

Banco Central del Uruguay

**Informe Trimestral
del Mercado de Valores**

División Mercado de Valores y Control de AFAP

**N° 5
Octubre - Diciembre/2004**

www.bcu.gub.uy

<u>1. ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO.....</u>	<u>2</u>
<u>2. OPERATIVA BURSÁTIL.....</u>	<u>3</u>
<u>3. OPERATIVA EXTRA BURSÁTIL</u>	<u>6</u>
1.1 Emisiones Fuera de Bolsa	6
1.2 Fondos de Inversión en actividad	7
1.3 Fideicomisos	7
<u>4. INSTRUMENTOS.....</u>	<u>8</u>
1.1 Renta Variable	13
<u>5. ESTÁNDARES INTERNACIONALES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE INTERMEDIARIOS DE VALORES.....</u>	<u>14</u>
<u>6. NORMAS EMITIDAS EN EL TRIMESTRE</u>	<u>22</u>
<u>7. SANCIONES.....</u>	<u>24</u>

1. ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO

En el último trimestre del año, la operativa total del mercado de valores registró una disminución del orden del 10 % respecto al trimestre anterior.

En el ámbito bursátil se registró una caída superior al 4 % en el monto transado respecto al último trimestre. No obstante, en relación al mismo período del año 2003 se experimentó un crecimiento del 42%.

La Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) registró un crecimiento en su operativa del orden del 11 %, mientras que la Bolsa Electrónica del Valores del Uruguay S.A. (BEVSA) disminuyó la suya en un porcentaje similar.

La caída de la operativa respecto al trimestre anterior se verifica tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, siendo más significativa en este último, con una detracción de 6% , frente a un 3 % de disminución en el mercado primario.

En el mercado primario de instrumentos del sector público se destacan la creación del Fideicomiso Financiero unilateral del Banco Hipotecario del Uruguay por aprox. U\$S 160 millones (colocado fuera de bolsas) y el perteneciente a U.T.E., por U\$S 25 millones (en el ámbito de BVM).

Los certificados de depósito (públicos y privados) resultaron ser nuevamente los instrumentos más operados en el trimestre, seguidos de cerca por los valores públicos emitidos en mercados internacionales. En relación a los certificados de depósito, la operativa registrada muestra una preferencia creciente por instrumentos en dólares americanos con plazos mayores a los de trimestres anteriores. Los certificados de 61 a 90 días constituyeron un 41 % de lo operado en este instrumento.

La operativa en valores públicos emitidos en dólares USA representó más del 74 % del total, en tendencia decreciente respecto al período anterior, en contraste con los instrumentos que se reajustan con la Unidad Indexada, que duplicaron su participación en el trimestre, ubicándose en un 8 %.

Tanto en la plaza local como en el ámbito internacional, los precios de los valores públicos mostraron un incremento relevante en el período, reflejándose en un sostenido descenso en el riesgo país.

En relación a los instrumentos del sector privado, en el mercado primario se destaca la emisión de Obligaciones Negociables de dos empresas uruguayas:

- Fanapel S.A., por U\$S 3 millones en BVM;
- Industria Sulfúrica S.A., por U\$S 10 millones, de los cuales el 60 % se colocó a través de BEVSA y el 40 % restante en BVM.

En el mercado secundario, el papel más operado fue el Certificado de Depósito Reprogramado del Nuevo Banco Comercial.

En el mercado secundario de Obligaciones Negociables se operaron los títulos pertenecientes a COFAC, Zonamérica S.A., Baluma S.A.y Banco Surinvest que, al cierre del período, no obstante algunas oscilaciones, se ubican en niveles similares a los vigentes al inicio del trimestre.

2. OPERATIVA BURSÁTIL

	Bolsa de Valores de Montevideo		Bolsa Electrónica de Valores S.A.		TOTAL	
	Mill. USD	%	Mill. USD	%	Mill. USD	%
MERCADO PRIMARIO	32.22	100%	179.60	100%	211.82	100%
SECTOR PÚBLICO	25.00	77.58%	4.53	2.52%	29.53	13.94%
Certificados de Depósito	0.00	0.00%	0.78	0.44%	0.78	0.37%
Letras Tesorería/Regulación Monetaria	0.00	0.00%	3.75	2.09%	3.75	1.77%
Fideicomisos Financieros – Emp. Pub.	25.00	77.58%	0.00	0.00%	25.00	11.80%
SECTOR PRIVADO	7.22	22.42%	175.07	97.48%	182.29	86.06%
Certificados de Depósito	0.22	0.70%	169.07	94.14%	169.29	79.92%
Obligaciones Negociables	7.00	21.72%	6.00	3.34%	13.00	6.14%
MERCADO SECUNDARIO	171.70	100%	167.96	100%	339.66	100%
SECTOR PÚBLICO	159.17	92.70%	162.88	96.97%	322.05	94.81%
Bonos del Tesoro / Previsional	61.24	35.67%	3.71	2.21%	64.96	19.12%
Certificados de Depósito	1.93	1.13%	1.73	1.03%	3.67	1.08%
Emisiones Internacionales	78.99	46.01%	82.26	48.97%	161.25	47.47%
Letras Tesorería / R. Monetaria	13.47	7.85%	73.06	43.50%	86.53	25.48%
Bonos Hipotecarios	0.66	0.39%	0.00	0.00%	0.66	0.19%
Notas BCU en UI	0.30	0.17%	2.12	1.26%	2.41	0.71%
Oblig. Hipotecarias Reajustables	0.42	0.25%	0.00	0.00%	0.42	0.13%
Fideicomisos Financieros – Emp. Pub.	2.14	1.25%	0.00	0.00%	2.14	0.63%
SECTOR PRIVADO	9.91	5.77%	5.08	3.03%	14.99	4.41%
Acciones	0.11	0.07%	0.00	0.00%	0.11	0.03%
Certificados de Depósito	8.04	4.68%	5.08	3.03%	13.12	3.86%
Obligaciones Negociables	1.75	1.02%	0.00	0.00%	1.75	0.52%
VALORES SOBERANOS EXTRANJEROS	2.62	1.53%	0.00	0.00%	2.62	0.77%
TOTAL	203.92		347.56		551.48	

En base a informes de las Bolsas de Valores.

El monto operado en las bolsas de valores locales en el trimestre fue de U\$S 551.48 millones, monto que resulta levemente inferior al transado en el trimestre anterior.

La Bolsa de Valores de Montevideo incrementó su operativa en un 11 % respecto al trimestre anterior mientras que la Bolsa Electrónica de Valores S.A. disminuyó la suya en un porcentaje equivalente.

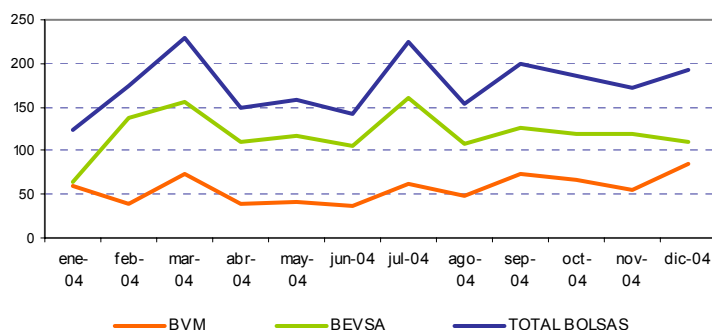
Respecto a igual período del año anterior, la actividad bursátil anual exhibió una evolución más dispar: BVM contrajo su operativa en un 8 % mientras que BEVSA más que duplicó su actividad.

