteraron de que yo iba a invertir más de 100 millones, al otro día, vinieron todos los ejecutivos de cuenta de cada banco a visitarme, y el que no vino me llamó” explicó un empresario entrevistado. Y esa es otra “función que debería desarrollar un banco de inversión, la de identificar proyectos y acercarlos al mercado algo que hoy no se hace” agregó.

Pero para que una empresa pueda financiarse en el mercado, necesitas no sólo un agente que trabaje como estructurador de la emisión y que consiga “candidatos para emitir” o que “identifique proyectos”, sino que también precisas alguien que trabaje en la venta de esos papeles, así un empresario entrevistado explicaba que necesitas “alguien que venda los

---

<sup>29</sup> En nuestra investigación se le preguntó a todos los empresarios que han participado o pretenden participar del mercado si habían recurrido al mercado por iniciativa propia o por propuesta de un agente estructurador y fue casi unánime la respuesta de que fueron ellos quienes se acercaron en busca de asesoría y para averiguar las condiciones y la conveniencia de realizar una emisión.

negocios”. Y como ya explicamos los bancos comerciales, a través de los “private bankers, no tienen ningún incentivo para distribuir papeles locales. ... Además, no les pagan premio, bonos, compensación ni ese tipo de cosas”. “Por eso está bueno que un banco de inversión nacional lo haga” concluyó.

Esta es una actividad propia de la banca de inversión. En la que el mismo, no sólo se dedica a golpear la puerta a potenciales clientes sino como explican los agentes internacionales consultados, “es muy importante qué quien está detrás, el estructurador de una emisión de bonos, de acciones, sea una compañía establecida, que no sea por así decir un garaje con 3 o 4 personas que se juntan a hacer de banca de inversión, sino que sea una compañía establecida con un patrimonio adecuado, y vigilada ante la superintendencia financiera de Colombia. Porque eso, también les da la tranquilidad a los inversores de saber que quien está detrás está poniendo su firma, su sello y se está jugando su reputación, ese es un elemento fundamental, a la hora de que los inversionistas se sientan a gusto con la estructuración realizada por la banca de inversión”.

Porque además como ya hemos visto existe un riesgo latente de que el banco comercial sea el estructurador de proyectos. En tanto han existido casos en todas partes del mundo en que los bancos comerciales, han promovido emisiones con la intención de que las empresas emisoras usen los fondos obtenidos para repagar créditos que tenían con el banco. En

nuestro país existieron episodios de este tipo especialmente en el auge del negocio de las obligaciones negociables en el período 96-97, en los que se pudo evidenciar que los bancos comerciales “no fueron los suficientemente capaces para evaluar los riesgos del emisor” y como afirmó un agente “promovieron emisiones de deuda que les permitían cancelar un crédito del deudor con esa institución<sup>30</sup>”.

Al decir de un agente internacional entrevistado, “hay un conjunto de razones muy distintas (por las cuales recurrir al mercado) y en todas ellas somos los bancos de inversión los que vamos y les planteamos opciones”.

### 3. Cultura de riesgo

“Hacen falta dos para bailar el tango” mencionó un empresario para introducimos en el tema “cultura de riesgo”. Este aspecto, que según varias de las fuentes tiene sus raíces desde hace muchos años y se encarna en una mentalidad conservadora, hace que las partes necesarias en una transacción en el mercado: emisores y compradores, no se encuentren. Para que un mercado funcione es necesario alguien quiera emitir y conseguir capitales y otro que quiera arriesgar tomando esos valores. “Eso requiere una curva de aprendizaje; la gente no pasa de ser conservadora a ser

---

<sup>30</sup> Por más detalle ver Sánchez (2002). Y discusión teórica del Glass Stegall Act en el anexo I.

tomadora de riesgos. Esto también ha sido parte de un proceso cultural en varios países donde los mercados hoy funcionan bien” explicó.

Ese mismo agente fue quién destacó el caso del mercado bursátil en Estados Unidos donde en sus inicios, a fines del siglo XIX, las empresas denominadas ‘utilities’ fueron pioneras tal como fuera mencionado anteriormente. De ese modo, se va creando una cultura en el ahorrista de querer ahorrar en títulos valores. Poco a poco “otras empresas del ramo automotriz, en la industria química, el sector textil, que veían lo que estaba sucediendo empezaron a estructurar emisiones. La gente fue educándose, tanto emisores como compradores”. El mercado “es un tema de confianza: macroeconómica y en los emisores, y de cultura de riesgo y ésta no se decreta, se va edificando de a poco con gente que ves que obtienen sus frutos por emitir e invertir en el mercado” señaló.

En este sentido, muchos entrevistados consideraron que contar con una banca de inversión profesional ayuda a generar esa cultura de riesgo o cultura de mercado de capitales. Varios empresarios estuvieron de acuerdo en que en Uruguay no existe ninguna institución capaz de vender los títulos basándose en su buena reputación eso hace que el mercado esté dividido entre agentes institucionales que hacen su propio “due dilligence” y compran las emisiones que consideran rentables (como las AFAPs) y el inversor individual que no tiene alguien que lo asesore eficientemente. “Podés tomar

muchas medidas pero no podés perder de vista que no es un camino fácil, no funciona pensando que de hoy para mañana tengo un mercado”, señaló uno de los agentes haciendo alusión al tema de que insertar la cultura del riesgo va de la mano de generar credibilidad en las instituciones que asesoran clientes y de crear instrumentos de diverso grado de riesgo.

El representante de un banco de inversión colombiano explico cómo la institución a la que pertenece fue desarrollando la cultura de riesgo entre sus clientes “Primero el mercado empezó con deuda pública. Todo el mundo estaba montado en riesgo soberano. El problema de comienzo de la década del 00’ era más de generar instrumentos que el mercado entendiera y hubo muchos esfuerzos en el sentido de estandarizar el mercado. Que quiere decir eso, homogeneizar las emisiones del tesoro, hacer vencimientos uniformes, plantear condiciones uniformes, es decir crear una estructura que permita a los inversores acceder a instrumentos con liquidez. Inicialmente con plazos relativamente cortos, en tasas fijas, con cupones semestrales. Instrumentos sencillos que apuntaban a la estandarización y la creación de una curva de referencia que permita alargar los vencimientos de la deuda y posteriormente montar otro tipo de riesgos, especialmente riesgos de crédito”.

#### 4. Profundidad y liquidez del mercado. Actividad de “market-maker”.

Como ya hemos visto en el marco teórico, la literatura económica considera la profundidad y liquidez del mercado de capitales una pieza clave que hace a la calidad del mercado. En nuestro trabajo de investigación los entrevistados recurrieron casi sin excepciones a señalar a la falta de liquidez como uno de los grandes problemas presentes en nuestro mercado e hicieron hincapié en la necesidad de subsanar este problema si es que se pretende desarrollarlo.

Podemos decir que los entrevistados dejaron entrever varias aristas desde las que se puede enfocar este tema y que permiten entender la relevancia de que exista un mercado secundario activo y líquido, para que éste funcione adecuadamente. El primero y quizás más evidente, es que se torna sumamente difícil conseguir inversores que adquieran instrumentos sino tienen la posibilidad de hacerlos líquidos, de transarlos en el mercado. “Porque el inversionista se pregunta, yo compro esto pero cuándo lo puedo vender o a quién se lo voy a vender si el único que tiene este papel soy yo” señalaba un agente del mercado concluyendo que “es muy importante tener algunos jugadores grandes que lleven a perder el miedo y que den tamaño crítico para mover el mercado”.

