

EL MERCADO DE RENTA FIJA EN URUGUAY*

JULIO DE BRUN

Universidad ORT Uruguay

NÉSTOR GANDELMAN

Universidad ORT Uruguay

HERMAN KAMIL

International Monetary Fund

ARTURO C. PORZECANSKI

American University and Columbia University

**

RESUMEN

No obstante la liberalización financiera del país iniciada en los años 70 y de varias leyes adicionales aprobadas en los 90's que apuntaron a promover los mercados financieros locales, el desarrollo del mercado de capitales de Uruguay permanece insuficiente. El gobierno tiene la capacidad de captar fondos en el ámbito nacional e internacional en un mercado de bonos líquido, pero las firmas privadas continúan financiándose mediante ganancias retenidas o bien vía préstamos bancarios y créditos de proveedores. Además, en comparación con otros países de América Latina, las firmas uruguayas tienen los cocientes más altos de dolarización de la deuda y las estructuras de deuda corporativa con plazos más cortos – generando una alta exposición cambiaria y de vencimientos que las hace (y por consiguiente a sus acreedores) extremadamente frágiles. Un mercado de capitales doméstico más profundo probablemente aliviaría esta vulnerabilidad de la economía uruguaya. Pero la fragilidad financiera de las firmas uruguayas,

* Los autores agradecen a Giorgina Piani por su ayuda en el diseño de la encuesta; Griselda Charlo, Graciela Basañez y Susana Picardo del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) por la realización de la encuesta; Eduardo Barbieri de la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) por su ayuda con la encuesta de intermediarios financieros; Bruno Gili e Ignacio Munyo por compartir datos de finanzas corporativas que previamente habían recolectado; y Daniel Sieradzki, Gabriel Moszkowicz y Hernán Berro por su trabajo como asistentes de investigación. Todos los restantes errores son responsabilidad única de los autores.

** Para la presente edición en español se contó con la asistencia de Alexis Avcharian. La versión original de este documento en inglés se encuentra disponible a través de la Oficina de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo.

potenciada por problemas del gobierno corporativo, son los principales impedimentos para el desarrollo de los mercados de capitales. Dadas las prácticas actuales de las firmas y la ausencia de importantes inversores institucionales además de los fondos previsionales, lo más probable es que de no mediar importantes cambios el mercado de renta fija seguirá siendo una fuente de financiamiento secundaria y limitada a muy pocas firmas.

1 INTRODUCCIÓN

Los mercados de capitales en Uruguay se han mantenido subdesarrollados a pesar del crecimiento y la internacionalización de su industria bancaria *onshore* y *offshore* tras la liberalización de los 70's. Ni siquiera el desarrollo de un mercado líquido para los valores del gobierno ha podido consolidar el crecimiento paralelo de un mercado de bonos corporativos, y casi todas las compañías continúan financiándose a través del sistema bancario y con crédito de proveedores, en desmedro de los mercados de capitales (De Brun, Gandelman y Barbieri, 2003). Ciertas leyes de mediados de los 90's que intentaron promover el desarrollo del mercado de capitales local incentivaron la emisión de deuda corporativa, aunque los principales emisores fueron instituciones bancarias. Sin embargo, tras algunos episodios de incumplimiento corporativo (en algunos casos vinculados a bancarrotas y situaciones de fraude) a fines de los 90's, la confianza de los inversores se derrumbó. Así, hacia comienzos de esta década, el naciente mercado de bonos corporativos se convirtió en un caso de texto de la literatura de costos de agencia y de conductas oportunistas de accionistas respecto a los tenedores de bonos.

En el 2002, Uruguay sufrió una profunda crisis financiera derivada de los efectos de contagio de una corrida bancaria, una gran devaluación y un *default* gigantesco de la deuda soberana en Argentina. Tras una corrida a su propio sistema bancario excesivamente dolarizado, el gobierno uruguayo se vio forzado por la consecuente pérdida de reservas internacionales a dejar que la moneda se depreciase rápidamente. Posteriormente, tuvo que proporcionar apoyo financiero a algunas instituciones mientras que intervenía varios bancos del sector privado, motivo por el cual se obtuvo una masiva ayuda financiera proveniente de las agencias multilaterales de Washington. Finalmente, el gobierno también tuvo que realizar una reestructuración de la deuda pública. Fue tal el hundimiento del mercado de capitales local en el contexto de esta crisis, que el volumen transado en la bolsa de valores tradicional (Bolsa de Valores de Montevideo, BVM) cayó en el 2002 un 14% medido en dólares, mientras que el volumen en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) cayó más de la mitad. A partir del cuarto trimestre del 2003 la economía uruguaya experimentó una vigorosa recuperación y el gobierno recobró el acceso a los mercados de capitales local e internacional; sin embargo, los mercados de acciones y de renta fija locales no se restablecieron. La evidencia presentada en este trabajo sugiere que los daños de la crisis en términos

de confianza de inversores en firmas, reguladores, auditores y compañías calificadoras de riesgo aun persisten – pero estos pueden no ser los únicos impedimentos a un eventual retorno a un proceso de profundización del mercado doméstico de renta fija.

Los objetivos de este estudio son: (a) reportar el escaso desarrollo del mercado de títulos de deuda en Uruguay, incluyendo instrumentos del gobierno y corporativos; (b) analizar cuales son las características de las firmas que determinan el acceso a financiamiento a largo plazo a través del mercado de renta fija y (c) determinar qué aspectos institucionales y regulatorios están obstaculizando el desarrollo del mercado de capitales doméstico. Para éste propósito, hemos construido una nueva base de datos con información financiera de firmas uruguayas para el periodo 2001 al 2003, y hemos generado nuevos datos a partir de una amplia encuesta a potenciales emisores corporativos, inversores institucionales e intermediarios financieros.

Este documento está organizado de la siguiente manera. La Sección 2 presenta una descripción del mercado de capitales uruguayo. El análisis del lado de la oferta se encuentra en la Sección 3 e incluye un análisis de la estructura financiera de las firmas uruguayas, los obstáculos percibidos para cada alternativa de financiamiento y un análisis del costo de emitir bonos. La Sección 4 enfoca el lado de la demanda, con una descripción de los principales inversores institucionales locales y los problemas que según ellos existen. La Sección 5 presenta las conclusiones.

2 EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES URUGUAYO

2.1 Antecedentes

Entre los años 30 y 50, la economía de Uruguay creció fuertemente basada en una estrategia de sustitución de importaciones viable por el auge en la demanda internacional de sus productos agrícolas durante la Segunda Guerra Mundial y la Guerra de Corea. Sin embargo, la llegada del proteccionismo agrícola en Europa y los Estados Unidos, el reducido tamaño del mercado domestico, el creciente recurso al financiamiento inflacionario del presupuesto del gobierno y las distorsiones generadas por varias formas de intervención estatal, terminaron agotando las posibilidades

de crecimiento de la inversión a través de esta estrategia de desarrollo. La economía uruguaya experimentó una alta inflación, depreciación de la moneda y un estancamiento económico entre mediados de los años 50 y 70, con graves consecuencias sociales y políticas.

La inflación surgida en los años 50 erosionó el valor de la deuda pública del gobierno nacional y local, emitida en los años 30 para financiar el desarrollo de la mayoría de la infraestructura pública a niveles de gobierno nacional y local. El entorno inflacionario y la debilitación de la estructura impositiva (mayormente basada en impuestos a las exportaciones y aranceles a las importaciones aplicados a una base de comercio exterior en desmoronamiento) cerraron el acceso del gobierno a los mercados financieros a fines de los años 50. Las distorsiones generadas por la inflación en la información proporcionada por los estados financieros corporativos redujeron también su confiabilidad y el atractivo de los valores del sector privado. El volumen total operado en la bolsa de valores local disminuyó sostenidamente hasta mediados de los años 70.

2.2 Desde los años 70 al Plan Brady

Luego de que se implementaran políticas estabilizadoras y reformas estructurales entre 1973 y 1975, se reanudó el crecimiento económico, acompañado de un aumento en el comercio exterior y la inversión privada. Las reformas incluían una modernización de la estructura impositiva, una liberalización comercial y una completa convertibilidad de la cuenta capital de la balanza de pagos. Específicamente, se introdujo un impuesto al valor agregado, las barreras no arancelarias fueron eliminadas (salvo algunas excepciones), los aranceles a las importaciones se redujeron gradualmente, los topes a la tasa de interés dejaron de ser efectivos, se eliminaron los controles sobre los tipos de cambio y se liberalizó el acceso de intermediarios financieros a los mercados de capital.

Una mejora subsecuente en la situación fiscal permitió al gobierno volver a los mercados financieros y lo hizo emitiendo valores a través de la bolsa de valores local. Dada la total convertibilidad del peso uruguayo, el gobierno fue capaz de emitir deuda de largo plazo denominada en dólares, la cual fue aceptada por inversores domésticos y regionales deseosos de protegerse de los daños causados por la inflación. Fue a través de emisiones domésticas de deuda pública a corto y mediano plazo (hasta 8 años) que

el mercado de capitales local tuvo la oportunidad de mejorar su situación a partir de mediados de los años 70.

De hecho, la necesidad de financiamiento del gobierno y las operaciones de administración de pasivos han fijado el tono para la mayoría de la actividad en el mercado de capitales uruguayo desde las reformas financieras de los años 70. Contra lo que la intuición podría sugerir, la crisis de deuda de los años 80 estimuló la emisión de deuda pública en el mercado de capitales doméstico, sustituyendo el financiamiento que ya no provenía de los bancos extranjeros quienes fueron la principal fuente de fondos frescos para el sector público durante la segunda mitad de los años 70. Gracias al relativo buen cumplimiento del gobierno durante la crisis de deuda – específicamente, los pagos de intereses siempre fueron realizados en tiempo– el gobierno logró financiar déficits fiscales equivalentes a más del 4% del PBI durante los años 80, pagando menos de 200 puntos básicos sobre la LIBOR en el mercado doméstico mientras reestructuraba los pagos de principal de sus deudas externas con bancos privados bajo la Iniciativa Baker y el Plan Brady¹.

Se puede apreciar en la Tabla A1 del Apéndice, que existía una alta y creciente participación en el mercado de deuda de corto plazo (Letras del Tesoro) para deuda del gobierno durante la segunda mitad de los años 80. Sin embargo, a partir de 1991 y luego de la exitosa reestructuración de deuda bajo el Plan Brady, el gobierno siguió una estrategia de prolongar vencimientos. Esto se refleja en la decreciente participación de deuda de corto plazo durante los años 90 hasta el 2001, cuando acontecimientos adversos en Argentina y luego en Brasil asustaron a inversores y depositantes.

Los préstamos de bancos internacionales que fueron exitosamente reestructurados desde principios de los años 80 hasta el arreglo Brady en febrero de 1991, constituían en aquel tiempo las únicas obligaciones de mercado sujetas a jurisdicción extranjera. Las características contractuales de éstos préstamos fueron tales que fueron registradas como obligaciones del Banco Central del Uruguay (BCU). Los bonos emitidos bajo el Plan Brady (Par, New Money y Debt Conversion Notes) fueron los únicos emiti-

1 Además de la confianza que los bonos soberanos uruguayos pudieron haber inspirado a los inversores locales, no hay duda que el flujo de capital proveniente de Argentina durante los años 80 también se convirtió en una fuerte fuente de demanda para la deuda pública uruguaya.

dos bajo jurisdicciones extranjeras hasta 1994, cuando el gobierno comenzó a colocar nueva deuda en el mercado internacional mayormente en forma de Eurobonos. De hecho, a fines de los años 90, la mitad de la deuda pendiente del gobierno central fue emitida sujeta a jurisdicciones extranjeras – participación que continuaría creciendo en los años venideros.

2.3 Acceso del Gobierno a mercados internacionales

Después de que el gobierno uruguayo ganara acceso a los mercados financieros internacionales, los bonos emitidos bajo jurisdicción extranjera (mayormente bajo la ley de Nueva York) han sido el principal pilar de las transacciones en las bolsas de Uruguay. Esto es especialmente cierto después de 1997, cuando Uruguay obtuvo la calificación de *investment grade* (grado de inversión no especulativa) para su deuda soberana por parte de las principales calificadoras de riesgo. La participación de inversores locales (particularmente fondos de pensión tras la reforma del sistema de seguridad social) en el mercado secundario de deuda pública emitida en el extranjero dio un gran impulso al volumen de transacciones en años como 1998 y 2001. Al mismo tiempo, las transacciones de valores emitidos a nivel local cayeron significativamente después de 1998.

El atractivo de los títulos del Estado emitidos en el exterior para los participantes en el mercado secundario ha residido en su liquidez relativamente alta, al menos en comparación con los valores locales, los cuales usualmente tienen menores montos en circulación. Este efecto se vio reforzado tras la reestructuración de deuda realizada en el 2003, cuando muchos de los bonos existentes fueron canjeados bajo la “opción liquidez” por tres bonos de referencia, cada uno de los cuales calificaba (debido a su tamaño) para ser incluido en el Índice JP Morgan de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI).²

2 El canje de deuda uruguayo del 2003 le dio dos opciones a los tenedores de bonos: a) bajo la “opción extensión,” un bono existente podía ser canjeado por uno nuevo con el mismo principal, moneda y cupón, pero con un vencimiento extendido (cinco años, en promedio); b) bajo la “opción liquidez,” los bonos existentes podían ser canjeados por los llamados bonos *benchmark*, que permitía la acumulación de varios bonos pequeños. Había “bonos *benchmark*” tanto en las transacciones de canje de deuda internacional como local, pero el tamaño de los bonos *benchmark* domésticos era mucho menor que el de los internacionales.

Los instrumentos de deuda pública han sido por lejos los más transados en el mercado secundario, tanto en la BVM como en la BEVSA. Como se puede ver en la Tabla 2.1, los años 1999 y 2000 fueron excepcionales en cuanto a la participación de instrumentos del sector privado en el mercado secundario, debido a los efectos combinados de la ausencia de emisiones significativas de deuda en mercados externos por parte del gobierno y un creciente apetito por el mercado doméstico de valores – principalmente certificados de depósitos (CDs) emitidos por bancos. Pero incluso en esos años, las emisiones del sector privado apenas alcanzaron niveles cercanos a un cuarto del volumen total operado. La mayoría de los años, los títulos del Estado representaron más del 90% del total de las transacciones en el mercado secundario³.

Tabla 2.1. Volumen total operado en el mercado secundario de deuda uruguayo (en millones de dólares)

	Emisores del Sector Público				Emisores del Sector Privado	Total	Sector Público como % del total	
	Gobierno y BCU			Total Sector Público				
	Jurisdicción		Sub total					
	Uruguay	Extranjero						
1998	741.4	1041.1	1782.5	6.2	1788.7	107.2	1895.9	94,3
1999	358.7	190.7	549.4	10.0	559.4	144.4	703.8	79,5
2000	308.2	281.9	590.1	8.5	598.6	195.8	794.4	75,4
2001	473.0	802.7	1275.7	30.9	1306.6	102.4	1409.0	92,7
2002	450.1	539.3	989.4	12.1	1001.5	82.3	1083.8	92,4
2003	329.4	592.2	921.6	0.0	921.6	30.3	951.9	96,8
2004	468.1	705.7	1173.9	36.0	1209.9	48.7	1258.6	96,1
2005	543.2	724.39	1267.6	14.3	1281.9	55.2	1337.1	95,9

Fuente: Banco Central del Uruguay

³ A mediados de los años 70, cuando el mercado doméstico para deuda pública comenzó a ser desarrollado, el BCU actuó como el agente financiero del gobierno, emitiendo valores a través de la BVM, dándole a los corredores de bolsa un premio sobre el valor nominal de los valores. Los bonos generalmente eran emitidos a la par y eran distribuidos proporcionalmente entre los participantes. Esta práctica se mantuvo hasta principios de los años 90, cuando el BCU comenzó a emitir deuda pública a través de subastas en un mercado over-the-counter. Desde entonces, ha sido infrecuente la presencia del sector público en el mercado bursátil primario.