En línea con la tendencia registrada en los últimos trimestres, la mayor parte de la operativa se realizó a través de la Bolsa Electrónica de Valores S.A., que representó un 63% del total. Este comportamiento se explica por las transacciones del mercado primario, las que correspondieron en aproximadamente un 85% a la emisión de Certificados de Depósito del sector privado en el ámbito bursátil electrónico.

Si bien la operativa en BEVSA superó a la registrada en BVM en todo el año 2004, a diciembre

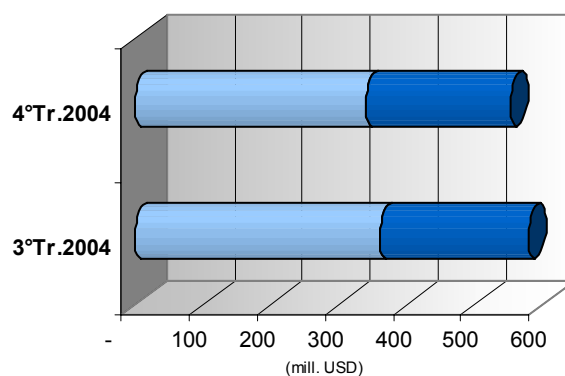
se observa un crecimiento en la operativa mensual en esta última, que determina el menor desfase entre los montos mensuales operados en ambos ámbitos bursátiles desde enero de 2004.

EVOLUCIÓN DE LA OPERATIVA BURSÁTIL
Últimos 12 meses
(en millones de dólares)



En cuanto a la operativa en los mercados primario y secundario- se observa que, no obstante no haberse registrado oscilaciones significativas, es en este último mercado donde se registra el mayor descenso, con un nivel de transacciones 6% inferior al del trimestre anterior.

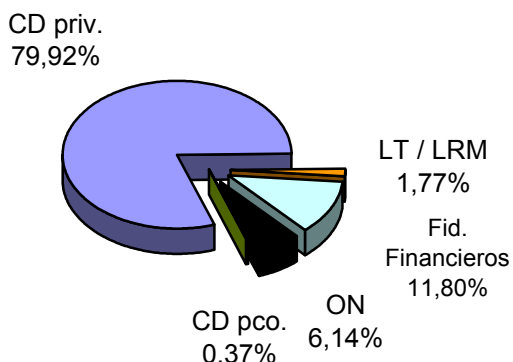
OPERATIVA DEL TRIMESTRE
POR MERCADO PRIMARIO - SECUNDARIO



	3°Tr.2004	4°Tr.2004
MERC. PRIMARIO	217,94	211,82
MERC. SECUNDARIO	360,07	339,66

El mercado primario mostró en el mismo período una detracción de 3% en su operativa.

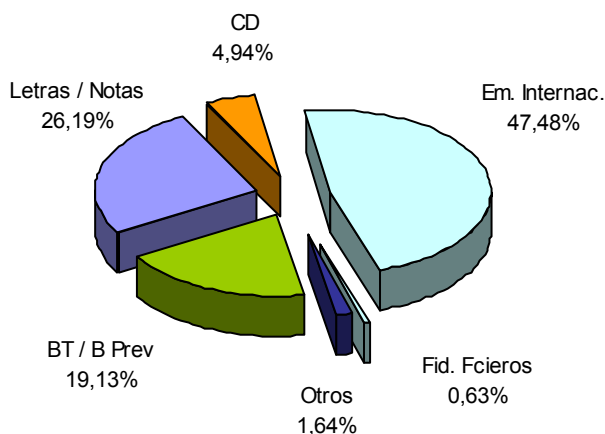
MERCADO PRIMARIO



La emisión de Certificados de Depósito bancarios explica más del 80 % de la emisión de valores del período, mientras que la colocación del fideicomiso financiero de U.T.E. (por U\$S 25 millones) representa un 12 %. Asimismo, se registraron dos emisiones de Obligaciones Negociables en el período, correspondiente a la serie Q de la empresa Fanapel S.A. por USD 3 millones y de Industria Sulfúrica S.A., por U\$S 10:000.000, que representaron en conjunto un 6 % del total operado en el mercado primario.

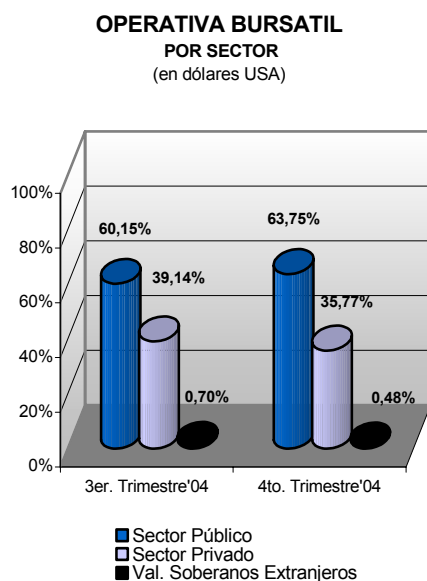
MERCADO SECUNDARIO

En el mercado secundario predominó la operativa en valores del sector público uruguayo (94.8% del total). De ellos, tuvo especial preponderancia la operativa de bonos emitidos en el exterior (47.5%), seguidos por las Letras de Tesorería y Regulación Monetaria(25,5%) y los bonos locales (19,1%).



Asimismo continuó aumentando la operativa en Notas en Unidades Indexadas, que se habían comenzado a emitir en el trimestre anterior, aunque su operativa en el mercado secundario es aún reducida (0,7% de lo operado en ese mercado). Se incorporó también en el período la operativa en el Fideicomiso Financiero de UTE, que representó un 0,6 % del total operado.

Los Certificados de Depósito se constituyeron en el instrumento del sector privado con un mayor monto transado, correspondiendo en su mayoría a la operativa en Certificados de Depósito Reprogramados del Nuevo Banco Comercial en el ámbito de BVM.



Considerando conjuntamente los mercados primario y secundario, se puede observar un leve incremento en la participación del sector público en el total operado respecto al trimestre anterior.

Este comportamiento se explica fundamentalmente por la creciente participación en el trimestre del sector público en el mercado primario de valores, debido a la emisión del mencionado Fideicomiso Financiero de UTE.

3. OPERATIVA EXTRA BURSÁTIL

1.1 Emisiones Fuera de Bolsa

La totalidad de la emisión de valores fuera del ámbito bursátil en el trimestre analizado correspondió a valores del sector público, los que se canalizaron a través de cuatro tipos de instrumentos: Bonos Locales, Letras (de Tesorería y de Regulación Monetaria), Notas y Certificados de Participación del Fideicomiso del B.H.U.

