

Emisiones de deuda privada en el mercado de capitales uruguayo

En los años noventa, potenciado por la aprobación de un marco regulatorio más específico, el mercado privado de deuda de oferta pública tuvo un desarrollo no conocido hasta ese momento. Luego del repunte sobre finales de los '90, la confianza de los inversores se vio seriamente resentida por episodios de incumplimiento y cercanos al incumplimiento de varios emisores. Sin embargo, en los últimos meses el mercado de capitales en Uruguay se ha visto reactivado gracias a un número de emisiones de deuda privada que parece ir marcando una nueva tendencia.

Dra. Silvana M. Isidori

Mercado de obligaciones negociables en Uruguay

Las obligaciones negociables (ON) representan unidades de deuda a corto, mediano o largo plazo contraído por la sociedad emisora para el desarrollo de sus proyectos de inversión u otros fines. En Uruguay la emisión de obligaciones negociables está regulada por la Ley de Mercado de Valores Nº 16.749, reglamentada por el Decreto 344/996 y normas banco centralistas.

La emisión de títulos de deuda privada requiere de la adopción de una resolución a nivel de la sociedad emisora, registrar la emisión ante el Banco Central del Uruguay, en caso que sea de oferta pública ante la Bolsa correspondiente, y cumplir con los requisitos básicos de información determinados por la normativa legal y reglamentaria, incluyendo especialmente las normas emanadas del Banco Central del Uruguay.

El mercado de títulos de renta fija, como se suele referir al mercado de deuda corporativa, fue objeto de profundo análisis para el Latin American and Caribbean Research Network, del Banco Interamericano de Desarrollo, por parte de los siguientes profesionales: Julio de Brun, Néstor Gandelman, Herman Kamil y Arturo Porzecanski. En ese estudio, actualizado a Agosto 2006, los mencionados expertos expusieron que las empresas Uruguayas mostraban los ratios de dolarización más altos comparado con otros países de América Latina, y que las estructuras de deuda corporativas presentaban los plazos más cortos, con lo cual se encuentran con que las empresas Uruguayas presentan altos *gaps* de moneda y de plazos que las vuelven extremadamente frágiles.

En el referido estudio los expertos sostuvieron que profundizar el mercado de capitales doméstico probablemente aliviara esa vulnerabilidad de la economía Uruguaya. Incluso afirmaron que la fragilidad financiera de las empresas amplificada por las insuficientes prácticas de gobierno corporativo (*corporate governance*) eran los principales impedimentos para el desarrollo del mercado de capitales.

Por parte de otros profesionales (Ec. Gabriel Oddone, presentación en la Bolsa de Valores de Montevideo en Noviembre, 2006) se han señalado como explicativas del poco desarrollo del mercado de valores Uruguayo razones de cuatro órdenes: estructurales, ausencia de una estrategia de promoción y desarrollo, carencias en los procesos de regulación y supervisión, y debilidades institucionales

En esta realidad la amplia mayoría de las empresas confían fundamentalmente en el financiamiento bancario tradicional y de proveedores.

¿Es el mercado o son las empresas?

Cuáles son las características del mercado de deuda corporativa Uruguayo en el momento actual (tomando como referencia los datos contenidos en el estudio realizado por los autores arriba mencionados). En primer lugar, en lo que a marco regulatorio se refiere, se cuenta con normas consideradas un tanto liberales y con algunos vacíos que sería conveniente completar. El principio

de autorregulación de las Bolsas es el imperante en lo que a transacciones *over-the-counter* se refiere, sin perjuicio de los poderes de supervisión y regulación que tiene el Banco Central del Uruguay.

Desde que se aprobó la Ley de Mercado de Valores únicamente un número limitado de empresas a recurrido al mercado de capitales en busca de financiamiento. Casi todos los bonos se han denominado en moneda extranjera (dólares americanos). Los plazos promedio de las emisiones - según los datos recogidos entre 2000 y 2004- eran de poco más de cuatro años.

En un análisis de los casos fallidos de emisiones de mercado se han podido identificar problemas relacionados con la falta de transparencia y problemas de agencia. En un mercado no desarrollado como el Uruguayo, aplicando por analogía las conclusiones de Klapper y Love (2002) se puede sostener que el rol del gobierno corporativo (los temas de *corporate governance*) son aún más aplicables que lo usual. En muchos casos, la no separación existente entre gerencia (*management*), propiedad y control también resulta relevante.

Si se estudian de cerca la mayoría de las empresas Uruguayas es posible notar que los directorios están integrados normalmente por los propios accionistas, que es muy raro que existan directores independientes, que los gerentes -que se vinculan a la empresa mediante un contrato de trabajo- son los que concentran el poder de decisión de muchos asuntos importantes relativos al control y manejo de la empresa. Asimismo, preocupan en cierto nivel las vinculaciones existentes en especial en materia financiera y de financiamiento entre grupos económicos y compañías relacionadas.

De hecho el marco regulatorio vigente en materia societaria no protege adecuadamente los derechos de las minorías. Si bien se han tratado de suplir algunos vacíos a través de la reglamentación banco centralista y de la Auditoría Interna de la Nación (órgano supervisor de las sociedades comerciales), los remedios existentes resultan aún insuficientes si se los compara con los previstos en otros países.