2.4 La crisis financiera del 2002

La crisis financiera del 2002 y el canje de deuda del 2003 parecen haber tenido fuertes consecuencias sobre las transacciones del mercado de capital doméstico. No sólo los montos transados en el mercado local son menores en años recientes que los observados en 2001, sino que también la composición de los instrumentos ha cambiado, tendiendo a vencimientos más cortos. Mientras que en el 2001 las transacciones de bonos domésticos aumentaron a US\$ 440 millones y las transacciones de Letras de Tesorería de corto plazo llegaron a US\$ 32 millones, en el 2004 las transacciones de bonos domésticos se redujeron a US\$ 195 millones mientras que las transacciones de valores de corto plazo aumentaron a US\$ 270 millones. A pesar que la reestructuración de deuda del 2003 ha permitido que el gobierno uruguayo recupere el acceso a los mercados financieros domésticos e internacionales y los spreads soberanos se han reducido bastante, la experiencia de 2002-03 a reforzado estrategias de *hold-to-maturity* (comprar y mantener hasta su vencimiento) por parte de los tenedores de bonos uruguayos, reduciendo el volumen total operado en el mercado secundario y aumentando el atractivo de los instrumentos de corto plazo.

Una característica visible de la deuda pública uruguaya es su alto grado de dolarización, tanto ahora como antes de la reestructura de deuda del 2003. Esta sostenida intención de parte del sector público de mantener un descalce de moneda ha tenido repercusiones en el sistema financiero uruguayo y continúa siendo una de las principales fuentes de fragilidad financiera de la economía uruguaya (Licandro y Licandro, 2003; De Brun y Licandro, 2005). Un paso crítico para una mayor presencia de la moneda doméstica en el sistema financiero y los mercados de capital es el desarrollo de una curva de rendimientos para instrumentos soberanos en moneda doméstica, que pueda ser usada como referencia para la introducción de valores del sector privado denominadas en moneda local y el posible desarrollo de un mercado para productos derivados.

De hecho, durante los dos años pasados, el gobierno ha intentado allanar el camino para un mercado financiero de instrumentos denominados en pesos, emitiendo valores nominales a tasa fija y deuda ajustada a la inflación. La emisión de instrumentos de deuda en pesos toma impulso cuando el BCU comenzó a utilizar Letras de corto plazo en pesos con propósitos de política monetaria y creció rápidamente durante 2003-04, aunque

la tendencia disminuyó durante 2005. Mientras tanto, la introducción de instrumentos denominados en pesos ajustados por inflación obtuvo un impulso a través de la primera emisión internacional de un bono relacionado a la inflación en octubre de 2003, por un monto equivalente a US\$ 200 millones.⁴ Esta fue la primera colocación uruguaya en los mercados internacionales después de la reestructuración de la deuda y la primer emisión internacional de un bono soberano emergente denominado en moneda local, transacción que fue emulada por Colombia y Brasil en el 2004 y en el 2005 respectivamente. La tasa real de 10,5% con un vencimiento de 3 años podría ser considerada alta, pero fue menor que el costo de las colocaciones hechas en ese entonces en el mercado doméstico (generalmente por encima del 11%). El efecto catalítico de dicha colocación internacional se vio reflejado en el mayor interés de inversores locales (y presumiblemente inversores extranjeros actuando a través de intermediarios locales) en colocaciones locales de bonos en UI (Unidad Indexada, esto es, deuda indexada al índice de precios al consumo). Hacia fines del 2004, la tasa de interés real de bonos en UI a 10 años había caído por debajo del 5% y mostró una nueva caída durante el 2005.

El éxito de la colocación de instrumentos denominados en pesos en el mercado over-the-counter (OTC) local y en los mercados internacionales generó un incremento en la participación de estos valores en el mercado secundario de deuda pública. Las transacciones de valores de deuda del gobierno en pesos aumentaron hasta un 12% del total en el 2003 (desde un valor casi nulo en el 2001) y por arriba del 20% en el 2004 y en el 2005 (ver Tabla 2.2). El menor impulso en el desarrollo del mercado secundario de instrumentos denominados en pesos en el 2005 refleja la actual estrategia del gobierno de priorizar una mayor extensión en la madurez de su deuda, apalancado en una mayor colocación de deuda denominada en dólares de largo plazo, tanto en el mercado local como extranjero. Sin embargo, el mayor monto en circulación de notas relacionadas con la inflación emitidas por el BCU y el gobierno ha ayudado a incrementar el volumen total operado en el mercado secundario, pasando de un mero 1,5% de transacciones de deuda pública en el 2003 a 6% en el 2004 y 15% en el 2005.

4 La emisión fue expandida luego (febrero 2004) a US\$300 millones.

**Tabla 2.2. Transacciones de deuda del sector público por moneda
(millones de dólares)**

Moneda	2003		2004		2005	
	Valor	% del total	Valor	% del total	Valor	% del total
Dólares	843.1	87.8	948.7	73.8	959.4	74.5
Pesos Uruguayos	113.1	11.8	330.1	25.7	292.4	22.7
<i>Nominal</i>	98.9	10.3	252.3	19.6	97.3	7.6
<i>Indexada</i>	14.2	1.5	77.8	6.0	195.1	15.1
Otros	3.7	0.4	7.0	0.5	36.2	2.8
Total	959.9	100.0	1285.8	100.0	1288.0	100.0

Fuente: Banco Central del Uruguay

La existencia de un mercado secundario para instrumentos de deuda pública relativamente activo genera una combinación de externalidades positivas y negativas: mientras la deuda pública establece una referencia para emisores de deuda del sector privado, lo cual sería útil con fines de cotización y distribución, al mismo tiempo puede generar peligrosos efectos de desplazamiento. Antes de llevar a cabo nuestra encuesta a potenciales emisores de deuda corporativa, nuestra hipótesis era que la presencia de un mercado activo de deuda pública en Uruguay tendría importantes implicancias para ellos, en términos de tamaño de la emisión, fijación de precios, vencimiento y denominación de la moneda. La información que hemos recabado de los potenciales emisores y que describimos debajo, parece refutar esta hipótesis. Por ejemplo, sólo un 15% de los encuestados cree que la existencia de un mercado líquido para deuda soberana facilita su propia emisión. De hecho, el gobierno es percibido como un competidor en la búsqueda de financiamiento por el 22% de los encuestados. En resumen, la mayoría de las firmas encuestadas tienen una opinión neutral respecto al impacto de la emisión de deuda del gobierno en el mercado de capital privado, y en todo caso la percepción es más negativa que positiva.

2.5 Desarrollo incipiente del sector corporativo

a. Evolución de la Regulaciones

Durante los años 90 se aprobó una nueva legislación en un intento de estimular el desarrollo de un mercado de capitales doméstico. Muchas de las nuevas reglas tenían como objetivo resolver el problema endémico de transparencia corporativa.

El cambio legislativo más importante fue la Ley de Mercado de Valores (Ley 16.746 del 30 mayo de 1996), que contó con un fuerte apoyo de partes interesadas – especialmente corredores de bolsa registrados en la Bolsa de Valores de Montevideo. Del lado del gobierno, había un objetivo explícito de facilitar el desarrollo económico a través de la profundización del acceso financiero para firmas uruguayas. Los intermediarios financieros, por su parte, percibieron que el desarrollo del mercado de valores privados traería consigo oportunidades de negocios, especialmente considerando que el acceso del gobierno a los mercados financieros internacionales disminuiría gradualmente la importancia del mercado local en las transacciones de deuda pública. Incluso para los bancos locales, que pudieron haberse sentido desafiados por la competencia del mercado de capitales en el abastecimiento de fondos para el sector corporativo, el desarrollo de fuentes de financiamiento alternativas fue percibido como un medio útil para diversificar riesgos de financiamiento. De hecho, bancos locales han actuado desde entonces como intermediarios en la colocación pública de deuda corporativa, a veces con el propósito de reducir su propia exposición a ciertas empresas.

La bienvenida liberalidad del marco general adoptado con respecto a la regulación y a la supervisión de las agencias estatales de los intermediarios y de las bolsas de valores, también facilitó el apoyo de los intermediarios financieros a la nueva legislación. A pesar de los poderes dados al BCU para regular y supervisar las actividades de las bolsas, emisores e intermediarios, las transacciones over-the-counter fueron excluidas explícitamente de las provisiones de la Ley de Mercado de Valores y fue decretado el principio de la autorregulación de las bolsas. Esas debilidades regulatorias jugaron un rol importante en algunas irregularidades observadas durante la crisis financiera del 2002. Además, la iniciativa del BCU de aprobar una ley (en diciembre del 2002) que eliminaba la autorregulación de bolsas y que incluía bajo su supervisión las transacciones OTC en las que estaban involucrados intermediarios bajo regulaciones de la Ley de Mercado de Valores, se encontró con una fuerte oposición de las partes interesadas. Estas promovieron exitosamente la postergación del tratamiento parlamentario de la propuesta del BCU.

En varios recientes negocios fallidos en Uruguay, alguna mayoría de accionistas había delegado la gerencia a ciertas minorías. En otras instancias, accionistas minoritarios fueron rehenes de dueños mayoritarios que abusaban de su poder en perjuicio de dichas minorías, forzándolos a tomar

fuertes pérdidas. Un caso de insolvencia importante (que más adelante demostró ser un fraude organizado) ocurrido a fines de los años 90 provocó la introducción de nueva regulación para lograr mayor transparencia. Sin embargo, episodios del estilo más recientes sugieren que el problema no es sólo por falta de transparencia, sino que los problemas de agencia pueden estar jugando un rol importante. Los problemas de agencia relacionados con cuestiones de transparencia y de responsabilidad han sido recientemente el foco de extensa discusión en el mundo, tras los escándalos financieros que afectaron incluso a Estados Unidos y Europa. Considerando que Uruguay tiene un mercado de capital subdesarrollado, uno podría argumentar, en base a los resultados de Klapper y Love (2002), que el papel del gobierno corporativo adquiere aún más relevancia que la usual.

Las particularidades de la separación (o la ausencia de ella) entre la gerencia, la propiedad y el control pueden también ser relevantes. Es típico en Uruguay que los directorios estén muy ligados a los principales accionistas y la presencia de personas independientes es muy inusual. En la práctica son los gerentes, cuyo vínculo con las empresas proviene de contratos de trabajo, quienes concentran la mayoría de las decisiones (tanto de dirección como de control), más que los directorios. Otra fuente de preocupación se origina en la existencia de grupos económicos integrados y de vínculos financieros entre compañías relacionadas.

La legislación existente en materia de estructuras corporativas (Ley 16.060) incluye algunos elementos de protección para los accionistas minoritarios, pero no parecen suficientes dada las prácticas y los problemas que se han encontrado. Dos agencias estatales han intentado llenar el vacío: las regulaciones recientes publicadas por el BCU han especificado deberes, responsabilidades y penas en lo referente a auditores externos, y la Auditoría Interna de la Nación (AIN) ha estado introduciendo nuevas reglas para mejorar estándares de contabilidad y ha obligado a la adopción de mejores prácticas internacionales. Pero la mejora más importante a la Ley 16.060 será la nueva ley sobre los procedimientos de quiebra y concordatos, que será discutida en el Parlamento. Su objetivo es regular los procedimientos que gobiernan las reestructuraciones de deuda corporativa y las quiebras bajo un marco unificado, con similitudes al capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos. Además de la aceleración de estos procedimientos, incluyendo la facilitación de la transferencia de la propiedad antes que un negocio pierda su valor, lo cual puede ayudar a aumentar valores de recuperación, el Proyecto de Ley también clarifica

las responsabilidades y las sanciones a los accionistas mayoritarios y los gerentes responsables de la caída de una empresa.

Uruguay también tiene regulaciones detalladas de las operaciones de las agencias calificadoras de riesgo, una actividad que ha estado bajo escrutinio en años recientes debido a una serie de fallas en la evaluación de la capacidad crediticia de las empresas, como se evidencia en los episodios de incumplimiento durante la crisis del 2002. En nuestra opinión, la experiencia de Uruguay con las agencias calificadoras de riesgo no es muy distinta a la observada en otros países golpeados por crisis financieras sistémicas. Como se muestra luego al resumir los resultados de nuestra encuesta a inversores institucionales, el mercado local aparentemente asumió lo ocurrido, sin perjuicio de cierta pérdida de reputación de las agencias calificadoras de riesgo.

La ausencia de un agente de custodia único y un imperfecto proceso de compensación y cierre es un problema técnico que introduce un alto nivel de riesgo en la operación de los mercados de capital en Uruguay, a pesar de la dificultad de determinar su impacto preciso (Clarke, 2004). El BCU es el agente de custodia de valores incluidos en los portafolios de los fondos de pensión, como es en general cuando se trata de valores escriturales del Estado emitidos en el mercado doméstico. Sin embargo, no hay ninguna regulación referente a la custodia de bonos físicos o de valores emitidos por otras entidades financieras y no financieras. Por otra parte, el proceso de compensación se produce en primera instancia en los mercados correspondientes, y luego de ello los saldos netos se cierran en forma bilateral a través de las cuentas que los agentes mantienen en el BCU. Puesto que no se exigen garantías sobre las líneas de crédito de los diversos operadores del mercado, siempre existe el riesgo de que la transacción no se complete - como de hecho sucedió en el 2002 después de que cuatro instituciones financieras fueran suspendidas. Éste es un problema que puede ser resuelto en un futuro cercano, dado el anuncio de la existencia de un borrador de legislación elaborado por el BCU, que clarifica el proceso de confirmación de la orden de pago y la introducción de colaterales para el respaldo de las transacciones.

b. Evolución del Mercado de Bonos Corporativo

Desde que la Ley de Mercado de Valores fuera aprobada en 1996, sólo un número limitado de compañías se ha volcado a los mercados en

busca de capitales frescos y en la mayoría de los casos han emitido deuda más que acciones. De hecho, la emisión de nuevos bonos corporativos (excepto los de intermediarios financieros) alcanzó su pico en 1996-97, cuando 16 firmas emitieron deuda corporativa en forma de Obligaciones Negociables (ONs) en cada uno de esos dos años, obteniendo casi US\$ 200 millones y US\$ 140 millones, respectivamente.

Desde entonces, cada año ha traído entre una y ocho nuevas emisiones de bonos corporativos y las cantidades totales obtenidas han promediado menos de US\$ 60 millones por año. Casi todos los bonos colocados fueron denominados en dólares y su vencimiento promedio durante 2000-04 fue un poco mayor a cuatro años. La crisis financiera de 2002, que afectó entre otros a dos de los bancos privados más grandes - ambos emisores de Eurobonos, nada menos - reforzó el sentimiento negativo del inversor. Sin embargo, una ley reciente de fideicomisos aprobada en 2003, ha introducido un nuevo tipo de instrumento de deuda que podría atender la mayoría de las preocupaciones de inversores privados. Las firmas ahora tienen la posibilidad de emitir deuda respaldada por sus flujos financieros o activos específicos. Pero, hasta el momento, el desarrollo de un mercado de fideicomisos ha sido limitado.^{5,6}

5 Otros leyes que permitían el establecimiento de fondos mutuos y de fondos de jubilación luego de la privatización parcial de la Seguridad Social apuntaron a promover el mercado de bonos (véase de Brun et al, 2003).