La emisión de Letras en el período explica el 47.8% del total, mientras que el Fideicomiso constituye el 30.9%, las Notas en UI representan el 20.3% y los Bonos Locales el restante 1%.

EMISIONES FUERA DE BOLSA	1°Trim.2004	2°Trim.2004	3°Trim.2004	4°Trim.2004
	(en millones de dólares USA)			
SECTOR PÚBLICO	652.17	713.53	611.28	516.50
Bonos del Tesoro / Previsional	98.51	0.00	7.22	5.30
Letras de Tesorería/Regulación Monetaria	553.66	713.53	561.11	247.05
Fideicomisos Financieros	0.00	0.00	0.00	159.57
Notas BCU en UI	0.00	0.00	42.96	104.58
SECTOR PRIVADO	0.47	3.40	0.00	0.00
Cert. Representativos de Inversión	0.47	0.00	0.00	0.00
Obligaciones Negociables	0.00	3.40	0.00	0.00
TOTAL	652.64	716.93	611.28	516.50

En el último trimestre se produjo una significativa reducción en la emisión de Letras de Tesorería y Regulación Monetaria, representando menos del 50 % de lo emitido en el trimestre anterior.

Esta tendencia fue revertida fundamentalmente por la emisión del Fideicomiso del Banco Hipotecario y por el aumento de la emisión de Notas. Sin considerar el mencionado fideicomiso, el mercado primario del Sector Público se redujo en un 40% con respecto al tercer trimestre del año 2004.

1.2 Fondos de Inversión en actividad

En el período analizado, y continuando con la tendencia de los últimos trimestres, se registró una nueva disminución en el monto operado por el único fondo de inversión en actividad, tal como se refleja en el siguiente cuadro:

FONDOS DE INVERSIÓN	1°Trim.2004	2°Trim.2004	3°Trim.2004	4°Trim.2004
	(en millones de dólares USA)			
Número de Fondos	1	1	1	1
Patrimonio	0.805	0.778	0.552	0.451

En el mes de noviembre se incorporó al registro del Mercado de Valores Red Innova Administradora de Fondos de Inversión S.A. cuyo único fondo (Red Innova Agritech 1 Fondo de Inversión Cerrado Agropecuario) no ha iniciado aún actividades.

1.3 Fideicomisos

Con fecha 28 de octubre de 2004 se inscribió como Fiduciario Financiero el Banco Hipotecario del Uruguay.

Asimismo, se registraron en el trimestre los primeros Fideicomisos Financieros de oferta pública, el 28 de octubre la “Cartera Social I Fideicomiso Financiero” y el 24 de diciembre “UTE 2004 Fideicomiso Financiero”.

En el primero de ellos, el Banco Hipotecario del Uruguay actúa como Fideicomitente y como Fiduciario. A través de este mecanismo, el Banco segrega en un patrimonio independiente - el Fideicomiso - una serie de créditos hipotecarios, con cargo a los se emiten Certificados de Participación. La emisión ascendió a un valor nominal de U.R. 17.457.000 (aprox. U\$S 160.000.000).

Por su parte, en el Fideicomiso de UTE actúa como Fiduciario EF Asset Management y los títulos de deuda emitidos están garantizados con la recaudación para UTE efectuada por Abitab S.A. Los detalles de la emisión se mencionan en el capítulo referido a la Operativa Bursátil.

El Registro de Fideicomisos y Fiduciarios Profesionales muestra la siguiente evolución en el año:

REGISTRO DE FIDEICOMISOS Y FIDUCIARIOS PROFESIONALES	1°Trim. 2004	2°Trim. 2004	3°Trim. 2004	4°Trim. 2004
	(cantidad)			
Fiduciarios Generales	4	6	7	7
Fiduciarios Financieros	1	1	2	3
Fideicomisos Fcieros. Oferta Pca.	0	0	0	2

4. INSTRUMENTOS

Certificados de Depósitos

En el período que se informa el monto de certificados de depósito transados en las bolsas locales registró una disminución del orden del 20% respecto al trimestre anterior, pasando de USD 234 millones a USD 187 millones.

OPERATIVA TRIMESTRAL EN CERTIFICADOS DE DEPÓSITO	BVM	BEVSA	TOTAL
	(millones de dólares)		
MERCADO PRIMARIO	0.22	169.81	170.03
Dólares USA	0.09	81.30	81.39
Privado h/3d.		4.00	4.00
Privado h/90d.	0.05	77.30	77.35
Privado 180d.	0.04		0.04
Pesos Uruguayos	0.13	88.51	88.64
Público h/60d.		0.78	0.78
Privado h/3d.		43.68	43.68
Privado 4 a 10d.		23.30	23.30
Privado h/60d.		19.76	19.76
Privado h/90d.	0.13	0.60	0.73
Privado h/180d.		0.38	0.38
Privado más de 180d.	0.01		0.01
MERCADO SECUNDARIO	9.98	6.82	16.79
Pesos Uruguayos		1.08	1.08
Privado h/60d.		1.08	1.08
Dólares USA	9.98	5.73	15.71
Pco. – Reprogramado	1.93	1.73	3.67
Priv. – Reprogramado	8.04		8.04
TOTAL	10.2	176.6	186.8

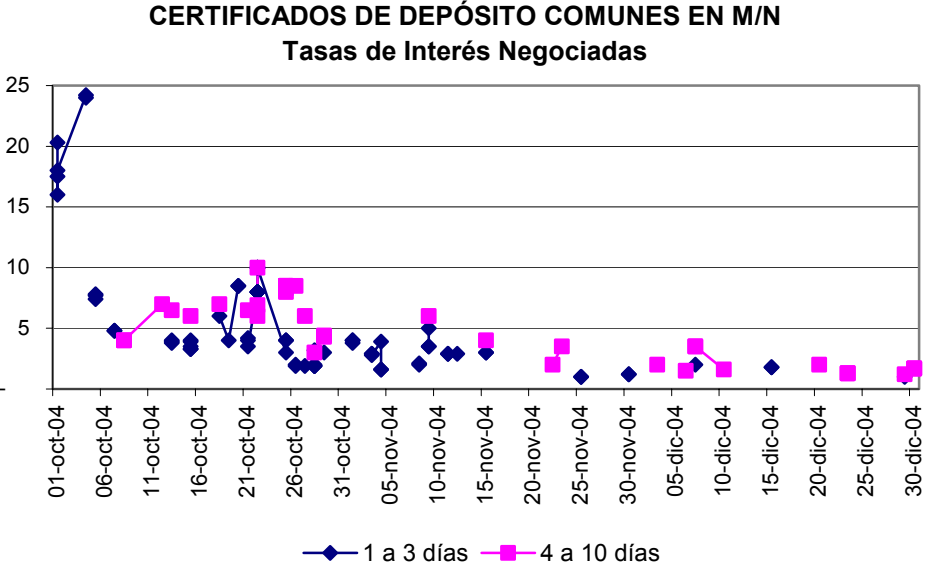
En contraste con el trimestre anterior, en el que el 87 % de la operativa estaba representado por la emisión de certificados de depósito en pesos uruguayos, en plazos de hasta 3 días, en el presente trimestre este tipo de instrumentos constituye solamente un 23,4 % del total operado.

