



Perfiles Latinoamericanos

ISSN: 0188-7653

perfiles@flacso.edu.mx

Facultad Latinoamericana de Ciencias

Sociales

México

Garmendia Vazquez, Gonzalo  
Aplicación del fideicomiso en Uruguay. Protección de derechos de acreedores  
Perfiles Latinoamericanos, núm. 27, enero-junio, 2006, pp. 169-191  
Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales  
Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=11502707>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en [redalyc.org](http://redalyc.org)

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

---

# Aplicación del fideicomiso en Uruguay. Protección de derechos de acreedores

GONZALO GARMENDIA VAZQUEZ\*

Perfiles Latinoamericanos 27  
Enero-Junio 2006

**169**

## Resumen

La crisis bancaria de 2002 y los incumplimientos registrados en el mercado de capitales, a partir de 1998 otorgan importancia al tema de la protección de derechos de acreedores en Uruguay. De igual forma, el contexto actual obliga al desarrollo de instrumentos alternativos al crédito bancario. En este marco se inscribe la aprobación de la Ley de Fideicomisos en octubre de 2003. Dado lo anterior, este artículo se orienta al análisis de la protección de derechos de acreedores, elemento fundamental para propiciar una adecuada utilización del fideicomiso. Para ello, se presenta un estudio de los tres elementos que comprende la protección de derechos de acreedores: normativa, instituciones que deben dictar y vigilar su cumplimiento, y eficiencia del sistema de garantías. Se concluye que no se presentan problemas en cuanto a la normativa y eficiencia del sistema de garantías, situación que no se repite en el análisis de quien debe dictar y vigilar su cumplimiento, esto es, el Banco Central del Uruguay.

## Abstract

The banking crisis of 2002 and the problems in the uruguayan capital market since 1998 ascribe importance to the theme of creditor's rights protection. In addition, the present context determines the necessity to develop diverse financial instruments to banking credit. It is in this framework that the Fideicomiso Law is approved in October 2003.

Thus, the present article analizes the situation of creditor's rights protection, an important element for an adequate utilization of *Fideicomiso* in Uruguay. We review the three elements that it includes: the normative precepts, the institutions that dictate and control them, and the efficiency of the Warranty's System. The conclusion is that there are no particular problems with the precepts or with the efficiency of the Warranty's System, a situation that is different with the institution that dictates and controls the normativity related to *Fideicomiso*, that is, the Central Bank of Uruguay.

*Palabras clave:* derechos de acreedores, fideicomiso, normativa, fortaleza institucional, garantía.

*Key words:* creditor's rights, fideicomiso, normative, institutional strength, warranty.

---

\* Licenciado en Economía, Universidad de la República (UDELAR), Uruguay.

## Introducción

**E**l objetivo del presente artículo es analizar la situación actual en Uruguay en relación con uno de los elementos fundamentales para propiciar una adecuada utilización del fideicomiso: la protección de derechos de acreedores, es decir, la protección de quienes invierten en negocios relacionados con ese instrumento. Dado lo anterior, son examinados los tres aspectos que comprende la protección de derechos de acreedores: normativa, instituciones que deben dictar y vigilar su cumplimiento, y eficiencia del sistema de garantías.

La protección de derechos de acreedores adquiere especial relevancia para el presente uruguayo, sobre todo por la crisis bancaria de 2002 y los sucesivos incumplimientos registrados en el mercado de capitales local a partir de 1998. Como consecuencia de dicha crisis bancaria, varias instituciones no pudieron cumplir con sus depósitos en tiempo y forma, e incluso se registraron maniobras ilícitas en dos de ellas<sup>1</sup>. Por su parte, en los incumplimientos registrados en el mercado de capitales influyeron, además de las dificultades que atravesaba la economía uruguaya entre 1999 y 2002, problemas relacionados al funcionamiento del mercado y que abarcaron a emisores, agentes auxiliares —auditores y calificadoras—, y reguladores. En ambos casos los derechos de depositantes e inversores (acreedores) fueron severamente afectados, lo cual otorga importancia y actualidad al tema objeto de este artículo.