La inexistencia de una entidad depositaria única, una caja de valores, y el sistema de liquidación y compensaciones -lejos de ser adecuado-, se han señalado también como deficiencias de este mercado. El proceso de liquidación y compensaciones tiene lugar en primer término en las Bolsas correspondientes y luego se netean a través de las cuentas que los agentes tienen en el Banco Central. Pero, cabe agregar, que no se requieren garantías a las líneas de crédito de los distintos operadores de mercado, lo cual deja al descubierto riesgos de descalce y de incumplimiento inherentes a cada operación que se procesa de esa manera.

Los estudios realizados por los expertos arriba mencionados muestran que, en base a la información disponible a través del Instituto Nacional de Estadística, las empresas Uruguayas en general tienen grandes dificultades para acceder a créditos de largo plazo.

Si nos enfocamos a las empresas más pequeñas, que son el objeto del presente trabajo, se puede ver que la tendencia que muestran esos estudios es la misma e incluso más acentuada. En efecto, la correlación de pasivos a largo plazo con varias medidas referidas al tamaño de la empresa (por ejemplo, activos, capital accionario y empleados) es positiva y significativa.

Los factores esgrimidos por las empresas como obstáculos para realizar emisiones de oferta pública se relacionaron fundamentalmente con: el tamaño (reducido) del mercado, la ausencia de un mercado de bonos especulativos (argumento que concierne a los inversores), los costos de honorarios de las calificadoras de riesgo, las obligaciones de revelar información y en menor medida los costos de honorarios de colocación, los mínimos requeridos para las emisiones y otros requerimientos regulatorios.

¿Las pymes pueden potenciar el desarrollo del mercado de capitales?

Una amplísima cantidad de las empresas Uruguayas califican como micro, pequeñas o medianas empresas (sea por su facturación, activos o número de empleados). Únicamente un porcentaje muy reducido de empresas pueden ser calificadas como "grandes." Por esa razón, resulta fundamental apuntar a las pymes como potenciales activadoras del mercado de capitales.

Si analizamos los factores que desestimulan a las empresas a considerar el mercado de valores como posible fuente de financiamiento, esos obstáculos se acentuarían en la situación de las pymes. Al ser un mercado reducido y poco profundo, sin lugar para valores especulativos (que puedan representar un mayor riesgo como podría ser en caso de las pymes), las posibilidades de colocar un valor emitido por una empresa que no es de primera línea en el país pueden verse como muy escasas. Asimismo, el impacto de los costos de las emisiones -que normalmente tienen más incidencia cuanto más chica es la emisión- resulta otro factor limitante que las pymes no pueden dejar de considerar.

El tema de la apertura de información y de cumplimiento con los requerimientos regulatorios es delicado también para las pymes, un segmento en el cual la cultura de la transparencia en la información no tiene tradición alguna, presenta mayores suspicacias y en muchos casos puede representar incrementos sustanciales en los costos de honorarios de asesores.

En lo que respecta específicamente a las pymes, el incentivo para atraerlas al mercado de valores debería contemplar entonces varios de esos aspectos. El tamaño del mercado es lo más difícil de atacar, y afecta no sólo al segmento pyme. Pero una política firme y sostenida de incentivo para participar en el mercado de capitales dirigida a los distintos segmentos de actores podría contribuir para que ese aspecto se vaya paulatinamente revirtiendo.

En Argentina existe un régimen diferencial para que las pymes puedan emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública. De esa experiencia que está resultando exitosa, podemos extraer aspectos que sí podrían ser objeto de políticas específicas para contemplar la situación de las pymes: regulatorios, en lo concerniente a la información a divulgar (extensión, contenido, forma, plazos, etc.), requisitos a cumplir en forma previa a la emisión y cotización de títulos y luego periódica, costos de honorarios y registros (en la medida de lo que se puede manejar regulatoriamente) e incluso los efectos fiscales para emisores e inversores.

Con la finalidad de preparar el mercado de capitales Uruguayo para un verdadero desarrollo y que pueda convertirse en una herramienta disponible y ágil para captar financiamiento por parte de las empresas, debe atacarse cada uno de los problemas que hoy en día son la causa de su estancamiento. En particular, debe dotarse del marco institucional que requiere, deben ofrecerse incentivos tributarios que estimulen a las empresas públicas y privadas a participar en emisiones de deuda y de fideicomisos, tanto en rol de emisores como de inversores. Es necesario, además, que se diseñen e implementen instrumentos y mecanismos que se adapten a las necesidades y características de las empresas Uruguayas de hoy en día.

Emisiones de deuda corporativa de oferta pública lanzadas en 2006-2007

Empresa	Año emisión	Monto	Tasa interés	Plazo
CONAPROLE	2006	Hasta U\$S 20 millones, 1ª emisión U\$S 5 millones	Libor (3 meses) más 2%	3-10 años
CENTRAL LANERA URUGUAYA	2006	Hasta U\$S 3 millones	Libor 180 días más 2.5% lineal (mín. 8%, máx. 9.5%)	5 años
HIPICA RIOPLATENSE URUGUAY	2007	Equivalente a U\$S 15 millones (en Unidades Indexadas - UI)	6% anual en UI	7 años

Fuente: Banco Central del Uruguay. Se consideraron únicamente las nuevas emisiones o programas lanzados en obligaciones negociables de 2006 y 2007 (no incluye nuevas series de emisiones anteriores). Se presentan datos parciales, por cuestiones de espacio.