En contrapartida se aprecia un incremento en la utilización de certificados de depósito del sector privado en dólares americanos a plazos de 61 a 90 días (41,4 %) y en pesos uruguayos de 4 a 10 días (12,4 %) y de 11 a 60 días (10,4 %).

En términos de moneda de emisión, la operativa estuvo representada únicamente por los pesos uruguayos (52,1 %) y por los dólares americanos (47,9%).

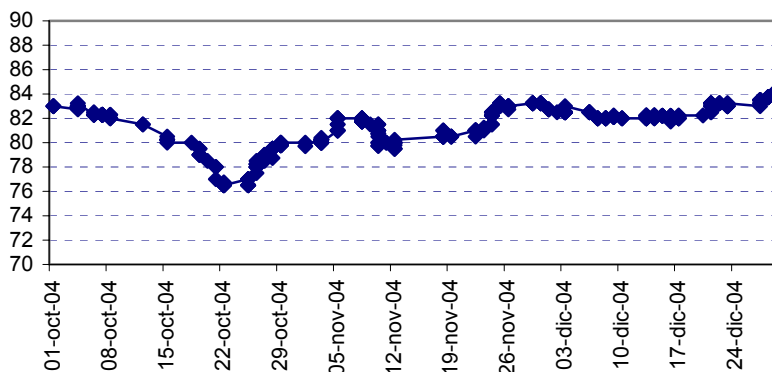
En el mercado secundario de estos instrumentos, el 70 % de la operativa estuvo constituida por certificados de depósito reprogramados en dólares americanos, correspondientes al Banco de la República y al Nuevo Banco Comercial, transados básicamente a través de la Bolsa de Valores de Montevideo.

En cuanto a las tasas de interés concertadas en el trimestre para los certificados de depósito en pesos, a plazos de hasta 10 días inclusive, el siguiente gráfico ilustra sobre la tendencia descendente que las mismas registraron respecto al trimestre anterior, observándose los valores más altos al inicio del período.



En relación a los precios operados en el mercado secundario de estos instrumentos, es posible señalar que la cotización de los Certificados de Depósito Reprogramados del Nuevo Banco Comercial registró un descenso en el primer mes del período, alcanzando un mínimo de 76,5 %, para luego recuperarse y observar una senda ascendente, ubicándose al final del trimestre en 84,25 %.

CDR NUEVO BANCO COMERCIAL Cotización en el trimestre



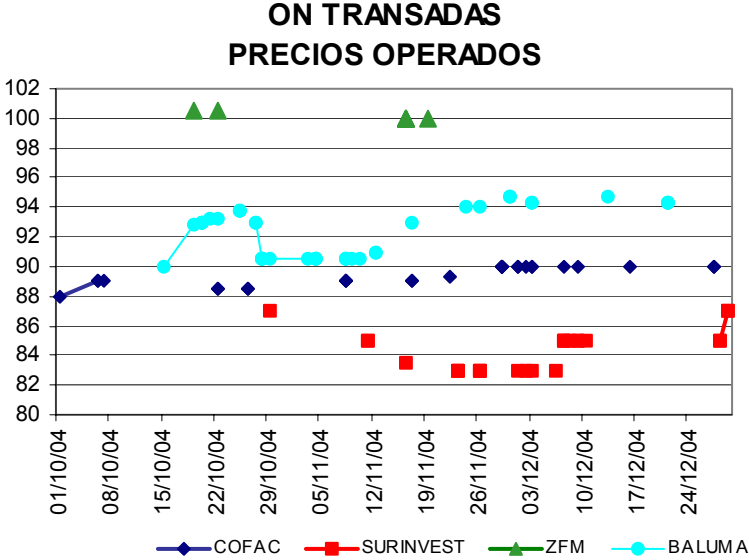
En cuanto a los Certificados de Depósito Reprogramados del Banco de la República, no es posible realizar un ajustado análisis de la evolución de los precios negociados ya que no se cuenta con una profundidad del mercado que permita su análisis, dado que son emitidos con una amplia gama de plazos y tasas. No obstante lo señalado, puede señalarse un cierto incremento en los precios concretados para los CDR originales (con una tasa del 6%) que se ubican al fin del trimestre en 75 p.b. por sobre la par, mientras que los CDR con tasa del 3,5% mostraron en términos generales una relativa estabilidad en el entorno de 99 %.

Obligaciones Negociables

En el trimestre que se informa, se concretaron dos nuevas emisiones de Obligaciones Negociables. Industria Sulfúrica S.A. emitió por un monto de U\$S 10.000.000 a un plazo de 5 años y Fanapel S.A. inscribió la Serie Q, por un total de USD 3:000.000 con vencimiento a cuatro años.

La operativa del mercado secundario en estos valores registró un nuevo incremento respecto a lo operado en el tercer trimestre del año, no obstante lo cual su participación en el mercado sigue siendo poco significativa. Las obligaciones negociables que registraron operaciones en el período fueron las pertenecientes a COFAC, Banco Surinvest, Zonamérica y Baluma

No obstante la escasa profundidad del mercado secundario de Obligaciones Negociables, se realizó una evaluación de las cotizaciones de los papeles operados en el período, cuyos resultados se visualizan en el gráfico siguiente.



Mientras que los papeles de ZFM se mantuvieron aproximadamente estables en el período (en el entorno de la par), los valores de COFAC después de una tendencia creciente se estabilizaron a un precio de 90%. Las O.N. de Surinvest registraron una caída en el transcurso del trimestre que se revirtió en diciembre, cerrando el período a los niveles iniciales (87 %). Finalmente, los valores de Baluma mostraron un comportamiento errático en octubre y noviembre, estabilizándose en diciembre en el entorno de 94.5 %.

Valores Públicos

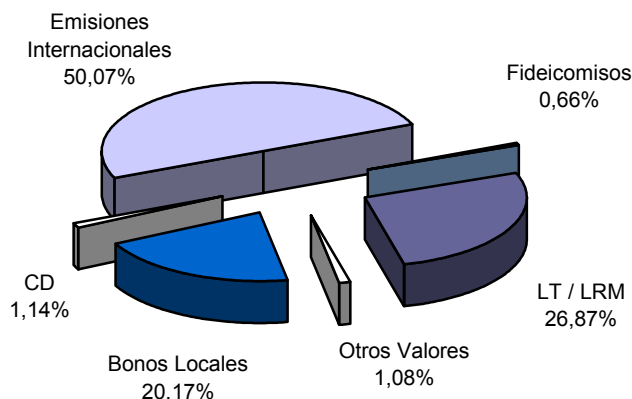
En el presente trimestre, se registraron emisiones de Certificados de Depósito del Banco de la República en pesos en el ámbito bursátil (BEVSA) por aproximadamente U\$S 780.000, monto que duplica lo emitido en el trimestre anterior.

En el mercado secundario, y continuando la tendencia observada en el pasado, los valores públicos muestran una predominancia absoluta, constituyendo más del 94 % del monto total transado en el ámbito bursátil.