6 La porción significativa de emisiones en unidades indexadas en el año 2005 (52%) debe ser interpretada en un contexto de muy pocas emisiones (una pobre figura de 17 millones de dólares). En realidad, la introducción de nuevos instrumentos financieros en un mercado emergente que carece de experiencia en la administración de estos productos más sofisticados toma tiempo. En el caso de Chile, su ley de securitización fue aprobada en 1994, pero el primer bono con respaldo de activos fue emitido en 1996, y el mercado para esta clase de instrumentos recién alcanzó impulso en 1999.

Tabla 2.3. Nuevas emisiones en el mercado de bonos corporativos uruguayo *

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Número de nuevas emisiones	7	5	16	16	4	8	3	4	3	1	4	4
Número de firmas emisoras	6	5	16	16	4	7	3	4	3	1	2	4
Valor de las nuevas emisiones (dólares m)	30,6	42,0	199,0	139,9	19,5	118,5	12,0	38,0	8,4	100,0	106,4	17,2
De las cuales:												
En dólares (% del total)	100	100	90	92	100	100	100	100	100	100	95	48
Indexadas a inflación (% del total)	0	0	10	8	0	0	0	0	0	0	5	52
En moneda local (% del total)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vencimiento de nuevas emisiones (prom., años)	2,7	1,8	3,9	4,7	7,8	3,1	4,0	4,8	4,8	4,0	4,3	6,0

* Excluidas emisiones de intermediarios financieros.

Fuente: Cálculos del autor basados en información de la Bolsa de Valores de Montevideo.

En resumen, Uruguay carece de un mercado para obligaciones corporativas y, como se detalla más abajo, el financiamiento para las compañías todavía proviene principalmente de ganancias retenidas, préstamos bancarios y créditos de proveedores.⁷ El mercado primario para valores corporativos está dominado por la emisión de certificados de depósito emitidos por instituciones bancarias, los que han alcanzado casi el 80% del total de la emisión primaria en los últimos años. La emisión de un primer fideicomiso por la empresa eléctrica estatal (UTE) representó el 11% del total de emisiones en 2004, mientras que los bonos corporativos alcanzaron un mero 6% de la actividad en el mercado primario. El mercado secundario, por su parte, se ha convertido principalmente en un vehículo para transacciones que involucran instrumentos de deuda pública, los que representaron el 94% del volumen total operado en el 2004. La ausencia de emisiones relacionadas a empresas del Estado durante el 2005 explica la aguda contracción de la actividad de los bonos corporativos en el mercado primario durante ese año.

⁷ En la base de datos de desarrollo del sistema financiero de Demirgüç-Kunt y Levine (1999), hay evidencia de la relativa mejor posición del sistema bancario uruguayo comparado con el bajo desarrollo del mercado de capitales del país.

3 ANÁLISIS DE LA OFERTA: SECTOR CORPORATIVO

En esta sección describimos la estructura financiera de las firmas uruguayas y documentamos los principales problemas a los que se enfrentan para financiar sus actividades productivas. Para ello, utilizamos dos fuentes de datos. Primero, obtuvimos la colaboración del Instituto Nacional de Estadística (INE), que acordó conducir una encuesta especial apuntada a potenciales emisores de valores. La encuesta se realizó durante el periodo agosto-setiembre del 2005. Nos referimos a ésta como la base de datos del INE. En segundo lugar, usando datos de la Auditoría Interna de la Nación (AIN), construimos una base de datos financiera que cubre el periodo 2001 al 2003 que permite – entre otras cosas – arrojar luz sobre potenciales cambios en la estructura financiera de las firmas antes y después de la crisis del 2002. Nos referiremos a ésta como la base de datos de la AIN.

3.1 Base de datos

a. Base de datos financieros de la AIN

Investigaciones previas sobre la estructura financiera de empresas uruguayas se vieron limitadas por la poca disponibilidad de balances contables publicados. Ésta ha sido, en gran medida, una consecuencia del bajo desarrollo de los mercados de acciones y de renta fija del país, que implicó que la mayoría de las firmas no se viesen obligadas a divulgar tal información.

En años recientes, una gran cantidad de datos corporativos han comenzado a estar disponibles a través de la AIN. Un esfuerzo de investigación reciente de Munyo (2005) se centró en una muestra cuidadosamente definida de 500 empresas (excepto las financieras y las localizadas en zona franca) durante 2001, antes de la última crisis económica del país. Para poder comparar la estructura financiera de firmas antes y después de la crisis del 2002, combinamos datos de Munyo (2005) y de Gili (2005) y efectuamos un análisis de consistencia adicional para finalmente obtener información financiera de 98 firmas antes y después de la crisis del 2002.^{8,9}

8 Muchos estados financieros de la AIN estuvieron disponibles para la Universidad ORT gracias a un acuerdo con la Liga de Defensa Comercial (LIDECO).

9 La base de datos final es más grande en términos de firmas y años, pero la restringimos a 98 firmas para el 2001 y 2003 para evitar sesgos de la composición.

Por lo tanto, hemos obtenido un cuadro de la estructura financiera de sociedades abiertas y cerradas bajo un régimen de bandas cambiarias y bajo un régimen de tipo de cambio flotante. La Tabla 3.1 presenta el número de observaciones por sector de actividad (según la 2ª revisión del CIU) y según el grado de acceso a los mercados de capitales.

Tabla 3.1. Número de firmas según la base de datos financiera de la AIN

CIU (Rev 2):	
1. Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca	2
2. Explotación de Minas y Canteras	0
3. Industria Manufacturera	42
4. Electricidad, Gas y Agua	0
5. Construcción	4
6. Comercio, Restaurantes y Hoteles	29
7. Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	4
8. Establecimientos Financieros, de Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios prestados a las Empresas	0
9. Servicios Comunales, Sociales y Personales	8
0. Actividades no Bien Especificadas	9
Acceso al mercado de capital:	
Sociedades cerradas	86
Sociedades abiertas	12
Total	98

Fuente: Cálculos de los autores basados en la AIN.

b. Encuesta del INE

El INE conduce una encuesta anual de actividad económica que abarca la mayoría de los sectores de la economía. Puesto que los mercados de capitales no son una opción relevante para las firmas pequeñas, no procuramos apuntar a la muestra entera del INE. Por lo tanto, nuestra muestra incluye todas las firmas regularmente encuestadas por el INE que tengan más de 50 empleados. El índice de respuesta fue 100% y por lo tanto terminamos con 463 firmas que cubrían adecuadamente los siguientes sectores (según la 3ª revisión del CIU): D- Industria Manufacturera, G- Comercio, H- Hoteles y restaurantes, I- Servicios de Transporte, K- Bienes inmuebles y alquiler de maquinaria, M- Servicios de Educación, y N- Servicios de Salud.

La Tabla 3.2 desagrega las firmas encuestadas por rama de actividad y por departamentos. Dada la estructura económica nacional, la omisión más importante de la muestra es la de firmas relacionadas con actividades del sector agropecuario. El resto de la economía está representado adecuadamente. La Tabla 3.3 presenta la desagregación del número de firmas por departamento y, como se esperaba, especialmente debido a la ausencia de empresas relacionadas con la agropecuaria, la mayoría de las firmas de la encuesta están situadas en Montevideo.

Tabla 3.2. Número de firmas según encuesta del INE

	Casos	% del total
CIIU (Rev. 3):		
D. Industrias Manufactureras	223	48.2
F. Construcción	1	0.2
G. Comercio	15	3.2
H. Hoteles & restaurantes	11	2.4
I. Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	32	6.9
K. Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	42	9.1
M. Enseñanza	54	11.7
N. Servicios sociales y de Salud	57	12.3
No especificadas	28	6.0
Total	463	100.0

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

Tabla 3.3: Número de firmas encuestadas según localización

Departamento	Casos	% del total
Artigas	2	0.4
Canelones	26	5.6
Cerro Largo	1	0.2
Colonia	10	2.2
Durazno	4	0.9
Flores	1	0.2
Florida	4	0.9
Lavalleja	1	0.2
Maldonado	9	1.9
Montevideo	366	79.0
Paysandú	10	2.2
Río Negro	1	0.2
Rivera	4	0.9
Rocha	1	0.2
Salto	7	1.5
San José	9	1.9
Soriano	2	0.4
Tacuarembó	3	0.6
Treinta y Tres	2	0.4
Total	463	100.0

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

La gran mayoría de las firmas encuestadas son propiedad exclusiva de uruguayos. Solamente un 14% de ellas tienen una participación mayoritaria de extranjeros. Los socios del país en el Mercosur (Argentina, Brasil y Paraguay) representan el 28% de estos inversores extranjeros; un 18% son de los Estados Unidos y un 46% son de varios países europeos.

Tabla 3.4. Número de firmas encuestadas por origen de propiedad

	Casos	% del total
Propiedad nacional	389	84.2
1% a 19% propiedad extranjera	2	0.4
20% a 49% propiedad extranjera	6	1.3
Más del 50% propiedad extranjera	65	14.1
Total	462	100.0

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

**Tabla 3.5. Origen del capital firmas extranjeras encuestadas
(más del 50% propiedad extranjera)**

País	Casos	% del total
1.Argentina	15	23.1
2.Brasil	3	4.6
3.Chile	1	1.5
4.USA	12	18.5
5.Europa	30	46.2
6.Otros	4	6.2
Total	65	100.0

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

En Uruguay, las sociedades comerciales se organizan generalmente como sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada o sociedades colectivas. En años recientes, la mayoría de las compañías se han estado organizando como sociedades anónimas cerradas¹⁰. Solamente un

10 A fines de los años 80 fueron instituidos cambios en la regulación de las sociedades comerciales y se estableció un único cuerpo normativo de reglas aplicables a diversas formas de organización. Un objetivo explícito de esta reforma era proveer a los inversores de una gama de estructuras, cada una con sus propias particularidades en cuanto a propiedad y control, para que pudieran acomodar diversas necesidades y facilitar así la inversión en general. Dichos cambios regulatorios aumentaron el número de sociedades anónimas, puesto que a mediados de los años 70 el cociente entre sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada era 1 a 5, mientras que a mediados de los 80 el número fue balanceado –y, finalmente, por mediados de los 90, había unas 4.400 sociedades anónimas contra cerca de 3.000 compañías de responsabilidad limitada (Olivera y Bugallo, 1996).

2% de nuestra muestra (9 firmas) cotizan algún tipo de papel en la bolsa local y solamente un 0.4% del total lo hacen internacionalmente (2 firmas). Este resultado refleja en forma clara el pobre desarrollo de los mercados de capitales en Uruguay.

Tabla 3.6. Estructura de propiedad de firmas encuestadas

	Casos	% del total
1. No cotizan	449	97.6
2. Cotizan bolsa local	9	2.0
3. Cotizan en el exterior/ADR	2	0.4
Total	460	100.0

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

3.2 Trabajos Previos sobre la Estructura financiera de las firmas uruguayas

Los trabajos pioneros de Pascale (1978, 1982, 1994) y posteriormente de Robledo (1994) estaban basados en encuestas conducidas periódicamente por el BCU a docenas de compañías relacionadas con la industria manufacturera. Sin embargo, la muestra y naturaleza de la información recolectada por estas encuestas durante los años 70, 80, y principios de los 90 cambiaron con el tiempo, de modo que sus resultados no proporcionan un cuadro homogéneo. No obstante, los datos disponibles demuestran que las empresas manufactureras en Uruguay tendieron a estar altamente endeudadas, aún comparando con los niveles de endeudamiento comunes en países en desarrollo. Los cocientes de deuda corporativa a activos promediaron alrededor del 60% a principios de los años 70 y cerca del 70% durante los años 80 y principios de los 90.

En términos de la estructura de vencimiento de las obligaciones corporativas, la proporción de deuda a largo plazo tendió a ser baja pero creciente con el tiempo, desde menos del 15% del total antes de 1980 a casi 40% a principios de los años 90. Esta capacidad de obtener fondos de más largo plazo pudo estar relacionado con la creciente dolarización de pasivos: las deudas corporativas en moneda extranjera representaban menos del 20% del pasivo total hasta mediados de los años 70, pero representaron más del 60% del total a principios de los 80, promediando dos tercios durante 1989-91. Como resultado de ésta dolarización de pasivos, la mayoría de las empresas comenzaron a tener grandes descalces de monedas, dado que

sus ventas fueron en gran parte registradas en moneda local y sus activos denominados en moneda extranjera eran pequeños (por ejemplo, 10% del total de activos durante 1982-84). Ésto las expuso a pérdidas financieras cada vez que el tipo de cambio sufrió una depreciación importante - por lo menos una vez por década.

Los bancos han sido por lejos la principal fuente de financiamiento para las empresas manufactureras en Uruguay, representando más de la mitad, y a veces más de dos tercios, del total de pasivos. El acceso a un mercado de bonos local nunca ha sido una opción realista para la mayoría de las firmas, a excepción de los pocos años a mediados de los 90 cuando nuevos instrumentos de deuda (las ya mencionadas Obligaciones Negociables, ONs) llegaron a ser populares a impulsos de una nueva legislación que aumentaba el monto que las firmas podían emitir en relación a su capital. Sin embargo, casi el 70% de los valores transados correspondieron a aquellos emitidos por bancos del sector privado y, como mencionamos, el mercado se secó a fines de los años 90 tras la quiebra de uno de los emisores corporativos: la avícola Moro en 1998 (Bentancor, 1999).

Un estudio longitudinal de Monteserín y Chiappori (2004) se centró en empresas que habían emitido valores y por lo tanto se habían visto obligadas a publicar sus balances generales y declaraciones de ingresos. Esto es obviamente una muestra no representativa del universo de firmas uruguayas. Los autores desarrollaron dos muestras. La primera presentaba 26 compañías que habían emitido acciones y proporcionado los estados durante 17 años seguidos (1985-2001). Exhibieron cocientes bastantes estables de deuda a activos que promediaron un 46%, mucho más bajo que los cocientes de apalancamiento vistos en estudios anteriores. La segunda muestra incluía 38 firmas que habían emitido bonos (ONs), algunas de las cuales habían emitido previamente acciones y eran parte de la primera muestra, para los cuales estaban disponibles los estados financieros de ocho años consecutivos (1994-2001). Esta última muestra exhibió cocientes de apalancamiento cerca del 60%, que tendieron a aumentar con el tiempo (de un nivel inicial de cerca del 50% a casi el 70%) como reflejo de su emisión de bonos corporativos.

En un trabajo mas reciente, Munyo (2005) encontró que el 60% de las necesidades de financiamiento corporativas fueron resueltas con fondos de terceros (por lo tanto el 40% con ganancias retenidas), los cuales no incluyeron la emisión de acciones o valores de deuda. La dependencia del

crédito bancario era en promedio tan grande como del crédito comercial, aunque compañías más grandes con mayores activos tangibles tendieron a buscar proporcionalmente más crédito bancario que financiamiento comercial y tuvieron mayor acceso a financiamiento de largo plazo.

3.2 Estructura de financiamiento en el periodo reciente

La Tabla 3.7 muestra estadísticos de resumen de la estructura financiera de las firmas encuestadas por el INE correspondientes al año 2004. Al igual que los resultados de Munyo (2005), las dos principales fuentes de fondos externos para las firmas encuestadas son préstamos bancarios y crédito de proveedores. El componente principal de la columna de “otras obligaciones” son fondos generados internamente. Los bonos representan una minúscula proporción del total de obligaciones.