Una segunda arista es que permite a los propietarios de empresas, en el caso de las acciones, vender su parte de propiedad de una forma más rápida y a su vez más transparente. Respecto de este beneficio un

empresario explicaba “el gran tema de las empresas tradicionales uruguayas es como sale uno el día que quiere salir. Ese es el gran argumento por el cual la Bolsa sirve”<sup>31</sup>.

En tercer lugar, encontramos que la existencia de liquidez y profundidad en el mercado permite tener una evaluación continua de las inversiones que realizan los individuos, fondos de pensiones y cualquier otro agente lo que les permite evaluar mejor su cartera y evitar saltos en precios que puedan afectar su patrimonio en forma brusca.

Un entrevistado ejemplificó este punto del siguiente modo: “si hay una viejita que compró, que pueda saber cuánto vale su inversión. Que los precios y los movimientos de precios, sean transparentes.... Y creo que eso también ayuda a que se desarrolle el mercado de capitales. Cuanta más información hay más gente se anima a más”<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> El ejemplo de ISUSA es quizás el más ilustrativo de este punto, Martínez explicó que la empresa fue acumulando un gran número de accionistas con el pasar de los años, y a medida que los propietarios originales fueron falleciendo, sus herederos se multiplicaron. Así cuando se decide abrir el capital en 2006 existían alrededor de 60 accionistas. Y reveló “el problema surgía cuando alguno quería vender su participación porque no era fácil dar con el valor de las acciones y por ende conseguir compradores” se les hacía difícil valuar esa operación que en muchos casos se pactaban “al valor de libros y pagabas las acciones acorde a eso”. No obstante esto se probó inexacto porque como explicó “ya las primeras transacciones en la Bolsa se hicieron por valores por encima de libros” y agregó “hoy se transan acciones a valores de la empresa en bolsa del entorno de los 95 millones de dólares cuando el patrimonio contable no llega a 60 millones”.

<sup>32</sup> Conviene destacar que las AFAPs han aportado profundidad al mercado permitiendo la colocación de instrumentos por montos significativos. Pero ellas mismas admiten que por su naturaleza y objetivo, compran los instrumentos con un horizonte de largo plazo y pensando en quedárselos a vencimiento. Larzábal explicaba que “nosotros, tenemos una cosa buena y es que podemos comprar volumen y de repente sale una empresa, nos gusta y la compramos toda”, “la contracara de eso es un papel con poca liquidez”. El BCU en el reporte de estabilidad financiera del año 2010, pág. 50, explica que el mercado

Varios de los agentes estimaron que la banca de inversión es el agente adecuado para intentar corregir este problema, así explicaron que “otra función importante de un banco de inversión es darle liquidez al mercado, por ejemplo al de ON. Necesitas una institución que asuma el riesgo precio hasta que encuentres a alguien que lo quiera comprar de vuelta, eso es fundamental. Creo que habría más demanda de papeles si los mismos fueran más líquidos, y la gente tendería a aceptar tasas más competitivas si fuera más líquido” señaló un agente que también explicaba “para eso es necesario que exista un banco que asuma los riesgos”. Otro agente precisó en esta misma dirección que “otro de los roles de un banco de inversión es hacer de ‘market maker’, que te ponga puntas, eso hoy no lo están haciendo. Entonces si un banco de inversión te organiza una emisión que sale al mercado, bueno que se ocupe de que haya un precio diario”.

Respecto a este tema, un entrevistado de la región decía lo siguiente: “Yo creo que es importante porque cualquier mercado se nutre de la liquidez, que exista precisamente una actividad de compra y venta de valores, que exista una formación de precios y que exista entrada y salida de inversionistas. Para dinamizar el mercado, “se necesitan 2 cosas: por un lado tamaño y en segundo lugar “traders” o arbitradores. Y explicó que “los arbitradores de precio son buenos y son necesarios en la economía, porque

---

secundario “presenta una reducida liquidez debido principalmente a que los inversores institucionales... tienden a comprar los distintos instrumentos como inversión al vencimiento”.

generan precio y dan profundidad al mercado”. Añadió que uno de ellos es una institución como un banco de inversión, “con regulación, que no permita hacer locuras. Porque sino al final del día no vas a tener precios, ni vas a ofrecer mecanismos de entrada y salida aceptados y eso es negativo.

Pero también, advirtieron que esta actividad “tiene un costo y genera riesgos”, por lo que no debe abusarse de ella, e indicaron de que existen otros mecanismos a través de los cuales el banco de inversión puede promover o asegurar liquidez y es mediante el control de la asignación inicial de una emisión, buscar incentivos para que una emisión no quede en manos de unos pocos agentes<sup>33</sup>.

##### 5. Ausencia de mercado para financiar proyectos de riesgo

En este apartado tratamos aquellas operaciones que realizan los bancos de inversión que implican invertir en el equity de una empresa y que por definición les está prohibida por ley a los bancos comerciales. Cuando empezamos a analizar el negocio de inversiones en capital, nos encontramos con dos modelos bastante diferentes. Por un lado está el negocio de las inversiones en capital semilla o venture capital<sup>34</sup>, que implica la inversión en

---

<sup>33</sup> Es interesante destacar la experiencia de Conahorro que en este sentido aporta dos lecciones, por un lado al limitar el monto diario que puede comprar una persona física o jurídica, se asegura que participe un gran número de agentes, por otra parte porque el BROU ha decidido ser underwriter de esta operación y se compromete a comprar los títulos a determinado precio, ofreciendo a los inversores una garantía de que tendrán liquidez si desean salir de su inversión antes del plazo de maduración

<sup>34</sup> Para una mayor descripción de estos negocios ver el punto 3.2.

proyectos con un fuerte contenido de innovación y que de prosperar darán altísimos retornos a la inversión. Por el otro encontramos el modelo de negocio de los organismos multilaterales de crédito.

Uno de los entrevistados nos comentaba que a su juicio “donde tendría que trabajar (un banco de inversión) es en capital semilla, capitales a riesgo. En Uruguay no hay o son privados los que ponen plata. Pero no tenemos una institución de gran o de mediano porte que haga ese tipo de operaciones cuando son fundamentales en la economía para desarrollar nuevos negocios”. No obstante, en nuestro trabajo de investigación hemos detectado que sí existe en nuestro país una empresa que se ha dedicado a este tipo de negocio, “Prosperitas Capital Partners”<sup>35</sup>.

En segundo lugar, debemos notar que existe un gran número de agentes, que hacen operaciones mixtas. Combinando préstamos tradicionales e inversiones de capital, lo que les permite (si el proyecto es exitoso) obtener un rendimiento por el total de la operación superior al de un crédito tradicional y así compensar el mayor riesgo asumido.

---

<sup>35</sup> Uno de los integrantes explicó que “Prosperitas es un fondo de capital de riesgo para invertir en empresas o que fueran start ups, que están empezando con una idea brillante para tomar como base o empresas que ya estuvieran en marcha y que estuvieran necesitando dos tipos de capacidades financiera o empresarial”. Y manifestó que “fue una experiencia exitosa en cuanto a conseguir fondos, pero no fue tan exitosa desde el punto de vista de la gestión”.