Dentro del total de valores públicos operado en el trimestre en ambos mercados, se mantiene aproximadamente el ranking por monedas registrado en el trimestre anterior. Sin embargo, corresponde resaltar el crecimiento de la participación de los valores públicos nominados en UI, que prácticamente duplicaron su presencia en los ámbitos bursátiles respecto al último trimestre calendario.

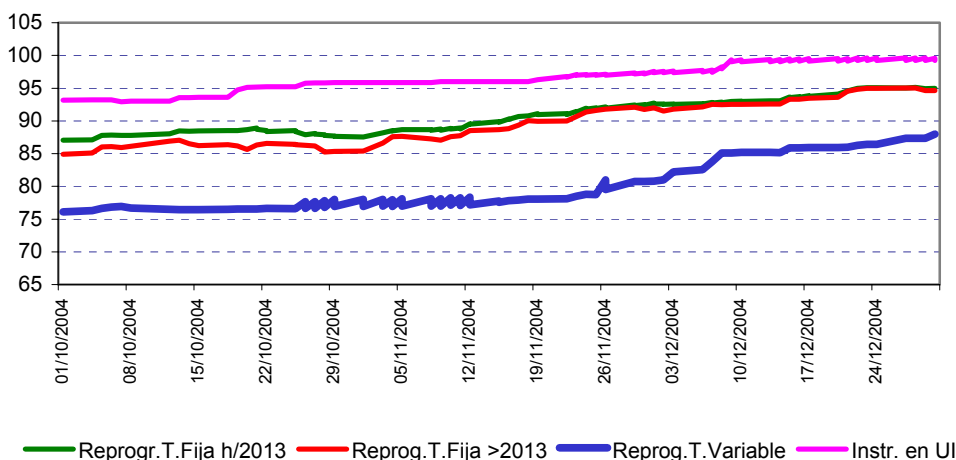
Millones de U\$S	<u>3° Trim. 2004</u>		<u>4° Trim. 2004</u>	
	Millones de U\$S	%	Millones de U\$S	%
\$	70	20.13%	68	17.23%
USD	261	75.06%	261	74.28%
UI	15	4.24%	22	8.42%
EU	2	0.58%	0	0.07%
Total	348		351	

En cuanto a la apertura por tipo de instrumento, si la comparamos con los porcentajes del trimestre anterior, se puede observar una disminución sustantiva en la participación de los bonos estatales emitidos en el exterior, en favor de las Letras de Tesorería y de Regulación Monetaria y los Bonos Locales.



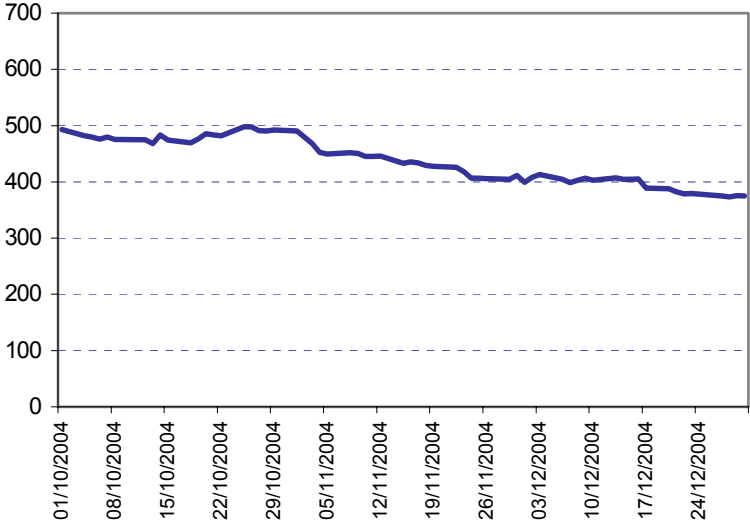
La participación de los certificados de depósito disminuyó a la mitad y se verificó, además, la aparición en el mercado de los fideicomisos financieros del sector público.

Evolución de Índices de Precios de Bonos Públicos 1/



En cuanto a los precios operados en el mercado local en el trimestre que se informa continuó la tendencia creciente de la cotización de todos los bonos públicos, la cual se manifestó con mayor intensidad en aquellos emitidos a tasa variable, los que aumentaron aproximadamente 15% en el período analizado.

Evolución del Riesgo País Uruguay (pb)



Coincidiendo con la evolución de los precios de los valores públicos registrada en la plaza local, el mercado internacional mostró, también, un incremento relevante en los precios, el que se reflejó en un sostenido descenso en el riesgo país en el trimestre, pasando del entorno a 500 p.b. a 375 p.b. al cierre del período.

1.1 Renta Variable

La operativa del mercado secundario en acciones ascendió a aproximadamente U\$S 110.000, no habiéndose registrado nuevas emisiones en el trimestre, tanto a nivel del ámbito bursátil como fuera de bolsa.

5. ESTÁNDARES INTERNACIONALES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE INTERMEDIARIOS DE VALORES.

Históricamente el ordenamiento de los mercados de valores, tanto en Uruguay como en el resto del mundo, se rigió por principios y reglas que las Bolsas de Valores establecían para el accionar de los agentes que en ellas operaban, es decir que el funcionamiento del sistema descansaba en principios de **autorregulación**.

Posteriormente, la mayoría de los mercados han pasado a regirse por normas emitidas por instituciones de carácter público. En esta nueva organización normativa las Bolsas han retenido algunas potestades de regulación de sus miembros en un esquema que no es ya de autorregulación sino de **regulación delegada** expresamente por el regulador público.

El organismo internacional que agrupa a los reguladores públicos de los mercados de valores es la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), más conocida por su sigla en inglés: IOSCO. El Banco Central del Uruguay es miembro de esta entidad desde la década del ochenta.

Uno de los documentos fundamentales elaborado en el marco de IOSCO y aprobado por todos los países miembros, es el denominado “Objetivos y Principios de la Regulación en Valores”. En él se establecen las pautas generales de regulación y supervisión para el desarrollo de los mercados. Tales pautas constituyen, entonces, los **estándares internacionales** aceptados como guía para el desarrollo de las actividades de regulación y supervisión en todos los países miembros.

El criterio rector del citado documento es que una regulación y supervisión adecuadas son la base de la confianza de los inversores y el desarrollo y crecimiento de los mercados.

Cada uno de los países integrantes de IOSCO debe propender, en el marco de su realidad, a alcanzar dichos estándares, lo cual resulta especialmente importante en un sistema financiero globalizado.

En esta nota se analizan aquellos objetivos y principios que guardan relación con la regulación y supervisión de los intermediarios de valores. En futuros enfoques se hará lo propio respecto de otros participantes del mercado como, por ejemplo, los emisores de instrumentos de oferta pública.

Son intermediarios de valores en nuestro país aquellos agentes del mercado que ponen en contacto a los oferentes y demandantes de instrumentos financieros emitidos por instituciones públicas o privadas, tales como bonos, letras, obligaciones negociables, etc., y realizan las operaciones por su cuenta y orden. Cuando son miembros de una Bolsa de Valores se denominan Corredores de Bolsa (Esta categoría incluye a los Bancos quienes operan realizando, entre otras, tal actividad). Cuando no son miembros de una Bolsa se denominan Agentes de Valores.