La elección del fideicomiso, instrumento nuevo para Uruguay ya que su ley fue promulgada a fines de 2003, se sustenta desde un doble punto de vista. Primero, porque sus características representan una serie de ventajas que hacen atractiva su aplicación y que explican el hecho de que sea fuertemente utilizado en varios países latinoamericanos. Segundo, por elementos relacionados al contexto por el que atraviesa la economía uruguaya, donde se observan restricciones en el crédito bancario, inversores con recursos, y necesidades de financiamiento en los diferentes sectores de la economía. Esto origina, por una parte, la necesidad de desarrollar instrumentos de financiamiento alternativos al crédito bancario y, por la otra, la oportunidad de fomentar negocios a través de esos mismos instrumentos.

El artículo se estructura de la siguiente manera. Primero se describe el contexto por el que atraviesa la economía uruguaya, con el propósito de apreciar la necesidad de diseñar instrumentos alternativos al crédito bancario. Luego se define el concepto de fideicomiso y se muestran las ventajas que plantea su aplicación. Después se estudia el comportamiento del mercado de capitales local en los últimos años, para destacar los

<sup>1</sup> El Banco Comercial (principal banco privado a diciembre de 2001) y el Banco Montevideo.

elementos que influyeron en los sucesivos incumplimientos registrados desde 1998. Posteriormente se analizan los tres aspectos que comprende la protección de derechos de acreedores con relación al fideicomiso: normativa, fortaleza de las instituciones que deben dictarla y hacerla cumplir, y eficiencia del sistema de garantías. Por último, se establecen las conclusiones.

## Contexto

Desde el segundo semestre de 2003 la economía uruguaya asiste a un proceso de fuerte crecimiento en la producción, luego de haber atravesado cuatro años de caída continua del PIB. En los nueve meses iniciales de 2004, el PIB se incrementó, en términos reales, un 13,1% respecto a igual período de 2003, proyectándose, además, para todo 2004, un crecimiento de 12%. Todos los sectores de la economía incrementaron su actividad, destacándose los desempeños agropecuario e industrial. La referida evolución genera necesidades de financiamiento, debiéndose señalar también, que tiene lugar en un año electoral caracterizado porque por primera vez el gobierno lo ejerce una fuerza política de izquierda (EP-FA-NM<sup>2</sup>). Para 2005 se estima, desde sectores empresariales y académicos, el mantenimiento de esta tendencia creciente con tasas que se ubican entre el 5 y el 8%<sup>3</sup>.

Este comportamiento expansivo de la economía coincide, por una parte, con restricciones en el crédito bancario, y, por otra, con una importante oferta de fondos en inversores. Lo primero es producto de que el sistema bancario continúa padeciendo las consecuencias de la crisis de 2002, en tanto que la oferta de fondos deriva de la falta de confianza y de atractivas opciones de inversión en Uruguay.

El sistema bancario aún sufre las consecuencias de la crisis de 2002, lo que se refleja en el volumen de depósitos —notoriamente inferior al de diciembre de 2001, momento previo a que se iniciara la corrida—; en la alta proporción de depósitos a la vista o a plazos cortos —a noviembre de 2004 esta cifra alcanzaba el 60% de los depósitos del sistema—; en los niveles de crédito, que están lejos de los promedios de fines de 2001 —a noviembre de 2004 los créditos vigentes al sector no financiero se situaban en los 3 140 millones de dólares frente a 8 500 millones en diciembre de 2001—; y en los bajos niveles de rentabilidad —pérdidas en algunos casos— que presentan las instituciones. No obstante, debe señalarse que la situación del sistema es mejor que

<sup>2</sup> EP-FA-NM (Encuentro Progresista-Frente Amplio-Nueva Mayoría).