Este modelo de negocio tiene como máximos referentes en nuestro país a los organismos multilaterales de crédito<sup>36</sup>, en dónde además de ofrecer préstamos en el largo plazo deciden participar en el capital de algunos proyectos estratégicos. Estas instituciones aunque con criterios diferentes funcionan como bancos de desarrollo que procuran viabilizar proyectos de inversión que entienden deseables para el crecimiento en particular de las economías emergentes<sup>37</sup>.

Podemos ilustrar esta realidad con el caso de Galado, como explicó Lecueder uno de sus promotores, donde de no haber existido esta modalidad de financiamiento el proyecto “podría haber fracasado”<sup>38</sup>. “Por eso es importante contar con un agente institucional” que entienda el “horizonte temporal de una inversión y pueda asumir ese riesgo” algo que los bancos comerciales no pueden hacer, explicó otro empresario.

---

<sup>36</sup> Los más conocidos son la Corporación Interamericana de Inversiones (CII), la Corporación Andina de Fomento (CAF), la Corporación Financiera Internacional (CFI), el Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) o la German Investment and Development Company (DEG), entre otros

<sup>37</sup> Esta definición general es particularmente válida para la CII, la CAF y la CFI, no tanto para la DEG cuya función es fomentar la inversión alemana, sus productos, servicios y sus empresas. También podría nombrarse al Rabobank como una institución muy activa especialmente en el sector agrícola.

<sup>38</sup> Lecueder reconoció que faltaban 8 millones de dólares para poder llevar adelante el proyecto, y se requería de créditos a largo plazo. “Fuimos a los bancos comerciales y no nos ofrecían opciones, nos dijeron mira en Uruguay no existen préstamos de este tipo” pero “creíamos en el proyecto y continuamos buscando y ahí apareció la CII, el BID. Y el BID hizo una de sus primeras inversiones en el sector privado acá a través de la corporación y nos prestó 8 millones de dólares a pagar en 8 años”. Pero enfatizó, “este no era un préstamo común, ellos exigían ser socios del 10% del capital y el resto era un préstamo común con todas las garantías”. El mismo empresario reconoce que “el proyecto pudo haber fracasado”, y no porque no fuera rentable ya que “la capacidad de generar fondos del proyecto era real” sino por la inexistencia de estructuras adecuadas de financiamiento.

Consultados respecto de si los empresarios estarían dispuestos a trabajar con un banco de inversión local uno de ellos señaló que sería una “experiencia bárbara, no debe haber nadie que diga que no en tanto haya dominio del negocio, ahora si me decís 60% del capital aportado por el banco ya no me gusta, que sea mayoría no me gusta. Pero 10%, 20% o 30% eso sí. Porque ya no es un socio sólo al que no conozco sino que es un banco”.<sup>39</sup>

El fuerte auge experimentado por los países productores de materias primas en la última década ha atraído un gran número de jugadores internacionales buscando invertir en Uruguay y lo han hecho a través del *private equity*, mediante inversiones de capital. Un ejemplo de esto lo ofrece El Tejar, sus directivos explicaron que en la empresa participan Altima un Hedge Fund internacional y un fondo de pensiones de Fidelity. Algo similar sucede con UAG dónde existe un gran número de inversores privados, muchos de ellos fondos extranjeros que han invertido en el proyecto<sup>40</sup>.

Sánchez de Corficolombiana explicó que “cuando uno invierte en un proyecto con muchas posibilidades a futuro y espera tener retornos atractivos, para lograrlo necesita vender su participación en el mercado y eso lleva empresas a listarse al mercado. Pero pensar en un banco de inversión

---

<sup>39</sup> En particular la CAF, la CII, y la CFI, en los casos en que contribuyen con equity tienen topeado su participación al 30%-35% del capital. Con el objetivo de nunca tener una participación mayoritaria.

<sup>40</sup> Tanto El Tejar como UAG, tienen planes de apertura del capital en bolsa. El primero en USA y Uruguay, el segundo en San Pablo y/o USA. Y nos explicaban “los inversores institucionales tarde o temprano” te impulsan a participar del mercado para darle liquidez a la inversión.

de esas características, requiere también pensar en el desarrollo del mercado de capitales en general sino difícilmente el proceso tenga éxito”.

## 6. Regulación

La regulación de los instrumentos, de los emisores y de los agentes institucionales que participan del mercado es un tema central que en ninguna entrevista se dejó de mencionar. Como ya vimos, una de las aparentes ventajas de la banca comercial respecto al mercado de capitales se basa en los diferentes requisitos de información que se exigen a los emisores, de los castigos por no presentar información en fecha, y de los tiempos entre la solicitud de fondos y la obtención de los mismos. De este modo, la “regulación excesiva” según la calificaron, hace que emitir en el mercado suponga la incorporación de mayores costos que muchas empresas no están dispuestas a asumir.

La reciente ley del mercado de valores (Ley 18.627) aprobada en 2009, derogó en forma expresa la “Ley del mercado de valores y de obligaciones negociables” que rigió desde 1996 y que designó al Banco Central como ente regulador. Esta “Nueva Ley de Mercado de Valores” junto con sus decretos reglamentarios y las circulares que emite periódicamente el BCU son a juicio de los empresarios “demasiado exigentes”. “Tener que entregar balances trimestrales implica un contrato de auditoría, organización

interna, ajustar los mecanismos para que los balances salgan en tiempo, etc.” comentó uno de los entrevistados quién calificó este tema como un “dolor de cabeza”. Incluso otro empresario sostuvo que analizó la posibilidad de financiarse con deuda emitiendo obligaciones negociables pero finalmente la idea no se concretó. “Vimos que no teníamos la empresa preparada para entregar en tiempo y forma los balances auditados y que corríamos el riesgo de caer en incumplimientos y terminamos desestimando la opción” explicó.

En general, los empresarios entienden que transparentar información es necesario para que el mercado de valores sea confiable, pero cuestionan la severidad de los plazos de entrega. “Si uno mira de afuera dice: no creo que a un inversor le cambie la decisión de invertir o no en mi empresa si el balance trimestral lo entregas 15 días después, considerando la dimensión de nuestro mercado” argumentó un empresario.

Mario Bergara, Presidente del BCU señaló que es natural y conocido el hecho de que los empresarios de Uruguay se muestren reacios a publicar información, lo que calificó como “cultura de información opaca” y citando los trabajos de Williamson incluidos en el marco teórico de esta investigación, explicó que la clave en los mercados financieros de cualquier tipo es “informativa” y para que agentes no informados presten sus fondos van a requerir información. Destacó que la actitud empresarial hacia la transparencia de información corporativa es un ingrediente imprescindible

para que el mercado ande bien y sostuvo que “ni siquiera es tanto más lo que se le exige de información (a las empresas) para ir al mercado de valores que lo que les piden los bancos”.

Bergara sostuvo que los empresarios que se quejan de los requisitos de información que exige el BCU “desconocen la historia” aludiendo a que la ausencia de supervisión y requisitos de información desembocó en épocas anteriores, como en la crisis de las ONs y de los fondos de inversión a fines de los 90’, a fraudes de diverso tipo que minaron los cimientos del mercado de valores. Concluyó que la ley de mercado de valores de 2009 “es en respuesta a lo que sucedió en el mercado”.