1. Objetivos de la regulación y supervisión.

La regulación y supervisión del mercado de valores, mercado esencial en la formación de capital y crecimiento de los países, debe atender a tres objetivos fundamentales:

- Protección de los inversores
- Asegurar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes
- Reducir los riesgos sistémicos

Estos tres objetivos están íntimamente relacionados entre sí. La regulación y supervisión de un mercado de valores debe atender a cada uno de ellos y sus vínculos en forma armónica y ponderada.

Estos objetivos son generales y se aplican a los diversos agentes participantes del mercado. En lo que sigue, su análisis se realizará, como ya se señaló, sólo respecto de los intermediarios de valores.

Para participar en el mercado, un inversor requiere tener adecuados instrumentos de inversión, con la información necesaria sobre los mismos. Pero su inversión se canaliza a través de un intermediario de valores, de quien recibe asesoramiento, a quien imparte instrucciones y quien ejecutará las operaciones y frecuentemente será el custodio de los instrumentos financieros escogidos. Entonces, parte del riesgo que asume un inversor está relacionado con la canalización de sus inversiones a través de un intermediario.

Si lo analizamos como círculos concéntricos, al vínculo inversor individual – intermediario de valores le sigue el conjunto de inversores con cada intermediario, las relaciones entre los intermediarios entre sí, que asumen compromisos en cada transacción que realizan para culminar, en un círculo más amplio, en el sistema en su conjunto. Por tanto, la regulación y

supervisión no sólo debe atender al vínculo más estrecho, sino tener una perspectiva sistémica.

Como señala el documento de IOSCO, los inversores en un mercado de valores son particularmente vulnerables frente a los intermediarios y otros agentes que participan en el mismo. Esto es así porque el inversor tiene capacidad limitada de acción individual en relaciones que se caracterizan por la confianza en los profesionales mencionados, quienes cuentan con un caudal de información y conocimiento especializado que, cuando es usado sin apego a estrictas normas de ética, puede perjudicar al inversor en beneficio de terceros interesados incluido el propio intermediario.

Asimismo, en el concepto de mercados equitativos, tiene especial importancia el cumplimiento de las instrucciones que los inversores dan a sus intermediarios y la operación ordenada de las mismas para una adecuada formación de precios.

En cuanto al riesgo sistémico, deben existir mecanismos para preservar a los participantes del mercado del riesgo de quiebra de un intermediario y, de producirse la misma, para preservar el interés de sus clientes y de las contrapartes financieras del quebrado.

Del análisis precedente se desprende que para alcanzar los objetivos enunciados en los mercados nacionales y en el mercado global es imprescindible que se asignen potestades de regulación y supervisión a entidades independientes de los agentes del mercado. El documento de IOSCO establece los principios rectores para el accionar de estas entidades y los mercados en general.

2. Los estándares internacionales en materia de intermediarios de valores.

Las recomendaciones surgidas de IOSCO establecen que la regulación y supervisión debe orientarse, primariamente, a las áreas de mayor riesgo para el patrimonio propio del intermediario, los valores y efectivo de sus clientes y la confianza de los inversores. Dentro de los riesgos expresamente mencionados, se encuentran la incompetencia o mala gestión de los riesgos por parte del intermediario, la apropiación de efectivo o valores de clientes por parte de éstos o sus empleados, el abuso ante instrucciones dadas en beneficio de operaciones propias, la manipulación o el fraude. A su vez, la insolvencia de un intermediario puede implicar pérdidas para sus clientes y reducir la confianza en los mercados en que éste participa.

Los estándares internacionales para la regulación de los intermediarios se resumen en los siguientes principios:

2.1. Condiciones de ingreso a la actividad de intermediación en valores

El conjunto de requisitos para la autorización se orienta tanto al intermediario en sí como a quienes están en posición de controlarlo o ejercer influencia significativa en él. La potestad de autorización implica la de rechazar aquellas solicitudes que no cumplan con los estándares establecidos, o suspender las licencias conferidas en aquellos casos que se deje de cumplir con los requisitos mínimos.

Dentro de las condiciones de ingreso a la actividad, el intermediario debe demostrar que posee el conocimiento necesario para actuar en el negocio, tener los recursos materiales y humanos necesarios para desarrollar la actividad, y una actitud ética, para lo cual se consideran las conductas pasadas.

2.2. Capital Adecuado

Para comenzar a actuar, los intermediarios deben contar con un capital inicial. No se trata de una barrera de entrada, sino de una garantía mínima tendiente a demostrar que se pueden afrontar las obligaciones implícitas en el negocio.

El capital debe mantenerse a lo largo del tiempo, y es objeto de primordial atención del regulador. La determinación del monto del capital debe permitir que el intermediario soporte pérdidas, en particular ante oscilaciones adversas de los precios de los valores en el mercado, habilitando su retirada rápida del negocio sin distorsionar el funcionamiento del resto del sistema financiero. A su vez, este capital debe proveer al regulador el tiempo necesario para intervenir a efectos que las retiradas del mercado sean ordenadas y con el menor perjuicio posible para los inversores o el sistema en su conjunto.

2.3. Comportamiento ético y otros requisitos prudenciales

La alta dirección del intermediario es responsable del mantenimiento de estándares adecuados de conducta de todos los integrantes de la firma. Si bien no es posible asegurar que no haya apartamientos en las conductas debidas, debe monitorearse especialmente este aspecto, pudiendo actuar en este proceso no sólo el regulador, sino ser asistido por las bolsas de valores, terceras partes o auditores externos.

Los procedimientos de control interno de la firma son esenciales, y no pueden ser revisados en forma diaria por el regulador, siendo por tanto responsabilidad de la dirección del intermediario asegurarse que se siguen las políticas definidas. Para ello, deben tener acceso a toda la información interna relevante en tiempo real.

Los elementos de una adecuada organización interna deben ser establecidos, siendo necesario atender, entre otros:

2.3.1. La firma debe tener altos estándares de integridad y llevar a cabo las instrucciones de sus clientes con el debido celo y diligencia.

2.3.2. Se recomienda la existencia de un contrato escrito que vincule al intermediario con su cliente, que incluya la responsabilidad del profesional para con el mismo.

2.3.3. Los intermediarios deben tener información acerca de sus clientes, sus circunstancias y objetivos de inversión a ser provistos. Las políticas y procedimientos deben tender a asegurar la integridad, seguridad, confiabilidad y el acceso a la información. El principio esencial de “conozca su cliente” debe ser respetado.

2.3.4. La información a dar a los clientes debe ser adecuada, comprensible y oportuna, a efectos que puedan tomar sus decisiones de inversión. En particular, los clientes deben comprender los riesgos que cada tipo de instrumento conlleva. Resulta entonces primordial la política de reclutamiento y entrenamiento del staff del intermediario.

2.3.5. La adecuada protección de los valores que los clientes mantienen en custodia con el intermediario es vital. Deben segregarse los valores propios del intermediario de aquellos de sus clientes, que deben estar debidamente identificados. Las medidas a adoptar deben tender a dar protección a los clientes, facilitar la transferencia en caso de disrupciones del mercado, prevenir el uso de fondos y valores de clientes para actividades propias del intermediario y atender las situaciones de insolvencia o abandono del negocio por parte del intermediario.