<sup>3</sup> Fuente: BCU, Instituto de Economía (UDELAR), Encuesta de Perspectivas Empresariales (*PricewaterhouseCoopers*).

la registrada a fines de 2002, ya que desde el segundo semestre de 2003 se han incrementado los depósitos, los niveles de morosidad se han reducido, y se observa un alza leve en los créditos. Sin embargo se está lejos de los niveles previos a la crisis<sup>4</sup>.

Por otra parte se advierte una importante oferta de fondos en inversores, tanto institucionales como individuales. Esto es consecuencia de la proporción de recursos que las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) mantienen sin ser colocados; estos recursos, a fines de 2004, alcanzaban los 150 millones de dólares. A esta cifra, que conservan de manera líquida, deben sumarse los fondos que mensualmente reciben y que corresponden a las aportaciones de los trabajadores (aproximadamente 10 millones de dólares por mes)<sup>5</sup>. Además de las disponibilidades en AFAP, existen importantes colocaciones de inversores individuales residentes en el exterior, dada la mayor confianza y atractivo que estas opciones presentan. Estos recursos se estiman en alrededor de los 5 000 millones de dólares<sup>6</sup>. Se dispone, por tanto, de una interesante oferta de recursos que puede ser destinada al financiamiento de distintas actividades productivas, siendo necesarios el diseño de negocios atractivos y la generación de condiciones estables para que ello pueda concretarse.

Lo referido destaca la necesidad de desarrollar instrumentos de financiamiento alternativos al crédito bancario y genera una importante oportunidad para desarrollar negocios a través de éstos. Es en este contexto que se plantea la aplicación del fideicomiso.

### **Fideicomiso**

El fideicomiso es un instrumento que permite la separación de un conjunto de bienes o derechos de su titular con el propósito de que sean administrados bajo un objetivo específico. Se trata de un negocio en el que una persona física o jurídica (fideicomitente) transmite la propiedad fiduciaria de determinados activos a otra (fiduciario), para que la ejerza de acuerdo a las instrucciones que se establezcan en el contrato y en beneficio de quien sea designado en el mismo (beneficiario). Una vez culminada la operación, los activos son recibidos por el fideicomisario. El fideicomiso se puede constituir por alguna de tres vías: contrato, testamento, y acto unilateral.

La propiedad fiduciaria se caracteriza por ser absoluta —el fiduciario puede actuar como un verdadero propietario de los activos afectados al fideicomiso—; exclusiva

<sup>4</sup> Fuente: Datos BCU.

<sup>5</sup> Fuente: Datos BCU.

<sup>6</sup> Declaraciones Ec. Walter Cancela (Presidente del BCU) a *Semanario Búsqueda*, 2/12/04.

—la propiedad no se divide o desmembra—; autónoma —está separada del patrimonio del fideicomitente y del fiduciario—; de afectación —el fiduciario tiene ciertas limitaciones a la hora de ejercer la propiedad ya que debe limitarse a lo que dispone el contrato y rendir cuentas—; y temporaria—no puede superar los 30 años.

Dentro de los diferentes tipos de fideicomiso destacan:

**El fideicomiso de administración.** En el que, el fideicomitente pretende que el fiduciario administre, invierta, custodie o gerencie una parte de sus bienes o derechos. Puede englobar la administración de inmuebles, de establecimientos industriales, de fondos o valores, de carteras de crédito, etc. En este tipo de fideicomiso muchas veces el beneficiario es el propio fideicomitente. En Uruguay, desde mediados de 2004, se encuentra en operación un fideicomiso con estas características; éste involucra al Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) que transfirió a una empresa privada (AFISA) la gestión de sus créditos de peor calidad.

**El fideicomiso de garantía.** Aquí el fideicomitente afecta bienes de su propiedad transfiriéndolos al fideicomiso con las instrucciones de venta en caso de dificultades en el cumplimiento de sus obligaciones. Puede reemplazar, con ventajas, a la hipoteca y la prenda dado que no requiere proceso judicial para su ejecución.