Otro aspecto que perjudica al mercado de capitales frente a otras opciones de financiamiento es la demora en la aprobación de emisiones. Los empresarios consideran que los mercados financieros son muy volátiles y creen que el “proceso lento y burocrático” al que se someten las emisiones en el BCU desalienta acudir al mercado ya que “corres el riesgo de que te cambie el mercado y si vos pensabas emitir a una tasa UI + 4% y el día de mañana terminas saliendo a una UI+6%”.

Otro agente manifestó que nuevas normas harían agilizar los trámites. Por ejemplo, destacó el caso de Estados Unidos donde “la SEC (Securities and Exchange Commission) tiene una norma en la que está obligada a

contestarte en 15 días y si no lo hace todo lo que mandaste queda automáticamente habilitado”. El empresario consideró que al menos de este modo “quedan comprometidos temporalmente” a darte una respuesta y “a mí me sirve para saber cómo va mi proceso”. Señaló que en Uruguay los empresarios inician los trámites ante el Banco Central y pueden pasar meses sin tener notificación alguna.

Esta problemática fue reconocida por el propio Bergara quién señaló la existencia de “cuellos de botella” que se derivan de la reestructura del BCU y de la nueva carta orgánica de 2008 pero señaló que en el último año se han reducido los plazos y “se están modificando algunas normas para que haya trámites de autorización más automáticos y también hay una política de dar prioridad a los instrumentos que son para emisión, porque es cierto que esas cosas tiene un plazo”.

Al ser consultado sobre la centralización regulatoria que recae sobre el BCU, Bergara se manifestó como un “ferviente partidario de la centralización de la regulación” y explicó que uno de los principales problemas que se generan si no existe centralización y que explica en parte la crisis financiera de Estados Unidos en 2008 es el “arbitraje regulatorio”. Razonó que en un mundo donde actúan conglomerados financieros “tenés que tener una cabeza obligada a pensar en los mercados financieros en su conjunto”.

En cuanto a la importancia de contar con una banca de inversión en Uruguay, Bergara sostuvo que “cualquier institución o agente que genere información pública y ayude a reducir las asimetrías es valioso para el país”.

Piedrahita, de Bancolombia explicó que la banca de inversión tiene un papel muy importante en el terreno de la regulación, los tiempos, la apertura de información de las empresas y sus vínculos con la autoridad controlante. Según dijo, la institución a la que pertenece es “muy activa tanto con el gobierno como con la superintendencia financiera, que es digamos la SEC de Colombia, el ente regulador. Y estamos con ellos constantemente teniendo conversaciones en esta materia. Conversaciones respecto al tipo de mecanismos que se tienen que desarrollar, o normalmente cuando se van a sacar regulaciones, decretos, leyes sobre el mercado de capitales, siempre participamos. Nuestros comentarios son tenidos en cuenta. Entonces existe de alguna manera una conversación fluida con el ente regulador porque de alguna manera nosotros somos quienes estamos de cara al mercado”. Según comentaron los agentes consultados en Colombia, la aprobación de una emisión en el mercado de capitales de ese país demora entre 2 y 4 meses según la compañía.

## 5. CONCLUSIONES

La inversión es un componente fundamental para entender el crecimiento económico así como para explicar las fluctuaciones del producto en el corto plazo. Pero tan importante como la inversión, lo es su modo de financiamiento, el cual puede provenir del ahorro nacional o del exterior. La evidencia empírica muestra que la inversión extranjera es importante en las fases iniciales de desarrollo pero a largo plazo no sustituye sino que complementa al ahorro interno. Este último, se puede canalizar a la inversión mediante el otorgamiento de créditos bancarios o vía la emisión de títulos en el mercado de capitales. Trabajos recientes documentan la importancia del buen funcionamiento de ambos mecanismos ya que al cumplir funciones diferentes se consideran complementarios y no excluyentes.

En nuestro país existió un mercado de capitales que tuvo su auge en la década del 40` cuando diversas empresas abrieron su capital en Bolsa y los uruguayos ahorraban financiando la inversión de empresas locales. Lamentablemente, sucesivas “crisis de confianza” por falta de cumplimiento de contratos, la inestabilidad de las variables macroeconómicas y escenarios tan cambiantes en materia política y de reglas de juego desalentaron todo tipo de inversión instaurando la cultura entre los empresarios de recurrir al mercado de capitales solamente “cuando todo lo demás falla”.

Como vimos y remarcaron los agentes, no contar con una fuente de financiamiento genuino a largo plazo como lo es el mercado de capitales expone a la economía uruguaya a por lo menos dos vulnerabilidades: por un lado, las empresas financian sus inversiones de mediano y largo plazo con créditos bancarios a corto plazo haciendo el “roll-over” de los préstamos al vencimiento lo que supone un evidente descalce de plazos y por otro, la falta de un mercado de “riesgo” desalienta llevar a cabo proyectos de innovación que se encuentran en fase pre-operativa, como venture capital.

Pese a que en la actualidad muchas de las causas que retraían a los empresarios de realizar inversiones a largo plazo “se están debilitando”, siendo los altos volúmenes de inversión un claro exponente de ello, nuestro país no es capaz de canalizar la gran liquidez con que cuenta la plaza financiera local hacia inversiones de largo plazo ya que no existen instrumentos para ello. Los nuevos proyectos se siguen financiando con recursos internacionales o con créditos bancarios y Uruguay sigue sin explotar la alternativa útil que supone el mercado de capitales, dejando la suerte del crecimiento del país librada a las condiciones de liquidez de corto plazo de los bancos comerciales que “te dan un paraguas cuando hay sol y te lo piden cuando está lloviendo” o al volátil flujo de capitales extranjeros.

Mediante la utilización del método de entrevistas personales, indagamos las experiencias puntuales de los entrevistados y su opinión

respecto al financiamiento vía el mercado de capitales. Procuramos comprender, si la creación de un agente institucional de las características de un banco de inversión, sería capaz de mejorar la financiación de proyectos en particular y de la economía en su conjunto. Pese a que este método no permite analizar un gran número de casos, nos permitió entender con claridad la realidad de nuestro mercado de capitales y el potencial impacto que un agente institucional tendría.

En primer lugar, si bien es cierto que Uruguay no es una economía donde “surgen proyectos constantemente”, podemos concluir que existe espacio para un mercado de títulos de empresas y no debemos refugiarnos en el diagnóstico macroeconómico habitual para abandonar los intentos por desarrollar el mercado de capitales. Así a la luz de lo vivido en las crisis de 1982 y de 2002 los agentes entrevistados creen que es necesario que las empresas y el país en general, no dependan en su totalidad de financiamiento extranjero o de los bancos comerciales. Coincidieron en que “el problema no es hoy”, ya que el país cuenta con abundante liquidez en la plaza bancaria que encarece relativamente al mercado de capitales, sino que se debe concebir al desarrollo del mercado como una estrategia nacional a futuro y expandir las fuentes de financiamiento de las empresas para cuando “la situación cambie”.

En segundo lugar, hallamos que más que en causas macroeconómicas que fueron calificadas como “excusas”, debemos centrarnos en problemas microeconómicos, de finanzas de empresas y de costos para explicar por qué las empresas no emiten títulos.

