

Seminario “Mercado de Valores y Securitización en el Uruguay”  
Montevideo, julio de 2000.

## Una sinopsis del mercado de valores uruguayo

Exposición de la Dra. Eva Holz, Vice-Presidente del BCU.

Quiero, antes de comenzar, expresar mi satisfacción por poder compartir con ustedes esta vuelta desde una nueva posición que me ha tocado asumir, algunas reflexiones sobre el mercado de valores y lo que ha sido su evolución hasta el día de hoy, y reflexionar juntos sobre su evolución en los próximos meses y años.

Yo diría que el mercado de valores existe desde hace por lo menos 70 años en nuestro país, y en especial en las décadas del 40 y 50 tuvo una actividad muy relevante que, por distintas circunstancias, se fue mitigando y perdiendo en el transcurso de las siguientes décadas. A comienzos de los 90's, nos encontrábamos con un mercado de valores que tenía, de por sí, un muy escaso volumen de operaciones, donde había un marcadísimo predominio de títulos públicos y no tenía una regulación específica en tanto mercado de valores. Cuando digo esto no quiero decir que “no había normas”, porque las había en materia de sociedades comerciales o de emisores privados, las había relativas a las emisiones de entes públicos, contenidas en las respectivas cartas orgánicas, etc.; lo que no había era un marco

normativo específico unificado, coordinado, que atendiera con un concepto moderno, acorde a la evolución de lo que son los mercados de valores en el mundo desarrollado de hoy. Nuestro medio carecía de este tipo de regulación específica.

Los años 1994-1995 marcan, en ese sentido, el comienzo del dictado de normas específicas para el mercado de valores. Quizás, la primera norma a citar es la ley de desmonopolización en materia de seguros, que no es que tiene una incidencia directa en la generación de mercado de valores, pero comienza a generar lo que serían potenciales inversores institucionales. Empieza a generarse, entonces, un flujo de normas que tiene directa repercusión en el mercado de valores.

Fundamentalmente a partir de 1996, la estructura del mercado de valores comienza a delinearse más nítidamente, en forma casi simultánea se dicta la ley de reforma previsional, que genera los primeros inversores institucionales - aparte de las compañías de seguros -. Pero los fondos de pensión van a tener una actuación directa en el mercado de valores. El año 1996 también marca la época de sanción de la ley de mercado de valores y obligaciones negociables, que es el elemento legislativo básico de estructuración de mercado de valores, y, ese mismo año también, se dicta la ley de fondos de inversión, que otra vez aporta a los inversores institucionales en el mercado.

Es a partir de esos elementos normativos que se estructura un sistema en materia de mercado de valores, en nuestro país. En primer lugar la ley de mercado de valores establece dos principios básicos de ordenamiento del mercado, el de autorregulación de los agentes privados, en especial de las bolsas de valores, como un elemento de suma relevancia, y segundo, aspecto tan medular como el anterior, la transparencia del mercado, que es un

elemento esencial en la dinámica y en la evolución de cualquier mercado de valores en el mundo.

Dentro de las instituciones fundamentales que ordena este marco regulatorio, están las dos bolsas de valores, y la ley determina, en forma específica, al BCU como agente regulador y ordenador del mercado de valores.

Quizás allí uno se pregunta cómo juegan conjuntamente los principios de autorregulación y la participación del BCU como elemento de ordenamiento del mercado de valores en su conjunto. Es necesario un equilibrio indudablemente dinámico y sutil que, según las necesidades de cada momento, deberá establecerse y recomponerse, en forma tal de permitir la evolución y el desarrollo de los agentes privados, y, al mismo tiempo, brindar las condiciones de certeza, de seguridad y de transparencia indispensables para el buen funcionamiento del mercado.

En relación a las bolsas de valores, la Bolsa de Valores de Montevideo, (BVM) es una institución fundada en la década de 1920; es la organización tradicional que nuclea a los intermediarios del mercado de valores.

Ahora bien, cuando se plantea la existencia de dos bolsas de valores, también hay que tener presente que en el marco de la ley de mercado de valores, no es indispensable que los intermediarios estén nucleados y que operen dentro de bolsas de valores. Las bolsas son ámbitos formales que nuclean las operaciones, que realizan los intermediarios registrados en ellas; en el marco legal vigente en nuestro país, no es obligatorio, no es la única alternativa de funcionamiento de los intermediarios el de participar activamente en las bolsas de valores. Podría haber intermediarios no registrados, -tienen que estar registrados en el Banco Central en tal caso-, de la misma manera que puede haber operaciones extra bursátiles en el

mercado de valores, es decir, fuera del ámbito de las bolsas, pero, por supuesto, estas operaciones, así como los operadores, deben estar, en cualquier caso, registrados y autorizados por el BCU.