2.3.6. Deben existir políticas y procedimientos de control operativo diario, los cuales deben ser evaluados periódicamente.

2.3.7. Los intermediarios deben tratar de evitar conflictos de intereses pero, de existir los mismos en forma potencial, deben dar un justo tratamiento a sus clientes,

evitando incluso actuar si no se pueden evitar dichos conflictos. En ningún caso un intermediario puede anteponer sus intereses a los de su cliente.

2.4. Quiebra de un intermediario.

La quiebra de un intermediario puede tener consecuencias sistémicas. Por ello, el regulador debe tener un plan claro, aunque flexible, ante esta eventualidad. El objetivo del regulador es minimizar el riesgo sistémico y los daños a los inversores. Para ello, debe tener a su disposición un conjunto de acciones, tales como restringir la actuación del intermediario, asegurarse que los activos sean administrados en forma adecuada y proveer la información del caso al mercado.

2.5. Supervisión de intermediarios

La regulación debe asegurar que existe adecuada supervisión de los intermediarios, debiendo contener lo siguiente:

- 2.5.1. Amplias facultades de Inspección, incluyendo libros, registros, operaciones, aún en el caso que no existan sospechas acerca de la conducta del intermediario. Complementariamente, debe preverse el mantenimiento adecuado de documentos y registros.
- 2.5.2. Facultades de investigación y cumplimiento de la normativa aplicable, las cuales deben ser completas.
- 2.5.3. Potestades disciplinarias, incluyendo la revocación de la autorización para funcionar, tras el debido proceso. Esta potestad puede ser delegada a una entidad autorreguladora sólo con una adecuada supervisión del regulador y no bajo el criterio de exclusividad. Ello es lógico, dado que no debe el regulador cercenarse de ninguna potestad.
- 2.5.4. Debe existir un eficiente y efectivo mecanismo de resolución de conflictos ante reclamos de inversores.

3. La normativa uruguaya y los estándares internacionales de intermediarios de valores

La legislación uruguaya en materia de regulación y supervisión de intermediarios de valores es relativamente reciente pero sigue principios pertenecientes a un esquema de autorregulación.

La intervención de una entidad pública es subsidiaria y opera cuando los principios de autorregulación no se cumplen o lo hacen en forma insuficiente.

Ello se encuentra consagrado en la ley No. 16.749 de 30 de mayo de 1996, que establece las potestades de las Bolsas de Valores, que son las entidades que agrupan a sus corredores de bolsa, y las potestades del órgano de regulación y control estatal que es el Banco Central del Uruguay.

La posibilidad de actuación del Banco Central del Uruguay, en determinadas circunstancias, es:

- a) subsidiaria: sólo actúa cuando la Bolsa de Valores no lo hace o lo hace sin el rigor que la situación demanda y
- b) parcial, en tanto se opera solamente respecto a la actividad de un intermediario en la oferta pública de valores y no en la oferta privada.

Nuestra legislación no prevé que el regulador establezca requisitos generales de ingreso a la actividad, ni capital mínimo, ni otros requisitos prudenciales, así como tampoco aborda la especificidad de las situaciones de quiebra o intervención de intermediarios de valores. En este sentido, las escasas previsiones vigentes aluden a los requisitos de admisión a la actuación de un corredor de bolsa, establecidos por la bolsa donde actuarán, sin prever expresamente a los agentes de valores.

En este contexto normativo, el riesgo sistémico existente en nuestro país es significativamente superior al cual están expuestos los inversores de los mercados más desarrollados.

En el marco de las potestades legales vigentes, el Banco Central del Uruguay ha reglamentado la actividad de los intermediarios de valores de forma de dar cumplimiento en forma progresiva a los estándares internacionales que, como señaláramos al comienzo, se ajustan a una filosofía que ha reducido considerablemente el rol de la autorregulación.

Las normas más relevantes que se han aprobado en los últimos años son las siguientes:

- Creación del Registro de Intermediarios de Valores, de forma que el público en general tenga acceso al conocimiento de las entidades registradas.
- Obligación de los intermediarios de llevar contabilidad suficiente y presentar al Banco Central del Uruguay sus estados contables auditados. Esta es una norma fundamental en el ordenamiento de la actividad de intermediación, que dará al regulador información

imprescindible para la supervisión y un apoyo en la mejora de las tareas de control interno del propio intermediario.

- Obligación de llevar al día el Registro de Clientes con determinadas especificaciones, de forma de poder corroborar el principio de “conozca su cliente”. A su vez, el cliente deja establecida la forma en la cual dará instrucciones al intermediario. Téngase presente que en otros mercados no es tan frecuente como en el nuestro la existencia de órdenes verbales.
- Obligación de llevar en forma electrónica y al día el Registro de operaciones de oferta pública y privada con visación mensual de la Bolsa respectiva en el caso de los Corredores de Bolsa, o del Banco Central del Uruguay en el caso de los Agentes de Valores. Ello es fundamental para que se pueda constatar todos los elementos integrantes de cada operación, para contar con elementos de prueba en caso de dudas o reclamos relacionados, a la precedencia de las operaciones, al precio, las partes intervinientes, etc.
- Obligación de separar las cuentas de efectivo de clientes de las propias así como de aplicar el plan contable proporcionado por el Banco Central del Uruguay. La segregación de cuentas es un principio básico, establecido no sólo por el documento que estamos analizando, sino por otras recomendaciones internacionales en materia de custodia de valores que busca asegurar que el efectivo de clientes se utilice solamente en el cumplimiento de sus instrucciones.
- Obligación de aplicar pautas específicas en el cumplimiento de la legislación vigente, las prácticas establecidas y los códigos de conducta para prevenir la utilización de operaciones en valores para el lavado de dinero.
- Obligación de los Agentes de Valores de cumplir con requisitos patrimoniales, de garantía y otros. (En el caso de los corredores de bolsa, como lo señaláramos, de acuerdo a la Ley 16.749, estos requisitos sólo los puede fijar, si lo considera necesario, la Bolsa respectiva. En la actualidad los corredores de bolsa no tienen requisitos patrimoniales ni de garantía).

Pari passu con la emisión de las señaladas normas, el Banco Central del Uruguay ha incrementado sus actuaciones inspectivas de forma tal de controlar el cumplimiento por parte de estos agentes, tanto de la normativa emitida por el Banco como de las regulaciones establecidas por las propias Bolsas de Valores.

6. NORMAS EMITIDAS EN EL TRIMESTRE

CIRCULARES

Número	Fecha	Tema
1919	14/10/2004	Mercado de Valores – Registros de Intermediarios de Valores.
1920	25/11/2004	Mercado de Valores – Prevención de Operaciones de Legitimación de Activos provenientes de Actividades Delictivas – Modificación.