Un elemento clave que las aleja del mercado de capitales resulta de la “mayor eficiencia de la banca comercial” en cuanto a costos, tiempos para obtener los recursos y la falta de agentes institucionales que acerquen el mercado de capitales a las empresas. En este sentido, los bancos de inversión son instituciones que aprovechando las ventajas que su especialización supone, “reducen costos transaccionales”, y que “por su naturaleza promocionan el mercado” y promueven su utilización haciéndolo mucho más competitivo frente a la banca comercial.

Desde el punto de vista de los demandantes de títulos, la “falta de cultura del riesgo” entre los uruguayos y la escasa profundidad y liquidez del mercado, atentan contra el desarrollo del mismo. La banca de inversión, mediante la emisión de instrumentos adecuados, respaldados con su “credibilidad institucional” y otorgando mayor liquidez a través de su función de “market-maker” jugaría un rol fundamental en este sentido.

Por otro lado, la falta de un mercado para financiar proyectos de riesgo que fue señalado en la investigación como una causa de la escasa

cultura innovadora del país es una actividad propia de la banca de inversión, mediante operaciones de venture capital y que involucren capital de riesgo.

Otra desventaja consiste en la “excesiva regulación” que implica la emisión de títulos. En este sentido, el accionar de la banca de inversión es muy importante y ha logrado mejorar el vínculo entre el agente regulador y los actuales y potenciales emisores.

Por lo tanto, identificamos que las causas que alejan a las empresas del mercado y debilitan el proceso de inversión doméstico se deben, en gran parte, a la ausencia de agentes institucionales especializados cuyas actividades e interés se encuentren íntimamente ligadas al proceso de financiamiento de inversiones de riesgo o de largo plazo. Creemos, que el desarrollo de la banca de inversión jugaría un papel clave en el levantamiento de muchas de las limitantes que impiden que el mercado de capitales constituya una opción competitiva para la obtención de fondos.

Basta con mirar lo sucedido en países de la región para comprender el impacto que los bancos de inversión han tenido. Entre otras ventajas, su accionar mejoró los tiempos para la aprobación de emisiones, las relaciones con el agente regulador, promovió el financiamiento de proyectos en el mercado, viabilizó mediante esquemas de financiamiento mixto o de capital de riesgo la concreción de proyectos con un perfil de riesgo diferente al que

aceptan los bancos comerciales y aportó la liquidez y la confianza necesarias para que los agentes participen del mercado.

Comprobamos que la credibilidad con que cuenten los agentes institucionales que participan en un mercado hace a su confianza. Así un banco de inversión que “ponga su principal capital en juego, su reputación”, lo dotaría de una mayor transparencia y generaría confianza a los inversores para que participen en estos proyectos.

En tercer lugar corresponde señalar que el tamaño y tipo de propiedad de las empresas son limitantes reales pero que se “han visto debilitadas” recientemente. La primera se ha visto atenuada por el alto grado de apertura de nuestro país. El “síndrome de chico”, en rubros como la agricultura, forestación, industria frigorífica e incluso exportación de servicios las ventas al exterior amplían el reducido mercado local, convirtiendo al tema tamaño en “un mito”. La segunda, el “carácter familiar tradicional” de las empresas uruguayas está cambiando, muchas han sido adquiridas por empresas extranjeras insertas en un mercado competitivo, con un management corporativo que analiza todas las opciones de financiamiento y entre las empresas domésticas hay mucha mejor predisposición de sus propietarios a “asumir el costo de desarrollar su historial en el mercado a cambio del beneficio de la diversificación” de fuentes de financiamiento.

Por último no debemos pasar por alto el papel que juega el Estado en la economía uruguaya y lo importante que resultan las decisiones políticas. Lineamientos claros que demuestren interés e involucren al mercado de capitales en el diseño de las políticas económicas, han sido clave para el desarrollo de los mercados en la región.

Existen al menos tres áreas en las que el Estado podría ser participe en el desarrollo del mercado y proponemos algunos mecanismos para hacerlo. En primer lugar, quizás la forma más sencilla es en el ámbito de las asociaciones público privadas (las PPP) a través de instrumentos de “Project Finance”. Aquí la banca de inversión se convierte en un articulador clave ya que “estos proyectos por su naturaleza deberían recurrir al mercado para su financiamiento”. Segundo están las inversiones extranjeras, deberían buscarse mecanismos para promover la apertura del capital de las empresas que se instalen en el país. Uno de ellos quizás es la introducción de la apertura de un porcentaje de capital en bolsa como un factor positivo para el otorgamiento de exoneraciones fiscales que actualmente prevé la ley de promoción de inversiones. Por último procesos de “democratización” a través del mercado de las empresas públicas de derecho privado, permitirían a los uruguayos ser realmente sus “verdaderos propietarios” al convertirse en partícipes de las ganancias que generen, mejorando el control y la información disponible sobre la gestión de estas instituciones.

## BIBLIOGRAFIA

- ANG, J. (1991): "Small business uniqueness and the theory of financial management", *The Journal of Small Business Finance*, vol. 1.
- ALLEN F. y DOUGLAS G. (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Análisis Estadístico de 50 años de la Bolsa 1925-1975. Tomos I y II.
- AYBAR, A. y CASINO A. y LOPEZ, J. (2002): "Costes de transacción reestructuración financiera: evidencia empírica de la pequeña y mediana empresa española". Documento de trabajo, Universidad de Valencia.
- AYBAR, A. y CASINO A. y LOPEZ, J. (2004): "La estructura de capital de la pequeña y mediana empresa". *Moneda y Crédito*, vol. 219.
- BELLO, I. y GALMARINI, N. y KAISAR, S. (2009): "Un estudio de los determinantes del desarrollo del mercado de deuda privada: el caso de Uruguay 1996-2007".
- BENTANCOR, A. (1999): "Determinantes de la Estructura Financiera de las Empresas en Uruguay". Universidad de la República. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Trabajo Monográfico
- BERNANKE B. y GERTLER M. (1989) Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review* n° 79 (Marzo).
- BITTENCOURT G., CARRACELAS G., DONESCHI A. y REIG LORENZI N. (2009) Tendencias Recientes de la Inversión Extranjera Directa en Uruguay. Decon. Documento de trabajo No. 27/09
- BLOCK S. y HIRT G. (2001); *Fundamentos de Gerencia Financiera*.
- BROWN, K.; REILLY, F. (2010). *Investment Analysis and Portfolio Management*. 8a Edición.
- De BRUN J., GANDELMAN N., Kamil H. y PORZECANSKI A. 2006. *The fixed income market in Uruguay*.
- CHITTENDEN, F. y HALL, G y HUTCHINSON, P. (1996): "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues, and an empirical investigation", *Small Business Economics*, vol. 8.
- CALLOIA, Fernando (2009). El Rol del Banco de la República como banco de inversión en el estímulo al mercado de capitales. Seminario "Desarrollo del mercado de capitales y banca de inversión: Experiencias Latinoamericanas".
- CARDENAS J., GUTIERREZ L. (2000); *Gerencia Financiera, experiencias y oportunidades de la Banca de Inversión*.
- CESPAP (Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico) (1998), *Financial Sector Reform, Liberalization, and Management for Growth and Stability in the Asian and the Pacific Region: Issues and Experiences*