La segunda bolsa de valores, es la Bolsa Electrónica de Valores, (BEVSA), que, a diferencia de la Bolsa de Valores de Montevideo(BVM) porque opera únicamente por mecanismos electrónicos. Lo que cambia es que, en lugar de haber un ámbito físico, visible, donde los operadores se juntan, se reúnen, como pasa en la BVM, donde en la rueda se juntan los intermediarios, tradicionalmente denominados “corredores de bolsa”, -aunque en realidad no es esa su naturaleza-, se reúnen a determinadas horas del día y, a viva voz, van diciendo las operaciones que desean cerrar. En el caso de la BEVSA, ese mecanismo se sustituye por un sistema electrónico, informático, en los horarios preestablecidos por esa misma bolsa, y la rueda física es sustituida por la “reunión” informática.

En la bolsa electrónica operan prácticamente todas las instituciones financieras, los bancos en particular, que de todas formas también están habilitados como miembros especiales de la BVM.

Las mismas normas que mencioné anteriormente, son las que fueron generando los distintos instrumentos del mercado de valores. La ley de mercado de valores también previó un régimen simplificado para la emisión de obligaciones negociables, que son títulos de deuda. Las ON's son crédito; es una forma especial de ofrecer al público adquirir partes de créditos, que emiten por ley tanto los operadores privados como entidades públicas, (hay un régimen previsto, que luego el BCU reguló mucho más detalladamente, para los emisores privados y públicos que quieran acceder al mercado de las obligaciones negociables).

Los fondos de inversión y los fondos de pensión, son los grandes inversores institucionales que están operando en nuestro medio. Muy particularmente los segundos están captando un ahorro de creciente entidad en nuestro país; este ahorro como inversores institucionales, es un elemento indispensable para la profundización y el crecimiento sostenido del mercado de valores. ¿Cómo operan ambos fondos en el mercado de valores? Bien, cuando se dice “fondos” se refiere a un conjunto de bienes cuya propiedad es - en el caso de los fondos de inversión - de quienes han invertido, de quienes han apostado a ese fondo y han participado con la cantidad de dinero que la administradora del fondo. La administradora es la entidad que “arma” el fondo y ofrece en él participación a los distintos agentes y potenciales inversores. Por ejemplo en materia de fondos de inversión, son muy comunes aquellos que tienen distintas monedas, distintos tipo de títulos públicos, privados, etc., y arman un portafolio según el tipo de público al que van dirigidos.

La peculiaridad de los fondos de pensión es que los propietarios de esos fondos son los aportadores a los mecanismos del sistema previsional, es decir que cada uno de los afiliados es el propietario de una cuota- parte del fondo de pensión que se va generando con ese ahorro al que contribuye.

Dos nuevos instrumentos fueron agregados por una ley 17.202 dictada a finales de 1999, con distinto impacto. El factoring es un mecanismo que va a habilitar, en definitiva, una modalidad de acceso al crédito para empresas muy pequeñas. Pero en este caso me referiré a la titulización de activos, o securitización, que es el otro mecanismo de enorme importancia para el desarrollo del mercado de valores.

Lo dejo señalado simplemente porque, obviamente, la explicación y el desarrollo de este instrumento va a ser precisamente el objeto central de esta jornada. Así que señalemos

simplemente que el marco normativo está habilitado, el instrumento aún no está operando, los distintos actores que van a tener participación directa están conformando sus estrategias y armando sus propias estructuras, como para poder ofrecer el producto en sí mismo.

Finalmente, completando esta primera parte, muy general, diremos que todos estos elementos que se han comentando, son los que han ido brindando mayor consistencia, en especial a la estructura y organización del mercado de valores uruguayo. En la mira de las necesidades de la inserción de mercado de capitales nacional, en el contexto de la regionalización y globalización de los mercados de capitales, la dinámica de las operaciones del mismo hasta la fecha, todavía no ha adquirido el volumen que estimamos importante, y útil para la dinamización de la economía del país. ¿Por qué?, el mercado de capitales es un ámbito importante para la obtención de financiamiento para los distintos agentes económicos. Ese es el objetivo central del mercado de capitales, y al que se ha apuntado con todas las medidas adoptadas a ese fin.