**El fideicomiso financiero.** Permite acceder a financiamiento mediante la emisión de títulos valores, los cuales son garantizados con los flujos de fondos que se generan en la cartera de activos que integran el fideicomiso financiero. Se encuentra sujeto a todas las reglas aplicables al fideicomiso general con las modificaciones específicas que se establecen, una de las cuales es, para el caso uruguayo, que sólo pueden ser fiduciarios las entidades de intermediación financiera o las Administradoras de Fondos de Inversión. Otros elementos que lo caracterizan son: primero, la emisión de títulos por parte de la entidad fiduciaria; segundo, que la liquidación, en caso de cesación de pagos, requiere la intervención de la asamblea de tenedores de títulos; finalmente, es el único fideicomiso que puede constituirse por acto unilateral. Desde fines de 2004 se encuentra operando en Uruguay un fideicomiso de estas características; éste involucra a la empresa encargada del suministro de la energía eléctrica (UTE, empresa pública), y es por 25 millones de dólares.

A nivel general los aspectos positivos que plantea la aplicación del instrumento son:

- Seguridad, ya que protege los activos afectados a la operativa de reclamos de acreedores.
- Flexibilidad, elemento derivado de su alta versatilidad.
- Normativa. En el caso uruguayo la normativa es clara y supera carencias existentes en otros instrumentos (por ejemplo, los fondos de inversión y securitización).

Para los receptores de financiamiento las ventajas del fideicomiso radican en que permite:

- Financiar proyectos concretos, adecuándose a los plazos del negocio a financiar.
- Reducir el riesgo crediticio; lo que deriva de que el fideicomiso permite transferir a un patrimonio independiente, activos de buena calidad y de riesgo inferior al de la empresa en su conjunto; además, al ser éstos los activos sobre los que se estructuran los negocios, se puede acceder a financiamiento que de otra forma no se puede obtener, o de hacerlo a tasas inferiores.
- Sustituir activos, otorgándole liquidez a quien recibe financiamiento.
- Tener menor costo de capital, ya sea por menores instancias de intermediación o mayor eficiencia en el tiempo de respuesta.

Para los inversores las ventajas son consecuencia de que mejora su exposición al riesgo, pues disminuye o elimina (en ciertos casos):

- El riesgo legal de que exista quiebra o solicitud de concordato.
- El riesgo de *default*, dado que se pueden diseñar esquemas de garantías y formas de pago específicas.
- El riesgo de evaluación, dado que ésta se concentra en una de las unidades del negocio.
- El riesgo derivado de la discrecionalidad del deudor en el manejo de los fondos, ya que el objeto para el cual se destinan los recursos queda establecido en el contrato, y además está el fiduciario para controlar y asegurar su cumplimiento.

Independientemente de las ventajas que representa la aplicación del fideicomiso, no debe perderse de vista que se trata de un instrumento y que por sí mismo no transforma negocios malos en buenos. Y que, por otra parte, existen determinados elementos que deben considerarse al aplicarlo en Uruguay, a saber:

- Su falta de jurisprudencia.
- La necesidad de desarrollar sistemas de información adecuados.
- La necesidad de articular capacidades diversas (entre otras: estructuración de productos financieros, conocimiento de los negocios a financiar, manejo de aspectos impositivos y de comercio exterior).

A continuación se examina el mercado de capitales local, ámbito donde se propone la aplicación del fideicomiso.

### **El mercado de capitales uruguayo**

Los agentes que participan del mercado de capitales en Uruguay, pueden dividirse en cinco grupos: reguladores, emisores, inversores, intermediarios —Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima (BEVSA)—, y agentes auxiliares (auditadoras y calificadoras). El esquema regulatorio es de carácter mixto, complementándose la regulación pública con las disposiciones establecidas por las dos bolsas que operan en el mercado. El Banco Central del Uruguay (BCU), a través del Área de Control del Mercado de Valores, es quien ejerce la regulación pública. Los inversores se dividen en institucionales e individuales; dentro de los primeros están las AFAP (principal inversor institucional), las Aseguradoras, las Administradoras de Fondos de Inversión (reducidas a un nivel mínimo luego de 2002), y las cinco Cajas de Jubilación Paraestatales —Notarial, Militar, Profesional, Policial, y Bancaria.