- (ST/ESCAP/1940), División de Análisis de Políticas e Investigación del Desarrollo (DRPAD).
- DEMIRGÜC-KUNT, A. y LEVINE R. (2001), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, septiembre.
  - DIAMOND, D. (1989): "Reputation, acquisition in debt market". *Journal of Political Economy*, 97.
  - DURAND, D. (1952): "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, New York.
  - FABOZZI F. MODIGLIANI F. y FERRI M. (1996); *Mercados e instituciones financieras*.
  - FAMA, E. y FRENCH K. (2002): "Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt", *Review of Financial Studies*, vol. 15.
  - FANG Lily (2004); *Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services*.
  - FAZZARI S., HUBBARD G. y PETERSEN B. (1988) *Financing Constraints and Corporate Investment*. *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
  - FERLA Milton 2010. *La necesidad de un banco de inversiones en Uruguay*.
  - FERRER, Aldo (2010). *La Reforma del Sector Financiero y la Función de la Banca de Inversión*. Congreso Nacional Bancario Serie Reforma del Sistema Financiero, Buenos Aires.
  - GAGLIARDI, Enrique (2003) *Macroeconomía de economías pequeñas y abiertas*. Primera Edición. Central de Impresiones Ltda.
  - GILI, B. (2005): "Estructura de Capital de las empresas uruguayas en el marco de la teoría de la jerarquía de preferencias". Documento de trabajo n° 32. Universidad ORT Uruguay.
  - GOLONOBEK C., URTURI M. 2010. *Banca de desarrollo un estudio de caso: BNDES, diseño institucional y rol contra-cíclico 2007/2009*.
  - GREENSPAN, A (2000). *Global challenges, remarks at the Financial Crisis Conference*, Council on Foreign Relations, New York, 12 July.
  - HALL, G. y HUTCHINSON, P. y MICHAELAS, N. (2000): "Industry effects on the determinants of unquoted SME's capital structure". *Internal Journal of the Economics of Business*, vol. 7.
  - HARRIS, M. y RAVIV A. (1991): "A theory of capital structure relevant under imperfect information". *The Journal of Finance*, vol. 37.
  - HAWAWINI, G. y VIALLET, C. (1999). *Finance for Executives: Managing for Value Creation*. South- Western College Publishing, Cincinnati.
  - HERNANDEZ J., WOLOSZYN L., De NAVA M. 2001. *Banca de Inversión: Caso Uruguay*.
  - HERRING R. J. y NATHPORN C. (2000): *The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development*, Working Paper N° 11. Tokio. Instituto del Banco Asiático de Desarrollo.

- HOSHI T., KASHYAP A. y SCHARFSTEIN D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics* 106 (Febrero).
- JACKSON William (1987); Glass Stegall Act: Commercial vs Investment Banking.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- KIM, Yun-Hwan (ed.) (2001), *Government Bond Market Development in Asia*, Manila, Banco Asiático de Desarrollo (BAsD), octubre
- KING R. G. y LEVINE R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*.
- KIYOTAKI N. y MOORE J. (1997) Credit Cycles. *Journal of Political Economy* N° 105 (Abril).
- KRUGMAN P. y OBSTFELD M. (2001), *Economía Internacional*. 5° Edición. Pearson Addison Wesley.
- LAMONT, Owen (1997) Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets. *Journal of Finance* 52 (Marzo).
- LEVINE R. y ZERVOS S. (1996); Stocks Market Development and the Long-Run Growth. Policy Research Working Paper 1582. Banco Mundial.
- LEVINE R. y ZERVOS S. (1996); Stocks Markets, Banks, and Economic Growth. Policy Research Working Paper 1690. Banco Mundial.
- LUCAS, R. E. (1988), "On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958): "The cost of capital Corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, vol 68.
- MONTESERIN, G. y CHIAPPORI, D. (2004): "Dinámica en las decisiones de financiamiento. Estudio aplicado a empresas instaladas en Uruguay". XIX Jornadas anuales de Economía. Banco Central del Uruguay.
- MUNYO, I. (2003): "La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: evidencias para el caso uruguayo". Trabajo de investigación monográfico. Universidad de la República. Uruguay.
- MYERS, S. (1977): "Determinants of corporate borrowing" *Journal of Finance Economics*,
- MYERS, S. (1984): "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, July.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, núm 13.

- ODDONE, G. y PERELMUTER, N. y RODRIGUEZ, M. (2006) Desarrollo del mercado de valores: diagnóstico y líneas de acción.
- PASCALE, R. (1978): "Inversión, Financiamiento y Rentabilidad de la Industria Manufacturera Uruguaya", Banco Central del Uruguay.
- PASCALE, R. (1994): "Finanzas de las empresas uruguayas. Contribución a la investigación de sus elementos característicos", Documento de Trabajo, Banco Central del Uruguay.
- PASCALE, R. (2003): "Decisiones Financieras". Cuarta edición. Ediciones Macci.
- PATRICK, H. T. (1966) "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Cultural Change, 1966
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", The Journal of Finance, vol. 50.
- ROBINSON, J. (1952), "The generalization of the general theory", The Rate of Interest and Other Essays, McMillan, London.
- ROBLEDO, I. (1994): "Estructura Financiera de la Empresa e Inversión. El caso Uruguayo". CERES. Documento de Trabajo.
- ROMER David (2006) Macroeconomía avanzada. Tercera Edición. McGraw-Hill.
- ROSS, S. (1977): "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach". Bell Journal of Economics, vol. 8.
- SANCHEZ Lorena (2002); Regulación financiera e información en el mercado financiero uruguayo. El caso de las obligaciones negociables.
- SOLOW, Robert (1957) Technical Change and the Aggregate Production Function. Review of Economics and Statistics (The MIT Press)
- STALLINGS Bárbara (2006). Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada. Cepal. Santiago de Chile.
- TALVI E. y VIANA L. (1991); Ponencia inversión y mercado de capitales.
- URRABURU Á. 2009. Panorama del mercado de valores en Uruguay. Estructura instrumentos financieros, participantes y perspectivas.
- WILLIAMSOM O. (1996). The mechanism of governance. Oxford University Press.
- YARTEY, C. (2008); The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? Working paper 0832 FMI
- YOSHITOMI, M. y SAYURI S. (2001), Designing a financial market structure in post-crisis Asia: how to develop corporate bond markets, Working Paper N° 15, Tokio, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD).

## **A) Anexo I: Historia del mercado de valores en Uruguay.**

Con el objetivo de comprender cuál ha sido el camino recorrido por nuestro mercado de valores a lo largo de la historia, es que en este anexo echaremos una mirada a la historia de nuestro mercado de valores que tuvo un período de auge evidente en la década del 40' para luego intentar comprender como hemos llegado a la situación actual.

La historia del mercado de valores en Uruguay tiene desde sus inicios al Estado como protagonista, ya a principios del siglo XX los principales instrumentos transados eran deudas nacionales<sup>41</sup>, deudas municipales y títulos hipotecarios. La operativa con títulos privados era escasa. Incluso en el primer período de auge del mercado que abarca de 1901 a 1913 y cuando el volumen operado alcanzaba a 10% del PBI, según estimaciones realizadas por Talvi y Viana (1991), la operativa en títulos de empresas privadas representaba un modesto 3% del total operado.

Entre 1931 y 1974 rigió en Uruguay una estrategia de crecimiento basado en la sustitución de importaciones, acompañado por un control de cambios y por una auténtica represión de los mercados financieros. Gagliardi (2003).