Para describir la salud financiera de las firmas en la base del INE, presentamos el cómputo de tres indicadores financieros habituales. El cociente de solvencia se define como el cociente entre el patrimonio y la suma del patrimonio y el pasivo total. Un segundo indicador es el ROA (retorno sobre activos), definido como el cociente entre el ingreso operativo neto antes de pagos de interés y los activos totales. La mediana del ROA es un 50% más bajo que el promedio del ROA, implicando que la distribución de este estadístico está sesgada pesadamente a la izquierda. Dado el riesgo implícito presente en los proyectos de inversión que se realizan en Uruguay, una mediana de ROA de 6.5% parece ser algo bajo. Sin perjuicio de probables problemas de medición en la información contable, en general podríamos tomar esta figura como el tipo de interés máximo que las firmas uruguayas podrían pagar. El indicador de apalancamiento se define como el cociente entre el pasivo total y el patrimonio total.

**Tabla 3.7. Resumen de estadísticas de firmas encuestadas por el INE
(datos para 2004)**

Estructura de deudas (% del total)				
	Bonos	Préstamos bancarios	Crédito de proveedores	Otras obligaciones
Mediana	0.0	16.1	21.8	38.2
Media	0.6	26.2	27.8	45.2
Desv. St.	4.5	28.0	24.2	33.8
Número de casos	453	452	453	451
Ratios financieros				
	Solvencia	ROA	Apalancamiento	
Mediana	0.5	6.5	0.8	
Media	0.4	9.1	2.4	
Desv. St.	0.9	81.7	9.9	
Número de casos	459	457	459	

Note: Solvencia = Patrimonio / (Patrimonio + Pasivo); ROA= Ingreso Neto Operativo / Activo; Apalancamiento = Pasivo / Patrimonio; Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

La Tabla 3.8 presenta el resumen de estadísticas financieras para la base de datos construida usando la información proveniente de la AIN, dividiendo la muestra entre sociedades abiertas y cerradas. Un aspecto que surge claramente del cuadro es que las sociedades abiertas son sustancialmente más grandes que las cerradas. Ésto puede ser visto tanto en la columna de activo como la de patrimonio. En nuestra base de datos no hay ninguna sociedad cerrada del tamaño promedio de las sociedades abiertas. Naturalmente, los candidatos a emitir bonos son las firmas más grandes del país, esto es, las firmas de servicios públicos de propiedad estatal¹¹.

11 Hay un problema de endogeneidad en el acceso a mercados de capital que hay tratar con cuidado cuando se interpreta el efecto del acceso a mercados de capital en otras variables. Por ejemplo, firmas más grandes pueden tener mayor probabilidad de obtener acceso al crédito bancario de largo plazo y también ser propensas a financiarse a través de mercados de capitales. Si éste es el caso, tener crédito a largo plazo puede no ser atribuible al mercado de capitales sino ser tal vez una consecuencia del tamaño de la firma.

Tabla 3.8. Resumen de estadísticas de la base de datos de la AIN

	Ratio Solvencia		Apalancamiento		Retorno del Activo		Tamaño (Activo)		Tamaño (Patrimonio)	
	Pre-crisis (2001)	Post-crisis (2003)	Pre-crisis (2001)	Post-crisis (2003)	Pre-crisis (2001)	Post-crisis (2003)	Pre-crisis (2001)	Post-crisis (2003)	Pre-crisis (2001)	Post-crisis (2003)
Sociedades cerradas										
Mediana	0,41	0,47	1,41	1,12	0,91	0,87	24,96	37,30	73,80	78,21
Media	0,43	0,48	4,93	6,00	1,91	1,45	85,07	106,20	210,60	248,81
Desv St	0,24	0,25	12,81	22,08	4,02	2,19	153,69	183,33	398,76	562,97
Número de firmas	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86
Sociedades abiertas										
Mediana	0,48	0,38	1,12	1,62	0,70	0,63	155,38	122,23	223,35	362,13
Media	0,47	0,45	4,18	3,71	0,69	0,67	219,84	241,83	475,28	558,59
Desv St	0,23	0,29	10,03	5,54	0,38	0,34	258,20	374,84	542,99	663,19
Número de firmas	12	12	12	12	12	11	12	12	12	12

Note: Solvencia= Patrimonio / (Patrimonio + Pasivo); Leverage = Pasivo / Patrimonio; Retorno del Activo = Ventas/ Activo; Tamaño Activo y Patrimonio están en millones de pesos del 2001.

Fuente: Cálculos de los autores basados en la base de datos de la AIN.

a. Descalce de monedas y de plazos

Utilizando datos del 2004 de la encuesta del INE, podemos confirmar que las firmas uruguayas exhiben severos descálces de moneda y de plazo en sus balances financieros. La firma promedio en la encuesta del INE tiene el 52% de sus pasivos financieros denominadas en dólares, con una mediana aún mayor: 76%. La encuesta del INE incluyó una pregunta específica para saber si las firmas toman alguna precaución respecto a sus descálces de monedas y plazo. Sólo un 7% de las firmas reconoció usar derivados para cambiar el perfil de sus pasivos, por lo que los descálces cambiarios están en su mayor parte desprotegidos.

En términos de vencimiento, el 84.4% de los pasivos de la firma promedio eran de corto plazo a la fecha de la muestra. Naturalmente, los créditos de proveedores son a menor plazo que los créditos bancarios, pero observando los créditos financieros se desprende, de todos modos, que en promedio el 77% es de corto plazo. Estos resultados confirman que las firmas uruguayas tienen grandes dificultades en acceder a créditos de largo plazo, incluso a través de emisiones de bonos corporativos denominados en dólares. Desagregando la disponibilidad de financiamiento de largo plazo de firmas nacionales y extranjeras, parece sorprendente que las firmas extranjeras tienen incluso una menor porción de pasivos de largo plazo (11% contra 17% de las firmas nacionales). Las firmas más pequeñas tienden a tener menos acceso a crédito de largo plazo. La correlación de los pasivos de largo plazo con varias medidas de tamaño de firma (por ejemplo activos, patrimonio y empleados) es positiva y significativa.

La base de datos financiera de la AIN permite realizar un análisis detallado del descalce de monedas y de plazo (Tablas 3.9 y 3.10). El porcentaje de activos en moneda extranjera en el 2003 es ligeramente menor que en el 2001 tanto para sociedades abiertas como para cerradas. Por el contrario, la porción de pasivos en dólares se incrementó después de la crisis bancaria y cambiaria¹². La reducción en la dolarización de activos puede en parte ser producido por el programa de desdolarización conducido por el gobierno desde entonces, y el aumento en la porción de pasivos en dólares es probablemente un efecto contable de la devaluación

12 Parte del aumento en la porción de los pasivos en moneda extranjera refleja un efecto de devaluación: aun con el stock de endeudamiento en dólares dado, el valor de los pasivos en dólares aumenta luego de la depreciación de la moneda.

de la moneda. Ambos efectos son probablemente responsables del hecho que mientras en 2001 los activos en dólares eran un 57% de los pasivos en dólares, para el 2003 eran equivalentes a sólo un 48%.¹³ Por otro lado, luego de la crisis del 2002, mientras la porción de pasivos de corto plazo se mantuvo básicamente incambiada, hubo una reducción en la porción de activos de corto plazo.

La Tabla 3.10 muestra la estructura de monedas y vencimiento por sector de actividad económica para la base de AIN. El factor común a todos los sectores es la alta dolarización de pasivos, la menor dolarización de activos, la extremadamente alta porción de pasivos de corto plazo, y la menor porción de activos de corto plazo.

La experiencia de dolarización uruguaya, al igual que el caso de muchos otros países en América Latina y otras regiones, es el legado de muchas décadas de altas e inestables tasas de inflación, que erosionaron la confianza en la moneda local como depósito de valor, medio de cambio e incluso unidad de cuenta. Ante la ausencia de mecanismos generales de indexación a la inflación, los agentes económicos se volvieron reacios a entrar a ningún contrato de mediano plazo salvo que los montos a pagar estuvieran protegidos de una depreciación de la moneda e, indirectamente, de la inflación, mediante cláusulas de indexación o denominación en dólares. Como resultado, las firmas fueron encontrando que cualquier deuda a bancos o proveedores no sujeta a corrección por inflación o depreciación de la moneda necesariamente sería de muy corto plazo. Prácticamente la única manera de obtener fondeo de mayor plazo – que no fuese la emisión de acciones – era a través de contratos en dólares, exponiéndose a descálces de monedas. Por esto entre el 90% y 100% de todos los bonos corporativos emitidos durante 1994-2004 estuvieron denominados en dólares. De hecho, la composición de monedas y plazo de cualquier operación de crédito a disposición de prestatarios o prestamistas es determinada conjuntamente como parte de la misma decisión de portafolio.

13 Una medida alternativa de descálce de monedas es la comparación de la moneda de denominación de los pasivos con la moneda de los ingresos de la firma. En versiones previas de este documento presentamos como una segunda evidencia de descálce de monedas valores minúsculos del ratio entre exportaciones y pasivos en moneda extranjera. Como no tenemos datos de exportaciones a nivel de firma para todo el periodo, preferimos no presentarlos.

Tabla 3.9. Descalce de monedas y de plazo (mediana)

	Descalces de madurez		Descalces de monedas	
	Pre-crisis	Post-crisis	Pre-crisis	Post-crisis
	2001	2003	2001	2003
Total				
Porcentaje activos corto plazo	0.67	0.63	Porcentaje activos en m.e.	0.19
Porcentaje pasivos corto plazo	0.97	0.97	Porcentaje pasivos en m.e.	0.74
Descalce de madurez1	1.35	1.36	Descalce de monedas	0.67
Descalce de madurez2	-0.16	-0.16		
Sociedades cerradas				
Porcentaje activos corto plazo	0.72	0.68	Porcentaje activos en m.e.	0.19
Porcentaje pasivos corto plazo	0.97	0.97	Porcentaje pasivos en m.e.	0.74
Descalce de madurez1	1.42	1.45	Descalce de monedas	0.67
Descalce de madurez2	-0.13	-0.14		
Sociedades abiertas				
Porcentaje activos corto plazo	0.47	0.31	Porcentaje activos en m.e.	0.27
Porcentaje pasivos corto plazo	0.89	0.84	Porcentaje pasivos en m.e.	0.84
Descalce de madurez1	1.02	0.94	Descalce de monedas	0.50
Descalce de madurez2	-0.41	-0.49		

Note: Porcentaje activos corto plazo = Activos corto plazo/ Activo Total; Porcentaje pasivos corto plazo = Pasivos corto plazo/ Pasivo Total;

Descalce de madurez1 = Activos corto plazo / Pasivos corto plazo;

Descalce de madurez2 = Porcentaje activos corto plazo - Porcentaje pasivos corto plazo; Porcentaje activos en m.e. = Activos en m.e. / Activo Total; Porcentaje pasivos en m.e. = Pasivos en m.e. / Pasivo Total; Descalce de monedas= Activos en m.e. / Pasivos en m.e.; f.c.= moneda extranjera.

Fuente: Cálculos de los autores basados en la AIN.

Tabla 3.10. Descalce de monedas y de plazo por categoría del CIU

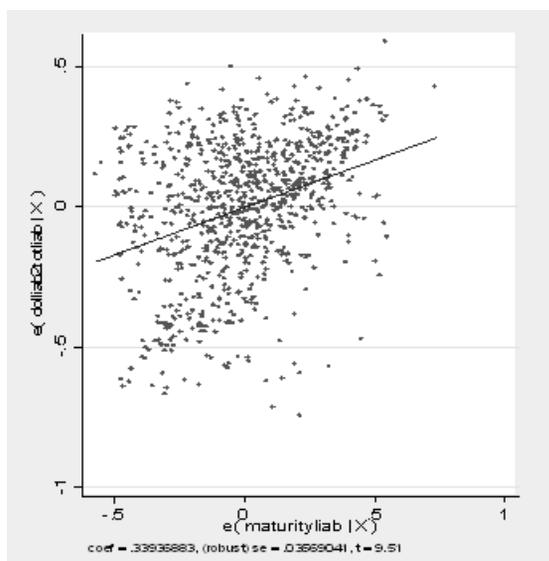
	Mediana	Media	Mediana	Media	
1 – Agricultura, Caz, Silvicultura y Pesca	Porcentaje activos corto plazo	0.25	0.25	Porcentaje activos en m.e.	0.05
	Porcentaje pasivos corto plazo	0.96	0.84	Porcentaje pasivos en m.e.	0.49
	Descalce de madurez	0.91	1.00	Descalce de monedas	0.22
3 – Industria Manufacturera	Porcentaje activos corto plazo	0.57	0.57	Porcentaje activos en m.e.	0.26
	Porcentaje pasivos corto plazo	0.94	0.83	Porcentaje pasivos en m.e.	0.65
	Descalce de madurez	1.45	1.92	Descalce de monedas	0.74
5 – Construcción	Porcentaje activos corto plazo	0.80	0.72	Porcentaje activos en m.e.	0.10
	Porcentaje pasivos corto plazo	0.99	0.81	Porcentaje pasivos en m.e.	0.29
	Descalce de madurez	1.59	2.20	Descalce de monedas	0.28
6 – Comercio, Restaurantes, Hoteles	Porcentaje activos corto plazo	0.80	0.67	Porcentaje activos en m.e.	0.17
	Porcentaje pasivos corto plazo	0.90	0.76	Porcentaje pasivos en m.e.	0.81
	Descalce de madurez	1.43	3.25	Descalce de monedas	0.55
7 – Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	Porcentaje activos corto plazo	0.36	0.45	Porcentaje activos en m.e.	0.35
	Porcentaje pasivos corto plazo	1.00	0.95	Porcentaje pasivos en m.e.	0.52
	Descalce de madurez	0.94	0.95	Descalce de monedas	1.15
9 – Servicios Comunales, Sociales y Personales	Porcentaje activos corto plazo	0.59	0.58	Porcentaje activos en m.e.	0.20
	Porcentaje pasivos corto plazo	1.00	0.82	Porcentaje pasivos en m.e.	0.64
	Descalce de madurez	1.19	1.28	Descalce de monedas	0.95
0 – Actividades no Bien Especificadas	Porcentaje activos corto plazo	0.82	0.61	Porcentaje activos en m.e.	0.07
	Porcentaje pasivos corto plazo	0.99	0.79	Porcentaje pasivos en m.e.	0.54
	Descalce de madurez	1.40	2.58	Descalce de monedas	1.26

Note: Porcentaje activos corto plazo = Activos corto plazo/ Activo Total; Porcentaje pasivos corto plazo = Pasivos corto plazo/ Pasivo Total, Descalce de madurez = Activos corto plazo / Pasivos corto plazo; Porcentaje activos en m.e. = Activos en m.e. / Activo Total; Porcentaje pasivos en m.e. = Pasivos en m.e. / Pasivo Total; Descalce de monedas= Activos en m.e. / Pasivos en m.e.

Fuente: Cálculos de los autores basados en la AIN.

En este trabajo presentamos nueva evidencia sobre la relación sistemática entre las dos dimensiones claves de la estructura financiera de una firma: la estructura de vencimiento del pasivo total, medido como porcentaje de deuda de largo plazo en la deuda total, y el grado de dolarización de su pasivo, medido como porcentaje del pasivo total que está denominado en dólares o indexado a esa moneda. La figura 3.1 presenta dicha relación usando observaciones anuales desde 1994 al 2001, donde cada observación en la muestra corresponde a una cierta combinación plazo/dolarización de la deuda de una firma en un año particular. Para controlar por posibles factores que estén afectando simultáneamente al perfil de vencimientos como el de monedas, usamos el componente de dolarización y vencimiento ortogonal a un conjunto de regresores comunes a esas variables. Los regresores incluyen el tamaño de la firma, el vencimiento de los activos, la posibilidad de comercialización internacional del producto, la importancia de las exportaciones, y el grado de apalancamiento y propiedad extranjera.