COMUNICACIONES

Número	Fecha	Tema
2004/264	01/10/2004	Registro de Valores – Ch.M.Rajchman y Hno. S.A.– Modificación de Términos y Condiciones de sus Obligaciones Negociables.
2004/266	06/10/2004	Mercado de Valores – Tonosol S.A. Cese de la suspensión de cotización de los valores emitidos por la empresa.
2004/269	08/10/2004	Intermediarios de Valores – Plan de cuentas, Información Contable y Anexos.
2004/271	15/10/2004	Mercado de Valores – Industria Sulfúrica S.A. – Su inscripción en el Registro de Valores y la de sus Obligaciones Negociables.
2004/274	15/10/2004	Intermediarios de Valores – Registro de Operaciones.
2004/275	15/10/2004	Intermediarios de Valores – Registro de Clientes.
2004/276	15/10/2004	Intermediarios de Valores – Declaración de sus clientes del origen legítimo de los fondos.
2004/277	15/10/2004	Intermediarios de Valores – Legajo con órdenes impartidas por sus clientes.
2004/280	20/10/2004	Registro de Valores – Requisitos formales de la documentación.
2004/285	22/10/2004	Registro de Valores – Pollio Hnos. Sociedad de Bolsa S.A. – Su inscripción en el Registro de Valores.
2004/286	22/10/2004	Registro de Valores – Pollio y Cía. Sociedad de Bolsa S.A. – Su inscripción en el Registro de Valores.
2004/292	28/10/2004	Registro de Valores – Banco Hipotecario del Uruguay – Su inscripción como Fiduciario Financiero y la de los Certificados de Participación en el Fideicomiso “Cartera Social I Fideicomiso Financiero”.
2004/299	29/10/2004	Mercado de Valores – Antares Sociedad de Bolsa S.A. – Su inscripción en el Registro de Valores.
2004/301	04/11/2004	Mercado de Valores – Cervecería y Maltería Paysandú S.A. – Suspensión de la cotización de sus valores.

2004/302	04/11/2004	Mercado de Valores – Compañía Nacional de Cementos S.A. – Suspensión de la cotización de sus valores.
2004/303	04/11/2004	Registro de Valores – A.G.R. Investments S.A. – Cancelación de su inscripción como Agente de Valores.
2004/304	04/11/2004	Mercado de Valores – Fanapel S.A. – Suspensión de la cotización de sus valores.
2004/308	05/11/2004	Mercado de Valores – Cese de la suspensión de cotización de los valores emitidos por la empresa Fanapel S.A.-
2004/309	05/11/2004	Mercado de Valores – Frigorífico Modelo S.A. - Suspensión de la cotización de sus valores.
2004/310	05/11/2004	Mercado de Valores – Papelera Mercedes S.A. - Suspensión de la cotización de sus valores.
2004/314	09/11/2004	Mercado de Valores – Frigorífico Modelo S.A. – Cese de la suspensión de la cotización de sus valores.
2004/317	09/11/2004	Mercado de Valores – Papelera Mercedes S.A. – Cese de la suspensión de la cotización de sus valores.
2004/320	10/11/2004	Mercado de Valores – Cervecería y Maltería Paysandú S.A. – Cese de la suspensión de la cotización de sus valores.
2004/324	11/11/2004	Mercado de Valores – Compañía Nacional de Cementos S.A. – Cese de la suspensión de la cotización de sus valores.
2004/326	15/11/2004	Mercado de Valores – Nuevo Banco Comercial S.A. - Suspensión de la cotización de sus valores.
2004/331	17/11/2004	Mercado de Valores – Nuevo Banco Comercial S.A. – Cese de la suspensión de cotización de sus valores.
2004/342	26/11/2004	Registro de Valores – Red Innova Administradora de Fondos de Inversión S.A. – Carácter definitivo de su inscripción en la Sección Administradoras de Fondos de Inversión.
2004/351	07/12/2004	Registro de Valores – Fanapel S.A. – Inscripción de la Serie Q de Obligaciones Negociables.
2004/366	20/12/2004	Registro de Valores – Fernando Pollio – Cancelación de su inscripción en el Registro de Valores.
2004/367	20/12/2004	Registro de Valores – José Alberto Pollio – Cancelación de su inscripción en el Registro de Valores.
2004/368	21/12/2004	Registro de Valores – Cabinteel S.A. (en proceso de cambio de nombre a Swiss Caledonia Group Management S.A.) – Su inscripción provisoria como Agente de Valores.
2004/371	24/12/2004	Registro de Valores – Mauricio Paullier – Cancelación de su inscripción en la Sección Bolsas de Valores e Intermediarios.
2004/374	24/12/2004	Registro de Valores – “UTE 2004 Fideicomiso Financiero” – Su inscripción y la de los títulos de deuda a ser emitidos.
2004/375	28/12/2004	Registro de Valores – Islen S.A. – Cancelación de su inscripción en el Registro de Valores.

2004/376	28/12/2004	Registro de Valores – Compañía Inversora de Valores Mobiliarios S.A. – Su inscripción como Agente de Valores.
2004/377	29/12/2004	Registro de Valores – Información de los intermediarios de valores.
2004/379	30/12/2004	Registro de Valores – Información de los emisores de valores.
2004/383	31/12/2004	Registro de Valores – Galado S.A. – Inscripción de sus acciones en el Registro de Valores.
2004/384	31/12/2004	Registro de Valores – Harrison S.A. – Su inscripción y la de sus acciones en el Registro de Valores.

7. SANCIONES

Nombre: COFAC
Fecha: 13/10/04
Asunto: Incumplimiento en la presentación de información periódica.
Sanción: Apercibimiento.

Nombre: FUCAC
Fecha: 13/10/04
Asunto: Incumplimiento en la presentación de información de carácter anual.
Sanción: Observación.

Nombre: V. PAULLIER & CIA. ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.
Fecha: 13/10/04
Asunto: Presentación fuera de plazo de información sobre personal superior.
Sanción: Observación.

Nombre: BANCO SURINVEST S.A.
Fecha: 03/11/04
Asunto: Incumplimiento en la presentación de la información al 31/12/2003.
Sanción: Observación.

Nombre: REVAGLIATTI MORIXE SOCIEDAD DE BOLSA S.A.
Fecha: 03/11/04
Asunto: Incumplimiento de las normas vigentes en materia de preparación de la información contable.
Sanción: Observación.

Nombre: FUCEREP
Fecha: 17/11/04
Asunto: Incumplimiento al régimen de información.
Sanción: Apercibimiento.

Nombre: BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO
Fecha: 24/11/04
Asunto: Incumplimiento de las disposiciones contenidas en sus Estatutos y en su Reglamento de Emisiones y Valores, con relación a la inobservancia del régimen informativo por parte de un emisor.
Sanción: Multa.

Nombre: ISLEN S.A.
Fecha: 24/11/04
Asunto: Presentación fuera de plazo de información periódica correspondiente al Ejercicio 2003.
Sanción: Observación.

Nombre: BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO
Fecha: 24/11/04
Asunto: Incumplimiento de las disposiciones contenidas en sus Estatutos y en la normativa bancocentralista, en relación a los intermediarios de valores.
Sanción: Apercibimiento.

Nombre: VELDA S.A.
Fecha: 24/11/04
Asunto: Irregularidades en la presentación de información semestral al 31/12/2003.
Sanción: Apercibimiento.