Durante este período el mercado de valores pareció florecer. En 1937 el volumen total de transacciones de títulos privados se multiplicó por 2.9 veces y surgieron los primeros títulos de renta fija de empresas privadas (hasta la fecha las empresas sólo cotizaban acciones de propiedad o títulos de renta variable). Ese año dio origen a un período de auge que alcanzaría su máxima expresión en el bienio 1946-1947 cuando los volúmenes operados en papeles privados alcanzaron records históricos y por primera y única vez representaron más del 50% del total operado en el mercado de valores local y cerca de 1.5% del PBI.

Este período estuvo acompañado por un incremento en el total de empresas cotizantes. A inicios de 1900 existían unas 10 empresas privadas cotizando acciones en el mercado. Este número comenzó a incrementarse lentamente a partir de la década del 20', y creció en forma explosiva en el decenio 1941-50 llegando a un récord histórico de 60 para 1950. Conviene destacar que más del 90% de la operativa privada estaba concentrada en acciones e incluso existían en el mercado distintos tipos de acciones para una misma empresa. Era posible encontrar acciones ordinarias y acciones preferidas de una misma institución.

---

<sup>41</sup> Deuda nacional, así llamaban a la deuda gubernamental antes del Banco Central (1967). Con este surge la operativa de los bonos del tesoro y comienza la sustitución de un instrumento por otro.

El buque insignia de este período fue la cotización de FUNSA que se inició en 1941 y que se convirtió rápidamente en el instrumento más operado. No obstante, el índice de concentración de mercado la suma de las cuatro empresas más activas, tal como lo definen Talvi y Viana (1991) se ubicó en este período en torno al 63% del valor total contra un promedio de 90% para el período 1900-1914. Se destaca además que ya desde la segunda mitad de la década del 20' se incorporan a la Bolsa empresas de diversas ramas industriales<sup>42</sup>.

Al tratar de diagnosticar las causas que propiciaron este auge, es inevitable considerar el contexto macroeconómico de aquél entonces. El modelo de crecimiento económico basado en la sustitución de importaciones, modelo ISI, que llevaba adelante nuestro país comienza a dar sus frutos, el crecimiento económico se acentuaba, el salario real iba en ascenso, los volúmenes de ahorro se incrementaban y ambos elementos dinamizaban el mercado interno.

Una de las posibles causas diagnosticadas hace hincapié en lo que sucedía en el sector monetario y financiero del país. El inicio de la Primera Guerra Mundial provocó en Uruguay la adopción de medidas de emergencia entre las que se destacaban: (i) Declaración de inconvertibilidad y curso forzoso (11/8/1914) por un lapso inicial de 6 meses que duró hasta 1976. (ii) Fijación de un tope a la tasa de interés del 12% que podía cobrarse por los préstamos en dinero, que no fue modificada hasta 1967 cuando se eleva al 14% anual. (iii) Con la Ley de Bancos de 1938 se autorizó al Poder Ejecutivo a fijar las tasas de interés sobre depósitos. Se fijan tasas que oscilaban entre el 2.5% y el 5.5% anula según el plazo.

Estas medidas topeaban el rendimiento máximo de colocaciones financieras en bancos y provocaron que muchos ahorristas prefirieran las acciones de empresas como instrumento para conservar sus ahorros. En este contexto, las empresas abrían su capital en la Bolsa y se capitalizaban por esta vía al punto de que podemos hablar de un efecto contagio que potenció la participación de personas y empresas en el mercado. Se promociona al Uruguay como país ideal para convertirse en una plaza financiera, vender servicios o ser centro de radicación de capitales. Lo que nos valió la calificación de "Suiza de América".

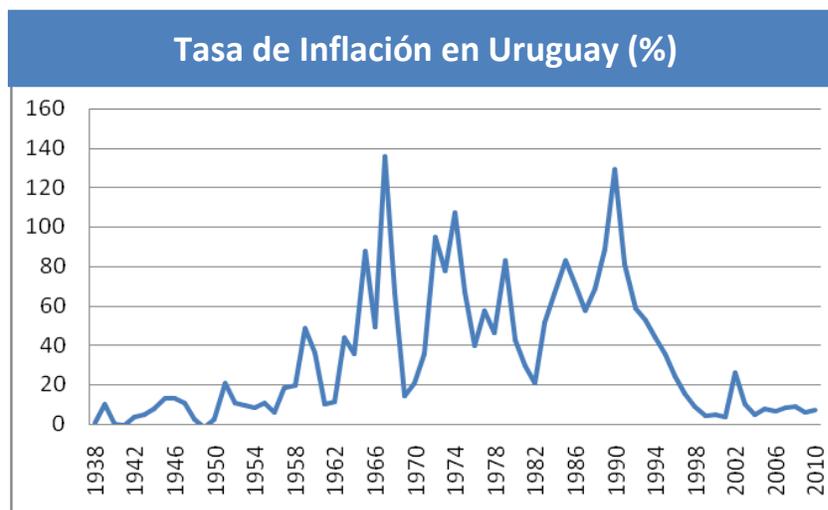
Es a mediados de los 50', finalizada ya la guerra de Corea (1950-1953), que la fragilidad del proyecto industrializador comenzó a ser visible. Caída de los precios internacionales de productos agropecuarios, pérdida de mercados por medidas proteccionistas, crecimiento en la inflación y un

---

<sup>42</sup> Las acciones de los bancos que tradicionalmente dominaron el rubro, comenzaron a ser sustituidas y para 1946 representaban solamente el 1.5% del total de acciones.

creciente descontento social por la pérdida de poder adquisitivo de los salarios. Así, los saldos negativos en la balanza comercial se suceden y el Estado comienza a endeudarse, se redujeron fuertemente las exportaciones y la escasez de divisas obligó a una disminución de las importaciones y de los materiales imprescindibles para la industria. Varias fábricas debieron cerrar elevando el desempleo o reducir salarios.

El país ingresa en un período de estancamiento económico y debe enfrentar el flagelo de la inflación un fenómeno hasta ese entonces no muy conocido en nuestra economía. Este fenómeno monetario fue destruyendo el valor de los activos en moneda nacional y quitando veracidad a los estados contables de las empresas que participaban del mercado, generando desconfianza a los inversores y alentando el proceso de dolarización de la economía que persiste en la actualidad.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Las empresas privadas que habían accedido al mercado también fueron víctimas de este estancamiento económico. El número de empresas que cotizaban en el mercado, comenzó a descender y para fines de los 70' quedaban únicamente unas 35 empresas cotizando. Más grave aún es que las nuevas emisiones de acciones de 1955 a 1980 fueron tan sólo 5. Evidentemente en este contexto los títulos gubernamentales se transformaron en los dinamizadores del mercado y la operativa con títulos privados se redujo constantemente.

Desde 1974 hasta la fecha se ha vuelto a adoptar un modelo de desarrollo hacia afuera, basado en la liberalización financiera y del comercio exterior. Gagliardi (2003).

Restaurada la democracia en 1984 el país ingresó en una etapa de transición hasta los 90' dónde la prioridad era reinstalar la confianza en las instituciones democráticas. Recién en los 90' y una vez restablecida la confianza en la economía, mediante un efectivo control a las variables macroeconómicas como inflación y tipo de cambio y con la introducción de mejoras en la normativa respecto al mercado de capitales, entre ellas la creación de una ley de mercado de valores (1996), que otorgó un renovado impulso al mercado de capitales.