Figura 3.1. Combinaciones de plazo/dolarización para firmas uruguayas



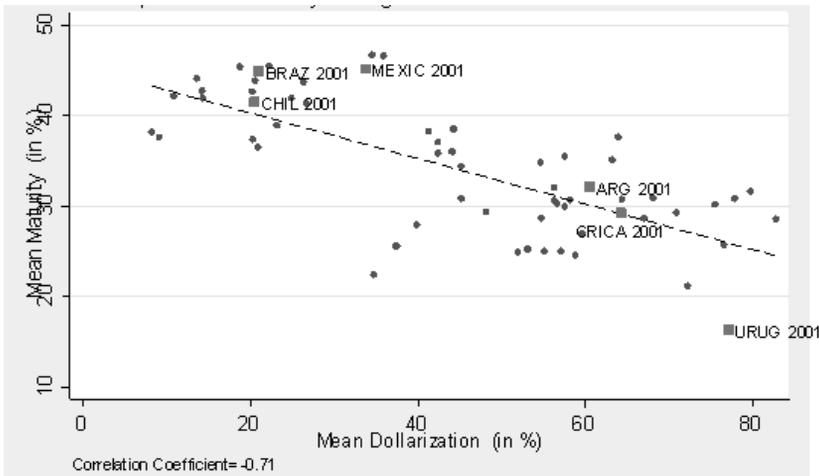
Fuente: Kamil (2004)

El diagrama de dispersión sugiere la presencia de una fuerte correlación a nivel de la firma entre el plazo de la deuda corporativa y su dolarización, en este caso con un coeficiente de correlación de 0.35 con un

estadístico t de 9.5.¹⁴ Según la base de datos de la AIN, el coeficiente simple de correlación es de 0.34 en el 2001 y disminuye a 0.12 en el 2003. Esta evidencia empírica sugiere que la dolarización de deudas observada puede bien ser motivada por un deseo de extender la estructura de vencimiento de las deudas y no necesariamente por una cierta preferencia por monedas.

También hemos considerado la relación entre vencimiento y dolarización de deudas en siete países de América Latina. La Figura 3.2 muestra la relación a través de países entre el vencimiento *promedio* y la dolarización *promedio* de deudas en cada año durante 1994-2002. Cada punto en el gráfico representa una observación país/año, obtenida promediando el ratio de vencimientos y dolarización específico de las firmas de cada país en cada año. La figura ofrece un fuerte soporte a la noción de que países con alto promedio de dolarización financiera presentan menores niveles agregados de vencimiento de deuda, y es sugestiva de la hipótesis de que dolarización y deuda de corto plazo pueden ser, para las firmas, mecanismos endógenos para enfrentar riesgos sistémicos prevaletentes en mercados emergentes (ver De Latorre et al, 2004).

Figura 3.2. Relación entre dolarización y vencimiento de deudas corporativas en siete países de América Latina (1994-2002)



Fuente: Kamil (2004)

14 Un planteo similar para otras economías altamente dolarizadas, como Argentina y Costa Rica, produce resultados similares. Es digno de atención que el grado de correlación entre vencimiento de deuda y dolarización tiende a decrecer monótonamente al considerar países con menores grados de dolarización financiera, como Brasil, Chile y México (Kamil, 2004).

Como se puede ver, Uruguay presenta el ratio más alto de dolarización de deuda promedio y el promedio de plazos más corto entre todos los países de América Latina. De hecho, comparado con los otros países cubiertos en la muestra, Uruguay presenta (a) el nivel más alto de dolarización financiera en el sector corporativo; (b) la correlación interna más alta entre ratios de dolarización y perfiles de vencimiento de deuda a nivel de firma; y (c) el plazo de vencimiento de deuda promedio más corto. Estos tres hechos pueden razonablemente ser la manifestación de un problema subyacente más amplio propio de un mercado financiero incompleto, esto es, que el mercado para fondos de largo plazo denominados en moneda local está ausente.

b. El efecto de una devaluación inesperada

Esta sección contiene un análisis de la vulnerabilidad que las empresas tendrían a fines del 2004 a fluctuaciones en el tipo de cambio, dos años después que Uruguay se moviera hacia un régimen de tipo de cambio flexible y nueva regulación prudencial entrara en vigor. Un objetivo clave del trabajo es cuantificar el potencial *stress* financiero resultante de la presencia de descalces de monedas sin cobertura en los estados financieros de la firma, esto es, deudas en moneda extranjera que no están totalmente respaldadas por activos o flujos de ingresos en moneda extranjera.

Los resultados también pueden arrojar luz acerca de la sensibilidad de la calidad crediticia (y las pérdidas asociadas) de los préstamos bancarios a shocks en el tipo de cambio. De hecho, al prestar en dólares a firmas y consumidores domésticos (la mayoría de los cuales no tienen sus ingresos en esa moneda), muchos bancos pueden bien haber sustituido riesgo cambiario por riesgo crediticio (de incumplimiento), desplazando el descalce de monedas de sus propios estados financieros hacia los de las empresas (y consumidores). Esto es especialmente relevante en el caso de Uruguay, donde los préstamos al sector corporativo explican una significativa porción del total prestado y son mayormente denominados en dólares.

Los resultados de la subsección previa muestran que las firmas uruguayas están expuestas todavía a una potencialmente fuerte presión financiera resultante de descalces de monedas en sus estados financieros. A pesar que estos descalces pueden no ser una preocupación en el contexto externo de bajas tasas de interés y apreciación de la moneda doméstica

prevaleciente a la fecha de elaboración de este trabajo, se pueden convertir en una fuente de inestabilidad financiera una vez que las condiciones externas se vuelvan menos benignas.

Al conducir el análisis de resistencia, el foco principal fue explorar el impacto en la solvencia o liquidez de firmas no financieras de modificaciones repentinas en el tipo de cambio. Para determinar la salud financiera de una firma, usamos dos criterios: a) el ratio de cobertura servicio de deuda (la fracción de deudas financieras que vencen en menos de un año cubierta por flujos de ingreso) y b) el patrimonio neto de la firma (activo total menos pasivo total).

Para el propósito del análisis de sensibilidad, definimos que una firma es proclive al *stress* financiero siempre que una depreciación del tipo de cambio la haga incapaz de enfrentar deudas de corto plazo (efecto liquidez) y/o la empuje a un patrimonio negativo (efecto solvencia). De esta forma determinamos el efecto que distintos shocks de tipo de cambio tienen en los ratios de cobertura de deuda y la proporción de firmas que están en mayor riesgo de quebrar. Para evaluar el riesgo cambiario del sector corporativo, estudiamos la resistencia de cada firma a una devaluación nominal inesperada del 5%, 10%, 20%, 40%, 60%, 80% y 100%.

Estas estimaciones de los efectos contractivos de una devaluación repentina son conservadores (proporcionan un límite inferior) por cuatro razones. Primero, sólo consideramos una depreciación sorpresiva de la moneda doméstica, excluyendo otros efectos simultáneos como aumentos en las tasas de interés que típicamente acompañan dicha depreciación. Segundo, para determinar la vulnerabilidad por el endeudamiento en moneda extranjera, sólo consideramos deudas financieras, asumiendo implícitamente que el crédito de proveedores en dólares puede ser renovado mediante negociaciones en caso de problemas financieros. Tercero, se trata de un ejercicio estático, en el sentido que sólo consideramos el efecto directo o de primera vuelta en cada firma, excluyendo efectos de “derrame” o dinámicos (por ejemplo, una interrupción en la cadena de pagos entre firmas). Finalmente, sólo consideramos firmas que al 2004 tenían una saludable posición financiera inicial, para evitar que los resultados estén contaminados por situaciones cercanas a la cesación de pagos.

Los resultados del ejercicio de simulación muestran hasta qué punto los diferentes escenarios de depreciación del peso presentados tendrían

efectos significativos en el patrimonio y la capacidad de las empresas de cumplir con las deudas bancarias. Para cada posible escenario estático, el número expresado en términos porcentuales representa para cada variable la fracción en el total de la muestra del grupo de firmas en dificultades.

Los resultados presentados en la Tabla 3.11 indican que las firmas uruguayas siguen vulnerables a una repentina depreciación del peso, dados los altos niveles de préstamos de corto plazo en moneda extranjera no respaldadas por activos o flujos de ingresos también en moneda extranjera. Además, el 93% de las firmas no realizan coberturas financieras (derivados). En este sentido, no hay evidencia que el sector corporativo fuera en el 2004 más resistente al riesgo cambiario que antes de la crisis del 2002.

La alta porción de deudas financieras representada por el grupo de firmas con potenciales problemas financieros sugiere una significativa vulnerabilidad del sistema bancario al riesgo de crédito corporativo. Por medidas prudenciales, los estados financieros de los bancos están protegidos del impacto directo de una devaluación (“market risk”), en la medida que la composición de sus activos netos en moneda extranjera refleja adecuadamente la dolarización de sus estados financieros. Sin embargo, los bancos están expuestos al riesgo crediticio inducido por la devaluación por la parte de préstamos otorgados a individuos cuyos ingresos no son en dólares o firmas con significativos descalces de monedas (“credit risk”).¹⁵ Por ello, la alta proporción de préstamos sin cobertura en moneda extranjera transforma a las firmas uruguayas (y por extensión, a sus acreedores bancarios) en altamente vulnerables a abruptas modificaciones en el tipo de cambio.¹⁶

Los efectos sistémicos de una devaluación repentina pueden bien extenderse más allá del sector bancario, a través de otros canales como la interrupción en la cadena de pagos. Mientras estos vínculos al interior del sector real no son típicamente el foco de los análisis de vulnerabilidad, los

15 Esto era especialmente verdadero en el caso de Uruguay hasta el 2002, ya que buena parte de los depósitos en moneda extranjera de residentes tenían como contrapartida préstamos a residentes en moneda extranjera y no activos en el exterior. Así, la posición neta de activos externos del sector bancario era generalmente positiva, pero cercana al balance. Desde el 2003 se observa un nivel creciente de activos externos netos del sistema bancario.

16 Los resultados del análisis de sensibilidad también sugieren la presencia de un potencialmente significativo costo fiscal asociado a una repentina devaluación. Para valores relativamente altos de una depreciación nominal inesperada, la participación de firmas con problemas financieros en las ventas totales alcanza casi el 50%, implicando un significativo impacto en la producción y los ingresos fiscales.

potenciales efectos en cascada entre firmas son en principio relevantes dado el tamaño del crédito de proveedores en el pasivo total de las empresas.

Tabla 3.11. Efectos sistémicos de una devaluación inesperada: Fracción de variables claves representada por empresas en problemas financieros bajo diferentes escenarios

(en %)		PARTICIPACIÓN EN LA ECONOMÍA		
<i>Si el tipo de cambio se devaluara:</i>	Número de empresas con problemas financieros	Crédito de proveedores de corto plazo (efecto en la cadena de pagos)	Empleo (Efecto sobre el desempleo)	Activos totales
5%	6	11%	1%	2%
10%	11	11%	2%	4%
20%	24	32%	12%	11%
40%	45	50%	15%	17%
60%	74	67%	21%	33%
80%	90	71%	26%	38%
100%	109	72%	29%	43%
		PARTICIPACIÓN EN LA ECONOMÍA		
<i>Si el tipo de cambio se devaluara:</i>		Pasivos financieros totales (Efecto en el riesgo crediticio)	Pasivos financieros en dólares (Efecto del sist. bcario.)	Ventas (Efectos sobre crecimiento y recaudación)
5%		4%	4%	2%
10%		9%	11%	3%
20%		17%	20%	7%
40%		28%	33%	12%
60%		45%	54%	36%
80%		51%	61%	41%
100%		60%	71%	47%

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

3.3 Encuesta a potenciales emisores: base de datos del INE¹⁷

a. Rol de conocimiento

Una de las hipótesis a evaluar es si los potenciales emisores carecen de conocimiento sobre los requisitos de emisión de bonos – o inclusive – sobre la posibilidad misma de emitir deuda corporativa. Para ello, inclui-

¹⁷ Un problema común en encuestas donde en varias preguntas se pide evaluar varios factores es que, generalmente, el entrevistado es más cuidadoso con sus respuestas a los primeros factores. Para evitar que el orden de los factores afecte el proceso de evaluación, generamos dos tipos de cuestionarios, A y B. El primer ítem del cuestionario A se encuentra último en el cuestionario B; el segundo ítem en el cuestionario A se encuentra anteúltimo en el cuestionario B; y así sucesivamente. Los cuestionarios A y B fueron asignados al azar a las firmas. El análisis de ésta sección se realizó para ambos tipos de cuestionario y los resultados fueron bastante similares. Por lo tanto, solamente presentamos los resultados agregados.

mos una pregunta específica permitiendo a los encuestados clasificarse a sí mismos en cuanto a su conocimiento suficiente, parcial o nulo sobre el uso de bonos y fideicomisos como fuentes alternativas de financiamiento. A pesar que esta encuesta estaba apuntada a los responsables financieros de las firmas, sólo alrededor de un cuarto de los encuestados reportó tener un buen conocimiento sobre obligaciones negociables y fideicomisos.

La Tabla 3.12 sugiere que la falta de conocimiento es común a todas las ramas de actividad económica y sin perjuicio del origen de la propiedad de la firma. La falta de conocimiento se da tanto respecto a obligaciones negociables como fideicomisos. A modo ilustrativo, construimos índices de conocimiento que toman el valor 1 si las firmas dicen no saber nada, 2 si saben algo, y 3 si saben “lo suficiente” sobre bonos y fideicomisos. La correlación entre ambos índices de conocimiento resultó ser de 0.79¹⁸.

Tabla 3.11. Conocimiento de instrumentos financieros entre firmas encuestadas

	Bonos (ON)		Fideicomisos	
	Casos	% del total	Casos	% del total
1.Suficiente	125	27	105	23
2.Algo	184	40	197	43
3.Nada	154	33	161	35
Total	463	100	463	100

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

18 La forma típica de organización de las empresas en Uruguay – estructura tradicional de negocio familiar – genera poco incentivos al uso o conocimiento de fuentes alternativas de financiamiento. Esta estructura conservadora, por ejemplo, puede impedir que los gerentes consideren alternativas financieras que impliquen poner información sobre la firma en el dominio público.

Tabla 3.12. Conocimiento de instrumentos financieros entre firmas encuestadas por actividad y origen de propiedad (% del total)

	Conocimiento de					
	Bonos (ON)			Fideicomisos		
	Suficiente	Algo	Nada	Suficiente	Algo	Nada
<i>Sectores:</i>						
D. Industria Manufacturera	34	37	29	22	46	32
F. Construcción	0	100	0	0	100	0
G. Comercio	27	33	40	20	40	40
H. Hoteles y restaurantes	45	18	36	36	9	55
I. Transp. y Comun.	22	50	28	19	56	25
K. Act. Inmobiliarias y otros	17	40	43	10	48	43
M. Enseñanza	7	37	56	7	35	57
N. Servicios Sociales y de Salud	21	54	25	40	44	16
Total	26	40	34	22	44	34
<i>Origen de capital:</i>						
Nacional	25	41	34	22	43	35
Extranjero (+20%)	39	32	28	27	38	35

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

b. Emisores de bonos y fideicomisos

De las 463 firmas en nuestra muestra, 10 firmas tenían obligaciones negociables y 21 reportaron haber emitido fideicomisos a fin del 2004. Aproximadamente el mismo número de firmas había emitido en el pasado bonos y fideicomisos.