Sin embargo, por distintos factores, desde las crisis de los mercados financieros internacionales de los últimos años hasta factores endógenos - que también han incidido con su propio peso-, han ido pautando una evolución más lenta y más tímida de lo que hubiera sido deseable, como elemento dinamizador de la actividad económica.

De allí que, - más allá de complementos de normativa que se han ido dictando en el correr de los últimos años, como por ejemplo la regulación de las calificadoras de riesgo, la imposición obligatoria de la calificación de riesgo para todas las emisiones, y otros elementos que han ido fortaleciendo la transparencia del mercado y la actuación nítida de los agentes que operan en el mismo, como elemento indispensable para una evolución sostenida y sólida del mercado de valores. Es notorio que hay elementos a los que debería apuntarse de

forma tal de brindar mayor profundidad al mercado, y en definitiva, contribuir a un mejor ámbito de financiación de las actividades económicas.

¿Cuáles son esos instrumentos que podrían nombrarse? En primer lugar, los fondos de capital de riesgo, cuya característica principal es la de invertir en actividades de reciente formación, de gran potencial de desarrollo, pero que, en los criterios tradicionales de evaluación de riesgo de las empresas, no tendrían posibilidad de acceso al crédito en los segmentos tradicionales del mercado porque no tienen activos que puedan servir de garantías, porque sus directores o sus accionistas son muy jóvenes, muy “nuevos”, o no han tenido actividades previas que les hagan posibles de la obtención de crédito en esos segmentos tradicionales de mercado, y por ende hay, sin embargo, un potencial, hay un proyecto que se puede creer que tiene elementos de solidez futura, que le hacen entonces posible la inversión en estos proyectos. Muchas veces son proyectos de pequeña dimensión, pero no por ello deben ser dejados de lado, todo el contrario, de allí que hay todo un segmento de mercado al cual atender, que es el de generación de fondos para este tipo de emprendimientos, cuyo valor principal reside en el proyecto que se desea desarrollar.

En segundo lugar, y apuntando a otro segmento totalmente distinto del mercado de capitales, tenemos los instrumentos que atienden el financiamiento de obras de infraestructura. Desde ese punto de vista, se está trabajando activamente, a lo largo de varios meses, para la elaboración de un marco más adecuado del financiamiento de estas obras y, en general, de armado de las obras de infraestructura desde el principio, de forma tal que sean, de por sí, fáciles de ser financiadas por el mercado de valores. Esto requiere de ciertos

elementos de la propia estructuración de la obra, el armado de la misma desde su comienzo, de forma tal que los distintos operadores e intermediarios del mercado de valores puedan participar directamente en el crédito que deba ser otorgado.

Luego, el segmento del mercado de acciones de la empresa mediana y de mayor dimensión de nuestro país, mercado que no se ha desarrollado hasta el presente. Por distintos elementos, la propia ley de urgencia que acaba de sancionarse está removiendo algunos obstáculos, que incidieron en la reticencia del sector empresario en acudir al mercado accionario como elemento de captación de recursos. Consistentemente con ello quedan algunos aspectos para solucionar, en materia de la información económica financiera que brindan las empresas, en cuanto a que también la ley de urgencia ha aportado mayor necesidad, mayores exigencias de información al público en general, de todas las empresas de cierta dimensión. Pero más allá de ello, quedan pendientes todavía algunas mejoras en el tipo de información, en la estandarización de la información que las empresas proporcionan, en particular al mercado de valores, en el cual la información es la clave para la confianza de la inversión que se vaya a realizar.

Hay varios aspectos que están coincidiendo y reforzándose el uno al otro, de forma tal de permitir el acceso de las empresas medianas y grandes al mercado accionario propiamente.

Finalmente, quiero destacar que también se está trabajando desde hace tiempo, en una mejora del sistema de liquidación y compensación de valores, aspecto también central



para el manejo eficiente del mercado en su conjunto. Esto es un planteo general de la estructura actual de nuestro mercado, de su realidad, y lo que pensamos que puede ser su evolución futura.

A todos ustedes, muchas gracias.