Claramente las características de este nuevo impulso eran algo diferentes a las del pasado. En particular, estuvo enfocado en el mercado de bonos corporativos y no acciones. La creación del instrumento de las obligaciones negociables ilusionaba a los agentes de mercado al ofrecer garantías a las empresas para financiar inversiones de largo plazo. Lamentablemente, la ilusión no duró, la crisis de la avícola Granja Moro y los posteriores incumplimientos a raíz de la crisis sistémica que enfrentó nuestro país en 2001 pusieron fin a un nuevo intento por desarrollar el mercado.

Así, llegamos a un mercado que en la actualidad presenta solamente seis empresas cotizando acciones, tres de ellas que realizaron sus emisiones en el período de auge mencionado (Frigorífico Modelo, Papelería Mercedes y Aluminios del Uruguay), dos que decidieron abrir su capital recientemente en 2005 y 2006, Gralado e ISUSA respectivamente y FANAPEL que si bien cotizó acciones en el período analizado, se alejó del mercado y reapareció en los 90. La capitalización de mercado asciende en la actualidad a U\$S 154 millones lo que representa 0.4% del PBI según cifras del BCU, siendo ISUSA la empresa de mayor capitalización (55%)<sup>43</sup>. El volumen negociado en el año móvil cerrado a setiembre alcanzó U\$S 4 millones, cerca de 0.01% del PBI, y el 92% de la operativa se concentró en los títulos de ISUSA. El turnover o índice de rotación<sup>44</sup>, alcanzó en promedio 2.6%.

Por otra parte, encontramos unas 13 empresas cotizando obligaciones negociables. Varias de estas emisiones han sido renegociadas tras la crisis de 2001. Además, existen otras 8 empresas que utilizaron el instrumento del fideicomiso creado en 2003 y han emitido fideicomisos de garantía o financieros. El stock de fideicomisos financieros de oferta pública alcanzó a U\$S 524.9 millones, más de 3 veces superior a la capitalización de mercado.

---

<sup>43</sup> Tomado del “informe trimestral del mercado de valores publicado” por el BCU.

<sup>44</sup> Volumen total operado como porcentaje de la capitalización total.

## **B) Anexo II- Modelos de banca de inversión en el mundo**

### **I. Modelo “Anglosajón”: el caso de Estados Unidos (EEUU).**

Empezaremos por el modelo norteamericano debido a que ha sido el que ha dado origen a la industria de banca de inversión. En 1929 Estados Unidos sufrió la mayor crisis económica en su historia y su sistema financiero prácticamente colapso, destruyendo la confianza de los agentes en los bancos. El inadecuado manejo riesgos que estos realizaron, puso de manifiesto las vulnerabilidades del sistema organizacional vigente.

Los problemas se pueden resumir en tres: a) Los bancos estaban invertidos en obligaciones y acciones de empresas no financieras y con el colapso del mercado, se desplomó el valor de los activos del banco, b) El banco agente colocador de los títulos una empresa incentivaba a la emisión de títulos de deuda para que la empresa consiga fondos para repagar préstamos del banco. Los que colocaba entre sus clientes, trasladando así el riesgo de solvencia a los inversores y c) para evitar la desvalorización de los títulos que poseía en su activo, promovían préstamos a sus clientes para que estos prolongaran la demanda de papeles de esas firmas. Estas actividades evidenciaron la impericia de los bancos para diversificar riesgos y afectaron durante años la confianza de los agentes en el sistema financiero.

En un intento por restablecer la confianza en el sistema financiero, la administración Roosevelt, elaboró la “ley de emergencia bancaria de 1933”. En la misma se creaba la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, FDIC pero lo más relevante eran 4 secciones que apuntaban a separar las actividades de la banca comercial y de inversión. Estas cuatro secciones es lo que se conoce como “Glass-Steagall Act”<sup>45</sup>. Veamos su contenido:

1) Sección 16; Prohíbe a los bancos comerciales, comprar o suscribir valores o acciones para su propiedad y actuar como corredores en el mercado secundario de valores. Como única excepción obligaciones del gobierno de EEUU, y las obligaciones generales de cualquier estado.

2) Sección 20; Impide a los bancos comerciales miembros del "Federal Reserve System" mantener una empresa de valores. E incluso establece que ningún banco miembro del sistema podía estar afiliado o asociado a ninguna organización dedicada a la emisión, flotación, suscripción, venta pública o distribución de acciones, bonos, obligaciones, notas u otros valores.

3) Sección 21; Prohíbe a cualquier banco que acepte depósitos efectuar operaciones de emisión, venta y distribución de títulos financieros de cualquier tipo, ya sean bonos, obligaciones o acciones a excepción de la deuda pública.

---

<sup>45</sup> En tanto fueron promovidas por los senadores Carter Glass y Henry Steagall.

4) Sección 32; Prohíbe que los bancos pongan empleados bancarios o a miembros directores, en posiciones dentro de empresas de valores en las cuales pueda obtener un control indirecto pero efectivo.

Esta ley ha sido la piedra fundamental que ha dado origen a la banca de inversión y a partir de la cual se crearon los grandes bancos de inversión que existen hoy en el mundo. Con los años se aprovecharon algunas lagunas en la redacción de las normas, permitiendo a las corporaciones bancarias tener una unidad (filial) que realice las operaciones prohibidas.

Si bien no hay un consenso académico en la materia, varios políticos (entre ellos Barack Obama) y economistas de primer nivel como J. Stiglitz o P. Volcker coinciden en señalar la derogación de esta ley como uno de los principales motivos que desató la reciente crisis económica y financiera en EEUU, el colapso y posterior rescate de grandes instituciones financieras<sup>46</sup>.

## **II. Modelo de “banca universal”: *el caso europeo***

El modelo alemán no cuenta con esta separación entre la banca comercial y la de banca de inversión, de ahí su nombre de banca universal, porque sus instituciones ejecutan todo tipo de actividad financiera. Como destaca Hernández et al (2000) esto genera que los bancos sean los principales participantes del mercado de capitales y que la operativa interbancaria en el mercado secundario sea relativamente más elevada. Otro elemento característico y probablemente una consecuencia del modelo universal es la existencia de un menor número de bancos en el sistema financiero alemán, esto se debe a que la existencia de economías de escala y alcance potencia la concentración de tareas dentro de una misma institución de gran envergadura.

Por último, debemos resaltar que estas grandes instituciones bancarias trabajan codo a codo con las grandes empresas alemanas ofreciendo todos los servicios financieros que estas necesitan, otorgándole al banco un mayor conocimiento de la realidad de las firmas.

La banca universal permite a la institución financiera hacer una mejor distribución de sus riesgos y le confiere una mayor estabilidad a sus ingresos en tanto los obtiene de distintas actividades. Sin embargo, el Estado debe ejercer un mayor control en la actividad bancaria para evitar la ocurrencia de episodios como los ocurridos en durante la década de 1920 en EEUU y que llevaron a la implementación del Glass-Steagall Act en 1933.

---

<sup>46</sup> El gobierno de Bill Clinton en 1999 derogó la ley de 1933 por el “Financial Services Modernization Act” (o Gramm-Leach-Bliley Act). Como señala el Título I de la nueva ley, su intención era facilitar la afiliación entre bancos comerciales, bancos de inversión y empresas de seguros. Dando origen a las “financial holding company” conocidas en español como grandes conglomerados financieros