Tabla 3.13. Emisiones de bonos y fideicomisos por firmas encuestadas

	Actualmente pendientes		Emisiones pasadas (2002-2005)		Planes futuros (2006-2007)	
	Bonos	Fideicomisos	Bonos	Fideicomisos	Bonos	Fideicomisos
Sí	10	21	7	23	7	10
No	453	441	456	438	429	419
Incierto					27	34
Sin datos		1		2		
Total	463	463	463	463	463	463

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

De esas firmas que solían emitir bonos en el pasado y ya no lo hacen, 12 firmas reportaron razones específicas para no hacerlo más. No hay, sin embargo, una única razón que claramente predomine sobre las otras: “altos costos de emisión” fue reportado 3 veces; “altas tasas de interés” fueron mencionadas 2 veces; “baja demanda de inversores” fue reportada 4 veces; “otros requerimientos de emisión” fueron mencionados 2 veces; y “mala reputación de la firma” fue admitida 2 veces.

c. Problemas con financiamiento bancario

Tal como describimos en la sección 3.2, las firmas uruguayas tienen dos fuentes principales de fondeo externo: préstamos bancarios y crédito de proveedores. Naturalmente, la mayoría del financiamiento bancario es proporcionado por instituciones financieras residentes: alrededor de 300 firmas reportaron que obtuvieron crédito de bancos locales, y sólo 20 firmas reportaron haber tomado créditos con bancos en el exterior. Esto también afectó las tasas de respuesta a preguntas relacionadas con problemas con la disponibilidad de financiamiento bancario. Más del 90% de la muestra fue capaz de evaluar si requerimientos de colateral, monitoreo bancario, lento proceso de aprobación, altas tasas de interés en pesos, o acceso a crédito sólo en dólares eran aspectos problemáticos respecto al acceso a crédito bancario de instituciones operando en Uruguay. Por otro lado, sólo el 40% de las firmas fue capaz de evaluar estos factores con respecto a bancos localizados fuera de Uruguay.

La Tabla 3.14 muestra el porcentaje de aquellos encuestados que consideró cada uno de estos puntos un problema. A pesar del ya mencionado descalce de monedas de las firmas uruguayas, la disponibilidad de crédito sólo en dólares no es considerado un problema per se. Según los resultados de esta encuesta, el problema no es la (no) disponibilidad de préstamos denominados en pesos, sino más bien su costo relativamente alto. Otro problema importante es el requerimiento a las firmas de un colateral, y en menor grado se menciona la rapidez de aprobación y desembolso de préstamos.

Hay que notar que el 45% de los encuestados tenían la percepción que los bancos locales no estaban dispuestos a prestar. Esto contradice la visión de los bancos que – según los resultados de la encuesta presentada en la Sección 4 – remarcan su voluntad a prestar a pesar de los altos riesgos que implica financiar firmas locales.

Con respecto a bancos fuera de Uruguay, cada uno de los factores evaluados parecen ser menos un problema. Sin embargo, este resultado debe ser tratado con precaución puesto que esta mejor evaluación de las condiciones prevalecientes cuando se accede a crédito extendido por bancos en el exterior puede ser el resultado de un proceso de auto-selección de las firmas que fueron encuestadas.

Tabla 3.14. Problemas al pedir prestado de bancos (% del total)

	Bancos localizados	
	En Uruguay	Fuera de Uruguay
Requerimiento de garantía	45,4	32,1
Monitoreo por los bancos	15,5	12,0
Percepción de no disponibilidad de crédito	44,8	19,1
Lenta aprobación	40,2	25,1
Altas tasas de interés en pesos	54,8	18,4
Acceso al crédito sólo en dólares	19,5	18,5

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

d. Problemas en el financiamiento con bonos

De forma similar a la comparación de obstáculos encontrados con bancos en Uruguay y bancos fuera de Uruguay, la encuesta encontró que las respuestas a los factores afectando la emisión de bonos fuera de Uruguay eran mucho menores que las respuestas en la emisión de deuda corporativa en Uruguay. Además, la tasa de respuesta para financiamiento con bonos fue menor que la tasa de respuesta para financiamiento bancario, mostrando menor familiaridad con el tema. En total, la mitad de las firmas encuestadas evaluaron los factores que afectan la emisión de bonos en Uruguay y sólo un 26% la emisión de bonos en el exterior.

La Tabla 3.15 muestra el porcentaje de encuestados que percibió a cada factor evaluado como un problema para el financiamiento con bonos. Hay notables similitudes en la mayoría de los factores para bonos emitidos en Uruguay y en el exterior; la única diferencia significativa es con respecto al tamaño del mercado, donde el que es percibido como pequeño es el interno. Además, éste es el factor más mencionado como un problema en términos de emisión de bonos domésticos. Esta percepción de falta de demanda de inversores también contradice los resultados de la encuesta a inversores institucionales de la Sección 4. Allí, los inversores institucionales reportaron su voluntad a invertir en deuda corporativa, pero

expresaron la visión de falta de proyectos que valgan la pena ser suscritos. Esta aparente contradicción puede en parte ser entendida por el hecho de que el segundo problema más reportado por las empresas es la inexistencia de un mercado para bonos especulativos con bajas tasas. Finalmente, los honorarios cobrados por las agencias calificadoras de riesgo también son considerados un problema por alrededor de la mitad de los encuestados.

Tabla 3.15. Problemas al emitir bonos (% del total)

	Bonos emitidos	
	En Uruguay	Fuera de Uruguay
Honorarios de suscripciones	39,7	41,2
Honorarios por calificación de capacidad crediticia	49,6	46,2
Requerimientos de hacer pública la información	47,0	23,8
Mínimo requerido para emitir	38,7	39,8
Mercado pequeño	61,9	32,5
Inexistencia de mercado para empresas de baja calificación	55,3	52,4
Otros requerimientos del regulador	29,6	30,0

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

La mayoría de la firmas no consideran los otros factores como importantes impedimentos para emitir bonos, incluyendo aspectos tales como los honorarios de suscripciones, mínimo requerido para emitir y requerimientos de hacer pública la información. En nuestro cuestionario, agregamos una pregunta más para evaluar la voluntad de las firmas para facilitar información. La pregunta era: “¿Ud. (su empresa) estaría dispuesto a facilitar la información necesaria para obtener una calificación crediticia por parte de una agencia de rating, como paso previo a una eventual emisión?” Un tercio del total de encuestados estaban dispuestos a facilitar la información; 31% dijo que probablemente lo harían; y sólo el 36% de los encuestados dio una respuesta negativa sobre facilitar información (respondiendo “No, probablemente” y “No, seguro”). La Tabla 3.16 muestra que cuanto más conocen las firmas sobre el mercado de bonos, más se inclinan a facilitar información.

Tabla 3.16. Disposición para facilitar la información por conocimiento del mercado de bonos (% del total)

	Suficiente	Algo	Nada	Total
Sí, seguro	51	31	21	33
Probablemente sí	26	35	30	31
Probablemente no	19	26	29	25
No, seguro	5	8	20	11
Total	100	100	100	100

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

e. Obstáculos para obtener financiamiento en Uruguay

Al evaluar los problemas para obtener financiamiento en Uruguay a través del sistema bancario o a través de la emisión de deuda corporativa, de nuevo tuvimos diferentes tasas de respuesta. Más del 90% de los encuestados eran capaces de evaluar el acceso a crédito bancario, mientras sólo el 46% era capaz de emitir opinión sobre financiamiento con instrumentos de renta fija.

En términos comparativos, los bancos fueron mejor vistos con respecto a la rapidez de acceso al financiamiento requerido y en términos de los requerimientos de información. También, el relativamente alto monto mínimo requerido para realizar una emisión de bonos aceptable fue considerado una desventaja. Los bonos fueron vistos más favorablemente en términos de la posibilidad de acceder fondos de más largo plazo y con respecto a requerimientos de garantía. A pesar de esto, los requerimientos de garantía fueron considerados un obstáculo importante en ambas alternativas. La queja más frecuente fue el costo del capital prestado, y el menos – consistente con la subsección anterior – fue la relacionada con los requerimientos de información.

Tabla 3.17: Problemas para obtener financiamiento en Uruguay (% del total)

	Bancos	Bonos
Rapidez de acceso a fondos	38,3	46,3
Plazo de financiamiento	43,8	28,5
Tasa de financiamiento	55,7	51,9
Mínimo requerido para préstamos o emisión	15,5	43,1
Requerimiento de garantía	47,5	39,6
Requerimiento de información	17,1	22,8
Moneda de financiamiento	23,0	23,9

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

f. Criterio para elegir fuentes de financiamiento

En la encuesta, también le solicitamos a las empresas que considerasen cinco alternativas de financiamiento: bancos en Uruguay o en el exterior, emisión de bonos en Uruguay o en el exterior, y crédito de proveedores de cualquier fuente. El resumen de las respuestas se presenta en la Tabla 3.18¹⁹.

El crédito de proveedores es percibido – por amplio margen – como la mejor alternativa en casi todos los aspectos. Los préstamos de largo plazo y el tamaño de los préstamos con respecto a las necesidades financieras de la firma son los únicos dos aspectos en los cuales el crédito de proveedores no domina claramente a las otras alternativas financieras. Con respecto a los préstamos de largo plazo, la opción preferida es crédito de un banco uruguayo. Un elemento interesante es que en nuestra muestra sólo el 34% del crédito bancario es de largo plazo. Muchas firmas tienen relaciones en curso con bancos y están constantemente renovando créditos a corto plazo. Por lo tanto, a pesar que estos créditos son formalmente de corto plazo, pueden ser percibidos como una alternativa de financiamiento de largo plazo asumiendo que pueden ser renovados. Naturalmente, la exposición de las firmas al riesgo de repentinas restricciones de crédito bancario es enorme.

Tabla 3.18. Mejores alternativas de financiamiento según diversos criterios (% del total)

	Uruguay		Fuera de Uruguay		Crédito de proveedores
	Bancos	Bonos	Bancos	Bonos	
Intereses	12	2	3	15	68
Disponibilidad de créditos en moneda local	29	1	0	14	56
Disponibilidad de alternativas de indexación	29	6	1	11	53
Disponibilidad de préstamos a largo plazo	42	20	12	10	15
Costos no relacionados a la tasa de interés	9	2	2	14	72
Tratamiento tributario	19	7	2	14	58
Posibilidad de negociación	9	1	1	21	68
Costos de requerimientos de información	8	1	1	13	77
Tamaño del mercado potencial relativo a las necesidades de financiamiento de la firma	31	6	9	16	38

Fuente: Cálculos de los autores basados en la encuesta del INE.

¹⁹ Aquí también controlamos los efectos de orden por la forma en que fueron presentadas las alternativas financieras. Como los resultados también fueron cualitativamente similares, solo presentamos los resultados agregados.

3.4 Costo de emitir en el mercado uruguayo

Para determinar los costos de emitir deuda en el mercado de bonos corporativo uruguayo, en esta sección aplicamos la metodología de Zervos (2004). Estos costos sólo se aplican al sector privado, dado que el gobierno emite deuda en el mercado doméstico sin costo.

Entre los principales costos detectados están los honorarios del banco que interviene, siendo el más importante los honorarios de suscripción.²⁰ El rango es amplio, dependiendo de la complejidad de la emisión y las características del emisor. Generalmente varían entre 0.5% y 1.5% del monto emitido, aplicando el límite inferior a bonos corporativos “plain-vanilla” emitidos por firmas bien establecidas, y el límite superior a estructuras financieras más sofisticadas, como los fideicomisos.

Los costos de organización de la emisión pueden ser cobrados al emisor por el banco interviniente o cualquier otro asesor financiero. De acuerdo a los datos recabados, generalmente están cerca del 0.75%, mientras que los costos de distribución tienen un rango de 0.75-1.50%. Otro costo importante relacionado a la emisión son los honorarios legales, asociados con la preparación del documento legal, generalmente acompañado por un prospecto y un memorándum de oferta. Estos costos son los más difíciles de estimar, pero de acuerdo a la información proporcionada por los emisores locales tienen un rango de US\$ 5,000-10,000.

En el caso de Uruguay no se aplican cargos por regulaciones. Las dos bolsas, Bolsa de Valores de Montevideo y Bolsa Electrónica de Valores, aplican tasas de registro que varían de 0.04% a 0.10%, dependiendo del tamaño de la emisión. La tasa más alta se aplica a emisiones menores a US\$ 1.5 millones, mientras que la más baja se cobra a emisiones mayores a US\$ 20 millones. Finalmente, la agencia reguladora uruguaya requieren por lo menos una calificación crediticia para todos los emisores. Los honorarios cobrados por las agencias calificadoras de riesgo generalmente varían de US\$ 10,000 a US\$ 15,000.

20 De hecho, no es estrictamente necesario tener a un banco como suscriptor ni cualquier otro tipo de suscriptor. Las firmas que tienen una reputación bien establecida como emisores generalmente no pagan honorarios de suscripciones. En algunos casos, el corredor de bolsa asume el rol de suscriptor, y sus honorarios son similares a los de los bancos.

Hay otros costos que son cobrados durante la duración del contrato. Por ejemplo, un agente fiduciario, cuando se lo requiere, generalmente aplica honorarios anuales de 0.15 - 0.25%. Las dos bolsas cobran, además del costo de registro inicial, una tasa anual de mantenimiento de 0.005-0.020%. Las agencias calificadoras de riesgo también aplican tasas anuales, generalmente alrededor del 10% de la tarifa inicial. En este documento sólo consideramos los costos iniciales²¹.

Los resultados son presentados en la Tabla 3.19. Dada la naturaleza fija de muchos de los costos de emisión, examinamos el impacto de los costos para un amplio rango emisiones como en Zervos (2004). Como era de esperar, los costos de emisión en relación con su tamaño son más significativos cuanto menor es ésta. Para emisiones mayores de US\$ 10 millones, los costos en Uruguay son razonablemente comparativos con aquellos en Chile y Brasil, de acuerdo a Zervos (2004), pero son mucho mayores que en México (ver Tabla 3.20). Los problemas surgen cuando los costos se ajustan por vencimiento. En los últimos tiempos, el plazo de los bonos corporativos emitidos en Uruguay ha sido muy corto, lo que amplifica el impacto de los costos de emisión en la toma de decisiones. Por ejemplo, un 3% de costo de emisión es equivalente a un aumento de 76 puntos básicos en la tasa de interés para un bono a 4 años, mientras sólo aumenta 30 puntos básicos el costo de un bono a 10 años.

Tabla 3.19. Costos de la emisión de un bono doméstico “plain vanilla” (en dólares y %)

	Total emitido (miles de dólares)				
	1500	3000	10000	20000	50000
Honorarios de suscripción (1%)	15000	30000	100000	200000	500000
Honorarios de organización (0.75%)	11250	22500	75000	150000	375000
Costos de distribución	22500	45000	150000	300000	500000
Honorarios legales	5000	5000	8000	8000	10000
Registro Bolsa de valores (*)	3000	6000	15000	20000	40000
Agencia Calificadora de Riesgo	10000	10000	12000	12000	15000
Costos Totales	66750	118500	360000	690000	1440000
% del tamaño de la emisión	4,45%	3,95%	3,60%	3,45%	2,88%

Note: (*) Asumiendo registro en ambas bolsas

Fuente: Cálculos de los autores.

21 No consideramos otros costos, como por ejemplo los de auditoría de estados financieros, pese a que se requiere a las firmas que emiten valores que presenten estados financieros auditados, dado que éstos son de una naturaleza más general.

Tabla 3.20. Costos de emisión de Bono Doméstico en varios países latinoamericanos (% de emisión)

	Total emitido (miles de dólares)		
	10000	20000	50000
Brasil	n/a	4.20%	2.78%
Chile	4.76%	4.20%	2.85%
México	n/a	1.99%	1.58%
Uruguay	3.60%	3.45%	2.88%

Fuente: Zervos (2004) y cálculos de los autores.

4. ANÁLISIS DE LA DEMANDA: INVERSORES INSTITUCIONALES

4.1 Los agentes y sus portafolios

Los principales inversores institucionales en el mercado de capitales uruguayo son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFAP), creadas luego de la reforma del sistema de seguridad social en 1996. Hay cuatro empresas administrando fondos de pensión: la estatal República AFAP y tres administradores que son propiedad de bancos privados que operan en Uruguay: Afinidad AFAP, Integración AFAP y Unión Capital AFAP.

La importancia de los fondos de pensión no viene sólo por el tamaño de los fondos administrados –equivalente a más de US\$ 2000 millones a fines de octubre del 2005 – sino también por su personal altamente calificado, operando en un entorno muy competitivo. Por ambas razones, las decisiones de inversión de los fondos de pensión son una clara señal de la calidad de los valores bajo consideración.

Las inversiones de los fondos de pensión están altamente reguladas en términos de tipos de valores, denominación de las monedas y jurisdicción. La ley establece la mayoría de los límites, pero hay algunos otros introducidos por la agencia reguladora correspondiente, el BCU. Algunas restricciones relevantes a la asignación de recursos en los portafolios de los fondos de pensión son:

- **Exposición a jurisdicciones:** Los fondos de pensión no están permitidos a realizar inversiones fuera del Uruguay.
- **Exposición a monedas:** La inversión en moneda extranjera no puede exceder el 60% del valor del portafolio.

- **Exposición al gobierno:** La inversión en valores emitidos por el Gobierno no puede exceder el 60% de los activos del fondo de pensión²²; y los valores emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) y el BCU no pueden exceder el 30% de los activos del fondo de pensión.
- **Exposición a bancos:** Los depósitos a plazo en instituciones financieras deben estar representados por certificados de depósitos y no pueden exceder el 30% de los activos.
- **Exposición a empresas no financieras públicas o privadas:** La tenencia de valores emitidos por empresas del sector privado está restringida a un límite de 25%; además, el BCU no permite que la tenencia de valores emitidos por cualquier empresa individual sea mayor al 3% del total de activos, o mayor al 50% del monto total de la emisión. Esto se aplica tanto a bonos corporativos como acciones.
- **Exposición a valores garantizados representativos de inversiones:** El total de estos instrumentos no puede ser mayor al 20% de los activos del fondo de pensión, y también están afectados por el techo de 3% a cualquier emisor. Esto se aplica tanto a los Certificados Representativos de Inversión (CRIs) como a los Fideicomisos Financieros.
- **Exposición a beneficiarios del sistema de pensión:** Esta exposición está limitada al 15% de los activos de pensión.
- **Exposición agregada a valores del sector privado no financiero:** Las últimas tres exposiciones mencionadas no pueden exceder, en total, el 40% del total de activos de pensión.

En la actualidad, la tenencia de deuda soberana de los fondos de pensión está cerca del máximo establecido por ley. A fines de junio del 2006, el 58% del valor del portafolio de los fondos de pensión fue asignado a valores emitidos por el gobierno central uruguayo (Tabla 4.1). Como se puede ver, hay muy poca variación entre los cuatro fondos de pensión en términos de su exposición a deuda soberana: el máximo es un 59.1% de los activos y el mínimo es un 56.5%.

22 En años anteriores el techo era más alto.

**Tabla 4.1. Portafolios de los fondos de pensión uruguayos
(al 30 de junio de 2006)**

	Afinidad	Integración	República	Unión Capital	Total
Valor del portafolio (dólares millones)	414.5	195.6	1299.0	400.3	2309.4
Composición del Activo (% del portafolio total)	100%	100%	100%	100%	100%
Gobierno Central	58.5	56.5	58.3	59.1	58.36
BCU y BHU	29.8	28.0	25.3	29.2	27.0
Depósitos bancarios y CDs	6.2	9.3	8.4	8.4	8.1
Bonos corporativos y acciones	0.8	2.2	2.0	0.8	1.6
CRIs, fideicomisos financieros	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Préstamos a afiliados	1.0	1.0	1.4	1.0	1.2
Efectivo	2.4	1.9	3.3	0.3	2.5

Fuente: Banco Central del Uruguay

Los fondos de pensión también están fuertemente posicionados en valores emitidos por el Banco Central, con especial concentración en los recientemente emitidos valores indexados a la inflación, que representan un 23.8% del portafolio total. La suma de tenencias de valores emitidos por el BCU y el BHU (27% del total de activos de los cuales casi todos son del BCU) está ligeramente por debajo del máximo de 30% establecido por ley.

Las exposiciones de los fondos de pensión a instrumentos del sector privado no financiero están por debajo de los límites. Los bonos corporativos, acciones, CRIs y fideicomisos financieros representaban un mero 2.9% del total de activos al final de junio del 2006. Es interesante que notar que a esa fecha las disponibilidades de los cuatro fondos de pensión (2.5% de los activos) eran casi tan grandes como las tenencias de valores emitidos por empresas no financieras privadas. En general, los fondos de pensión han ido reduciendo sus disponibilidades desde la crisis del 2002, cuando alcanzaron un pico de 18.8% en julio de ese año. Durante los doce meses finalizados en junio del 2006, las tenencias en efectivo fueron recortadas de 10% a 2.5% del total de los portafolios y el principal uso de esos fondos fue la compra de CDs emitido por bancos, los que aumentaron su participación en los portafolios de 4.5% en junio del 2005 a 8.1% en junio del 2006.

Los fondos de pensión han contribuido en forma importante al desarrollo de un mercado de instrumentos en pesos, al menos a través de su participación en el mercado primario de deuda. Antes de la crisis

financiera de 2002, las tenencias de instrumentos en pesos representaba alrededor de un cuarto del total del portafolio de los fondos de pensión. La crisis indujo una corrida de la moneda doméstica, y los instrumentos en pesos decrecieron a menos del 5% del valor de los activos de pensión para mediados de 2002. La estabilización económica y financiera del país ha apoyado desde entonces un rebrote en la demanda para instrumentos en pesos, y para fines de junio del 2006 su porción en fondos de pensión saltó a un 56.3% del total, mayormente en la forma de valores indexados con la inflación (47.3% del portafolio, ver Tabla 4.2)²³.

4.2 Encuesta a inversores institucionales e intermediarios

Con la cooperación de BEVSA, llevamos a cabo una encuesta a gerentes de fondos de pensión y principales intermediarios financieros. Los cuatro fondos de pensión existentes y 12 de 14 bancos contactados contestaron nuestra encuesta.

a. Fondos de pensión

Como sugiere la composición de los fondos de pensión, las limitaciones legales impuestas en su capacidad de invertir en emisores no financieros del sector privado no son restrictivas. No sólo la asignación de recursos a estos instrumentos está debajo de los límites máximos permitidos por ley, sino que la historia reciente muestra que las nuevas aportaciones al sistema y la reducción de tenencias de efectivo han sido colocadas en otras inversiones, básicamente, CDs emitidos por instituciones bancarias.

23 La creciente participación de instrumentos en moneda doméstica en portafolios de fondos de pensión fue inicialmente inducida por restricciones en el monto máximo de activos denominados en moneda extranjera impuestas por el BCU en setiembre del 2002, lo que causó una gradual reducción de la posición en moneda extranjera al límite del 60% del fondo previsional. En junio del 2006, esta restricción ya no era efectiva.

Tabla 4.2. Composición de monedas de los portafolios de los fondos de pensión uruguayos (al 30 de junio de 2006)

	% del total
Moneda Local	56.3
Pesos	9.0
<i>Gobierno Central</i>	3.4
<i>BCU y BHU</i>	2.4
<i>Préstamos bancarios y CDs</i>	0.8
<i>Bonos corporativos y acciones</i>	0.2
<i>Préstamos a afiliados</i>	1.1
<i>Efectivo</i>	1.1
Indexado	47.3
<i>Gobierno Central</i>	21.7
<i>BCU y BHU</i>	23.8
<i>Préstamos bancarios y CDs</i>	1.3
<i>Bonos corporativos y acciones</i>	0.0
<i>CRIs, fideicomisos financieros</i>	0.5
<i>Préstamos a afiliados</i>	0.1
Moneda extranjera	43.7
<i>Gobierno Central</i>	33.3
<i>BCU y BHU</i>	0.8
<i>Préstamos bancarios y CDs</i>	6.0
<i>Bonos corporativos y acciones</i>	0.8
<i>CRIs, fideicomisos financieros</i>	1.4
<i>Efectivo</i>	1.4

Fuente: Banco Central del Uruguay

De acuerdo a la encuesta realizada a los fondos de pensión, los gerentes sienten que las regulaciones impuestas por ley y la agencia reguladora (el BCU) son especialmente restrictivas respecto a su capacidad de invertir en el exterior. De hecho, cuando se les pregunta a los gerentes de los fondos de pensión sobre cambios en la asignación de sus activos que se produciría en caso de no enfrentar restricciones regulatorias, ellos consistentemente apuntan a un deseado aumento en la porción de activos externos en sus portafolios. En un caso, el encuestado hizo notar que la restricción afecta sus posibilidades de invertir en CDs emitidos por bancos, no por el techo en el portafolio total del fondo de pensión, sino por las limitaciones relacionadas con el patrimonio neto del emisor.

La encuesta revela una percepción de alto riesgo en inversiones en bonos corporativos. Entre los factores que afectan la decisión de invertir en dichos instrumentos, la respuesta al criterio “alto riesgo de insolvencia” fue “Sí” en todas las respuestas obtenidas. En tres de los cuatro casos, el criterio “limitado recurso legal en caso de incumplimiento” fue considerado un factor relevante. Esta percepción puede estar basada en la historia reciente de incumplimientos que involucraron emisores de bonos corporativos.

La disponibilidad de información no parece ser un factor limitante en la demanda de bonos corporativos. Sólo uno de los cuatro encuestados respondió “Sí” al criterio “falta de información oportuna sobre el emisor,” sugiriendo que los riesgos de incumplimiento son vistos como relacionados en mayor medida a repentinos cambios en el entorno macroeconómico que a la falta de información apropiada del emisor. De la misma forma, sólo un entrevistado consideró al sistema de calificación de riesgos de “baja calidad” o muy costoso – siendo éste el mismo entrevistado que hizo mención a la inadecuada información sobre emisores. En resumen, de acuerdo a la mayoría de los gerentes de los fondos de pensión, los problemas con la demanda potencial de bonos corporativos no surgen de un sistema inadecuado de información para determinar el riesgo, sino de una percepción de altos riesgos macroeconómicos provenientes de la alta vulnerabilidad de las compañías uruguayas a shocks económicos y las dificultades para hacer cumplir los derechos del acreedor en caso de incumplimiento de obligaciones.

Todos los gerentes financieros de los fondos de pensión encuestados consideraron la “baja capitalización del mercado” como un factor limitante, pero la ausencia de un mercado secundario profundo, no parece ser relevante para la decisión de invertir en bonos corporativos. En tres de los cuatro casos, la respuesta a “poca liquidez/funcionamiento del mercado secundario” fue “No”, revelando que, en general, los fondos de pensión se comportan como inversores que compran con la intención de mantener hasta el vencimiento los papeles.

Cuando se preguntó sobre la eventual asignación de fondos adicionales en sus portafolios, las respuestas apuntaron a la necesidad de una mayor diversificación. En general, excepto en un caso, los administradores de fondos previsionales preferirían reducir la porción de títulos del Estado en sus portafolios y aumentar la participación de valores del sector privado doméstico y activos extranjeros. Cuando se les preguntó acerca de la

aparente contradicción de estar dispuestos a aumentar las inversiones en “bonos corporativos domésticos” en un contexto donde ya pueden hacerlo, los gerentes dijeron que cualquier disponibilidad marginal de fondos sería probablemente dirigida a CDs emitidos por bancos. En un caso, se señaló que los fondos adicionales serían asignados a disponibilidades transitorias, dada la percepción de falta de oportunidades de inversión.

La evidencia de la percepción de un efecto “desplazamiento” o una externalidad positiva entre gobierno y bonos corporativos no es contundente en ninguna dirección. La reacción a la afirmación “Un gran stock de bonos del sector público es importante para el desarrollo del mercado de bonos corporativos” se inclina a “desacuerdo” (excepto en un caso), sugiriendo que, desde el punto de vista de los fondos de pensión, el subdesarrollo del mercado de capital no es una restricción a la asignación de recursos a proyectos del sector privado. Al mismo tiempo, la afirmación “Los bonos del Gobierno y los corporativos son sustitutos en su portafolio” también tuvo una reacción inclinada a desacuerdo (excepto en el mismo caso que antes).

La aparente contradicción entre la eventual utilidad de la deuda del gobierno como referencia para el desarrollo del mercado de capitales, puede ser explicada por la forma especial en que los fondos de pensión actúan como inversores institucionales. Como señalamos antes, los fondos de pensión en Uruguay parecen inclinarse a mantener los títulos hasta su vencimiento y, por lo tanto, están mayormente preocupados por una adecuada asunción de riesgos a través de un diseño apropiado del instrumento financiero y con acceso al mercado primario, más que con la existencia de liquidez en el mercado secundario o el eventual impacto de la deuda pública en los retornos de los valores del sector privado. Esta explicación es consistente con la buena recepción que tuvieron entre los fondos de pensión algunos créditos estructurados (respaldados con activos) emitidos recientemente. De hecho, en algunos casos, estos instrumentos fueron colocados sólo entre fondos de pensión. El factor común que tuvieron esas exitosas colocaciones fue un apropiado diseño contractual, que apuntó a facilitar la recuperación de la inversión en caso de incumplimiento.

b. Otros inversores institucionales

Además de los fondos de pensión, hay otros inversores institucionales involucrados en la administración de sistemas de pensión, como ser

la Caja de Profesionales, la Caja Notarial, la Caja Bancaria y el Banco de Seguros del Estado. Dado que esos sistemas de pensión también tienen alguna participación en el mercado de capital uruguayo, extendimos la encuesta para cubrir estos fondos de pensión secundarios²⁴.

Como en el caso de los fondos de pensión ya considerados, los títulos del Estado representan la mayor porción de los portafolios administrados por estos inversores institucionales. Comparten con los gerentes de los fondos de pensión sus preocupaciones acerca del “alto riesgo de insolvencia” de los emisores de bonos corporativos, pero están más preocupados con problemas de información apropiada acerca del emisor – incluyendo el rol de las agencias calificadoras de riesgo y la confiabilidad de sus juicios – y con la existencia de liquidez en el mercado secundario. Debe tomarse en cuenta que, en contraste con los relativamente nuevos fondos de pensión surgidos tras la reforma del sistema de seguridad social de 1995, estos otros sistemas previsionales están totalmente maduros y la composición de sus portafolios busca retornos pero también alta liquidez.

Consistente con esta visión, todos los inversores encuestados le dieron importancia, como factores limitantes afectando su decisión de invertir en bonos corporativos, a problemas como “baja capitalización del mercado” y “poca liquidez/funcionamiento del mercado secundario”. Como en el caso de los gerentes de los fondos de pensión, no hay un consenso claro acerca del rol de la deuda del gobierno en el desarrollo del mercado de capital. La afirmación “Un gran stock de bonos del sector público es importante para el desarrollo del mercado de bonos corporativos” recibe una variedad de reacciones, mientras que la afirmación “Los bonos del Gobierno y los corporativos son sustitutos en su portafolio” recibe respuestas inclinadas a “desacuerdo.” Puesto que los títulos del Estado son tan prominentes en los portafolios de los fondos de pensión, estas respuestas pueden ser interpretadas como expresando un interés en valores del sector privado como un medio para aumentar los retornos promedios de los portafolios.

c. Intermediarios financieros

Dado que en el mercado uruguayo no se dispone de una gran variedad de inversores institucionales y teniendo en cuenta la importante presen-

24 No se recibió respuesta de la Caja Notarial.

cia de inversores minoristas, consideramos útil extender la encuesta para incluir algunos importantes agentes que forman parte del mercado, como bancos y corredores de bolsa, cuyas opiniones también son influyentes en la decisión de inversión de sus clientes.²⁵

No hay diferencias significativas en los puntos de vista de los intermediarios financieros con los ya referidos de inversores institucionales. Entre los bancos que brindaron información de la composición de sus portafolios (nueve de doce reportaron su propia posición y la de terceros), sólo dos (de nueve) reportaron una porción significativa (alrededor de 10%) de bonos corporativos. En el resto, la porción era casi cero. Hay mucha más dispersión en el caso de corredores de bolsa, entre los cuales la porción de deuda corporativa en los portafolios de sus clientes varía de un 0% a casi un tercio. De hecho, hay muchas coincidencias en términos de consideraciones riesgo-retorno sobre las limitaciones de invertir en bonos corporativos. La percepción es que los retornos son generalmente muy bajos dados los riesgos de incumplimiento implícitos, o que los riesgos de incumplimiento son inaceptablemente altos dados los retornos disponibles.

En el caso de los corredores de bolsa, las preocupaciones están sesgadas hacia riesgos de insolvencia, mientras parece no haber fuertes requerimientos para retornos altos – para el 70% de los encuestados, los “retornos bajos” no aparecen como relevantes para consideraciones de inversión o considerando las características del mercado local. Este resultado puede ser visto como la revelación de la ausencia de una base firme para un mercado de “bonos basura” o de alto riesgo entre inversores uruguayos, dado que la inversión en bonos corporativos es mayormente liderada por objetivos de diversificación más que por la búsqueda de altos rendimientos. Como en el caso de la categoría de “otros inversores institucionales”, hay más preocupación sobre la liquidez en el mercado secundario que en el caso de los fondos de pensión, a pesar que la opinión de los corredores de bolsa también es más variada. Esto es complementado por una visión más generalizada de que la “baja capitalización de mercado” es un factor que desalienta la inversión en deuda corporativa.

25 Encuestamos 14 bancos autorizados por el Banco Central y 35 corredores de bolsa registrados en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM). Recibimos respuesta de 12 bancos y 16 corredores de bolsa. Entre los corredores de bolsa, hubo fuerte resistencia a la encuesta por razones de “confidencialidad”.

En contraste con otros intermediarios financieros, hay mucha dispersión en las reacciones a la eventual falta de buena calidad en los servicios prestados por las agencias calificadoras de riesgo. De todos modos, la mayoría de los bancos y corredores de bolsa encuestados comparten que la “falta de información oportuna del emisor” es un factor relevante que milita contra las inversiones en bonos corporativos del sector privado.

Al ser consultados acerca de la asignación de eventuales nuevos fondos, el desinterés revelado por los bancos en deuda corporativa mostró ser particularmente fuerte. Sólo uno de doce bancos mostró un interés consistente en aumentar la porción de deuda corporativa bajo este escenario. Por el contrario, la mayoría de los corredores de bolsa revelaron una intención a mantener la actual porción de deuda corporativa en sus portafolios, e incluso algunos de ellos estaban propensos a aumentar su porción en bonos corporativos. Al explicar la diferente visión de los corredores de bolsa y bancos, debe ser tenido en cuenta que los primeros tienen incentivos pecuniarios en defender el desarrollo de instrumentos financieros distintos a la deuda del gobierno.

Vale la pena mencionar que el interés en “deuda corporativa indexada a inflación si se volviera ampliamente disponible” tuvo una respuesta variada tanto entre los bancos como los corredores, posiblemente reflejando el hecho de que para muchos los factores que desalentaban la inversión en bonos corporativos eran la “poca liquidez del mercado secundario” y la “baja capitalización del mercado”.

5. CONCLUSIONES

El mercado de capitales uruguayo y, en particular, el de renta fija, ha funcionado bien en términos de facilitar transacciones de deuda pública en el mercado secundario, pero continúa siendo extremadamente subdesarrollado para valores del sector privado. Después de un corto período de relativo auge a mediados de los 90, el mercado para la deuda corporativa decayó y ha permanecido subdesarrollado desde entonces.

De acuerdo a nuestro análisis, la fragilidad financiera de las firmas uruguayas (visible en la crisis del 2002 y aun existentes en el 2004 como lo documentamos en esta trabajo), y los problemas de prácticas de gobierno corporativo, son las principales razones de dicho subdesarrollo. Por un

lado, Uruguay es el país más dolarizado en América Latina y también aquel donde la deuda corporativa ha tenido el plazo promedio más corto. Esta situación ha generado descalces de moneda y de plazo que han trasladado en la fragilidad financiera de las firmas locales. Por otro lado, los usuales problemas de agencias asociados con deuda de largo plazo promovieron un comportamiento oportunista en algunos casos por parte de los propietarios de firmas y gerentes que al final resultaron en episodios de quebrantamiento de obligaciones. Estos episodios generaron importantes externalidades negativas que afectaron y aún persisten en el mercado de capital doméstico.

Las raíces de la fragilidad del sector corporativo pueden ser encontradas en un entorno macroeconómico inestable y la amplitud del descalce de monedas. La inestabilidad macroeconómica de las últimas décadas es responsable de la alta dolarización de la economía uruguaya y la ausencia de instrumentos financieros denominados en moneda local. El gobierno se ha embarcado en los últimos años en un programa de desdolarización, donde los fondos de pensión han jugado un rol importante en el desarrollo de un mercado para instrumentos denominados en pesos (la mayoría ajustados a la inflación). Pero los hogares y firmas están de alguna manera más renuentes a cambiar prácticas de largo plazo en la administración de sus portafolios personales, por lo que no es claro que los descalces de moneda se vean rápidamente reducidos.

Desde el punto de vista de los inversores, la percepción de alta fragilidad corporativa los hace proclives a preferir invertir en deuda pública, otros instrumentos financieros locales o del exterior, o incluso a invertir directamente (sin pasar por instrumentos de mercado) en los sectores donde por su conocimiento específico pueden evaluar mejor los riesgos de la industria y sus problemas con prácticas de gobierno corporativo.

La existencia de intermediarios financieros con capacidad de monitorear de cerca el desempeño de las empresas que integran sus portafolios de inversión podría aliviar el alto riesgo asociado a las firmas locales. En el pasado, varios fondos de inversión eran activos en el mercado, pero desafortunadamente también desaparecieron debido a la combinación de la crisis económica y problemas del gobierno corporativo que afectaron su reputación. Hoy en día, los principales inversores institucionales son los fondos de pensión. Hay otros inversores institucionales de menor importancia, como las compañías de seguros (la principal es propiedad del gobierno)

y otras asociadas a la administración de sistemas de retiros específicos de algunos sectores. Dado que es improbable la aparición de nuevos inversores institucionales (como podrían ser nuevos fondos de inversión), pueden lograrse desarrollos en el mercado basados en la buena reputación de los fondos de pensión, para lo que sería aconsejable permitirles manejar más de un fondo (por ejemplo beneficios de retiro complementarios) y capturar más recursos que pueden, al menos en parte, ser volcados al sector corporativo. Actualmente, esta posibilidad no es admitida por la ley.

El abrumador tamaño del endeudamiento del gobierno no parece estar generando grandes efectos desplazamiento. Nuestra encuesta mostró que las firmas eran bastante neutrales con respecto al efecto de la deuda del gobierno. Dada la temprana liberalización financiera de la economía uruguaya, los movimientos de capital son tales que ante la ausencia de deuda pública uruguaya, aquellos inversores que tienen actualmente esos activos públicos podrían haber obtenido similares en los mercados internacionales (y por ende el tamaño de la deuda pública no estaría generando efecto desplazamiento sobre el financiamiento del sector privado). La deuda del Gobierno puede establecer una referencia para fijar el precio de la deuda del sector privado, pero de acuerdo a nuestra encuesta, las firmas no aprecian realmente esta externalidad y en todo caso es algo de magnitud de segundo orden dados los otros problemas más severos encontrados. Mientras tanto, la emisión y transacción de deuda del gobierno ciertamente permite sobrevivir a las dos bolsas uruguayas.

En resumen, a pesar de que pueden haber algunas deficiencias regulatorias, los principales determinantes del acceso limitado a fondos de largo plazo no son de naturaleza regulatoria. Los mayores defectos percibidos por los inversores institucionales no son información inadecuada para determinar los riesgos implícitos, sino más bien la vulnerabilidad de las firmas uruguayas a shocks macroeconómicos y las dificultades para hacer cumplir los derechos del acreedor en caso de incumplimientos. Además, los emisores potenciales declaran su disposición a facilitar la información necesaria para obtener una calificación crediticia como paso previo a una eventual emisión de deuda. Más allá de esta disposición declarada, sorprendentemente hay muy poco conocimiento entre los gerentes corporativos acerca de alternativas financieras a préstamos de bancos y proveedores.

Una profundización del mercado de renta fija podría ayudar a extender el plazo de madurez de la deuda corporativa, ayudando a reducir

los descaldes de plazo y de este modo fomentando inversión en activos fijos y crecimiento económico. Además, una menor dependencia de crédito bancario de corto plazo también reduciría la exposición de firmas a los ciclos de la tasa de interés y disponibilidad de crédito. Por otro lado, la aparición de fideicomisos podría permitir a los inversores superar el problema de fragilidad financiera y especialmente el problema de prácticas de gobierno corporativo, pero de nuevo el tamaño de las firmas hace difícil encontrar activos o ingresos futuros lo suficientemente grandes para que la emisión valga la pena. Las firmas estatales existentes podrían financiar sus inversiones a través del mercado de capitales. El problema es que están restringidos por que su deuda esta incluida y administrada como deuda del sector público, y sus planes de inversión son parte del gasto discrecional del gobierno. Sin embargo, otros proyectos relacionados al sector público como emisiones del sector para financiar proyectos de infraestructura pública podrían ser claves para darle un renovado impulso al mercado de bonos en Uruguay.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bentancor, A., 1999.** “*Estructura financiera de las empresas en Uruguay*”, XIV Jornadas Anuales de Economía. Banco Central del Uruguay. Montevideo.
- Clarke, Alvaro, 2004.** “*Uruguay: Sources of Growth: An Analysis of the Capital Market in Uruguay*”, Background paper included in a study on *Sources of Growth in Uruguay*. World Bank.
- De Brun, J., N. Gandelman and E. Barbieri, 2003.** “*Investment and Financial Restrictions at the Firm Level in Uruguay*”, In Arturo Galindo and Fabio Schiantarelli, editors, *Credit Constraints and Investment in Latin America*. Washington, DC: IADB, pp. 259-291.
- De Brun, J. and G. Licandro, 2005.** “*To Hell and Back: Crisis Management in a Dollarized Economy, the Case of Uruguay*”, Paper presented at the Conference on the Policy Implications of De Facto Dollarization, held at Banco de la Reserva del Perú, Lima.
- Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine, 1999.** “*Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross-Country Comparisons*”, manuscript, The World Bank.
- De la Torre, A and S. Schmukler, 2004.** “*Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies*”, *International Finance*, Vol. 7 (3), pp. 349-390.
- Gilli, B., 2005.** “*Estructura de capital de las empresas uruguayas en el marco de la teoría de jerarquía de preferencias*”, Universidad de Valencia.
- Kamil, H., 2004.** “*A New Database on the Currency Composition and Maturity Structure of Firms’ Balance Sheets in Latin America: 1990-2002*”, Mimeo IADB
- Kamil, H., 2005.** “*Exchange Rate Regimes and Corporate Financial Vulnerability in Dollarized Economies*”, Doctoral dissertation, University of Michigan, Ann Arbor.
- Klapper, L. and I. Love, 2002.** “*Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*”, Manuscript, Development Research Group, World Bank.
- Licandro, G. and J. A. Licandro, 2003.** “*Building the De-dollarization agenda: The Case of Uruguay*”, *Money Affairs*, CEMLA, Vol. XVI (#1), July-December.

- Monteserín, G. and D. Chiappori, 2004.** “*Dinámica de las decisiones de financiamiento: estudio aplicado a empresas instaladas en Uruguay*”, XIX Jornadas Anuales de Economía. Banco Central del Uruguay. Montevideo.
- Munyo, I., 2005.** “*The Determinants of Capital Structure: Evidence from an Economy Without [a] Stock Market*”, Draft, September 2005.
- Olivera, R. and B. Bugallo, 1996.** “*Evolución en la Adopción del Tipo Social*”, unpublished manuscript.
- Pascale, R., 1978.** “*Inversión, financiamiento y rentabilidad de la industria manufacturera uruguaya*”, Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Pascale, R., 1982.** “*Comportamiento financiero de la industria manufacturera uruguaya*”, Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Pascale, R., 1994.** “*Finanzas de las empresas uruguayas*”, Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Robledo, I., 1994.** “*Estructura financiera de la empresa e inversión: el caso uruguayo*”, Documento de Trabajo CERES #14. Montevideo.
- Zervos, S., 2004.** “*The Transactions Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile, and Mexico*”, World Bank Policy Research Working Paper 3424.

APÉNDICE

Tabla A1: Nivel y composición de bonos del gobierno central (como % del PBI)

	Bonos domésticos (emitidos bajo ley local)						Bonos extranjeros (emitidos bajo leyes extranjeras)						TOTAL			
	Moneda extranjera			Moneda doméstica			Moneda extranjera			Moneda doméstica				TOTAL BONOS EXTRANJEROS		
	Largo Plazo	Corto Plazo	Nominal	Indexado		Overnight tasas de interés	Largo Plazo	Corto Plazo	Nominal	Indexado		Overnight tasas de interés				
				Precios	Precios					Precios	Precios					
1985	11.9%	9.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.7%	0.0%	0.0%	22.7%
1986	11.0%	8.9%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.9%	0.0%	0.0%	21.9%
1987	9.2%	9.5%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.5%	0.0%	0.0%	20.5%
1988	9.8%	11.1%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.0%	0.0%	0.0%	23.0%
1989	9.7%	11.8%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.4%	0.0%	0.0%	23.4%
1990	9.7%	12.2%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	0.0%	0.0%	23.6%
1991	8.8%	10.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.5%	0.0%	0.0%	19.5%
1992	9.1%	7.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	0.0%	0.0%	16.7%
1993	8.6%	5.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.7%	0.0%	0.0%	14.7%
1994	7.0%	4.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	0.0%	0.0%	14.1%
1995	7.1%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%	0.0%	0.0%	14.3%
1996	7.5%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	0.0%	0.0%	14.4%
1997	7.6%	4.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	0.0%	0.0%	16.0%
1998	7.4%	4.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	0.0%	0.0%	17.8%
1999	8.0%	3.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.9%	0.0%	0.0%	18.7%
2000	8.5%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	0.0%	0.0%	19.2%
2001	9.9%	2.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	0.0%	0.0%	28.7%
2002	13.2%	2.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	0.0%	0.0%	44.6%
2003	13.2%	4.2%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	0.0%	0.0%	55.7%
2004	10.0%	4.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.0%	0.0%	0.0%	48.7%
2005	7.7%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	0.0%	0.0%	44.8%