En resumen, las principales características del mercado de capitales uruguayo son:

- Alta participación de títulos públicos.
- Alto grado de concentración y dolarización en las emisiones.
- Escasa profundidad, elemento que es consecuencia de los plazos de las emisiones y de la escasa variedad de instrumentos.

Analizando la operativa del mercado en la última década, a nivel de títulos privados se observa que sólo las acciones y las Obligaciones Negociables (ON) constituyeron alternativas de financiamiento para las empresas privadas. Las acciones tienen una participación de carácter marginal, registrándose únicamente cuatro emisiones en los últimos diez años por montos operados que no superan los 10 millones de dólares anuales. Con relación a las ON se nota, a partir de 1998, un importante descenso de su operación, luego del importante crecimiento registrado durante 1996 y 1997. En esta caída influyeron los incumplimientos de empresas emisoras, apreciándose, a su vez, un importante grado de concentración y un predominio de los bancos en la captación de recursos. Cabe establecer que en las ON, a diferencia del fideicomiso, no se separan los activos del patrimonio de quien recibe financiamiento, ni se puede acotar el riesgo de los títulos emitidos, abarcando éste al conjunto de las actividades de la empresa.

### Grado de concentración de ON en circulación

	31/12/99	31/12/00	31/12/01
5 primeros	66,3	69,7	70,6
Bancos	51,9	55,1	59
10 Primeros	77,4	81,7	83,5
Bancos	58,5	65,3	70

Fuente: Presentación Ec. José Manuel Quijano (Integración AFAP) en 4º Seminario Internacional de Mercado de Valores organizado por el Banco Central (29 y 30 de septiembre de 2003), con base en datos de BCU.

### Composición de las ON en circulación por sectores

Sector	31/12/99	31/12/00	31/12/01	30/06/02
Financiero	62%	66%	70%	70%
Otros	38%	34%	30%	30%

Fuente: Presentación Ec. José Manuel Quijano (Integración AFAP) en 4º Seminario Internacional de Mercado de Valores organizado por el Banco Central (29 y 30 de septiembre de 2003), con base en datos de BCU.

Independientemente de la crisis que atravesó Uruguay entre 1999 y 2002, factores relacionados al funcionamiento del mercado fueron determinantes en la fuerte caída registrada. Ello incluye el comportamiento de los emisores, de los agentes auxiliares —auditoras y calificadoras—, y de los reguladores.

Respecto a los emisores se halló que no pudieron cumplir con sus contratos, y que recurrieron a modificaciones de las condiciones iniciales (por ejemplo, estiramientos de plazos y quitas). Además, en el primer incumplimiento importante que se registró —Granja Moro en enero de 1998— se descubrió una ocultación de pasivos por parte de la empresa emisora, situación que no fue detectada por la auditora y que derivó en la posterior quiebra de la empresa. Esto fue determinante en la caída observada desde 1998.

Con relación a las auditadoras, el caso Granja Moro marca su responsabilidad. A esto debe agregarse que las primeras experiencias a partir de su requerimiento —a mediados de la década de 1990—, mostraron contenidos y niveles de información muy diferentes entre unas y otras, lo que añadía una nueva carencia en su funcionamiento. La creación, dentro del BCU, del Registro de Auditores Externos en 2001, ha mejorado el control de auditadoras, solucionando carencias anteriores como la presencia de un régimen normativo y sancionatorio disperso en las distintas

esferas del BCU; aún así, es preciso seguir avanzando en lo que respecta a reglamentaciones y controles<sup>7</sup>.

En cuanto a las calificadoras, del análisis de su actuación durante la crisis financiera de 2002, cuando otorgaron calificaciones altas a títulos de instituciones financieras que poco tiempo después quebraron, se puede afirmar que no desarrollaron su rol que consistía en proporcionar información y anticipar sucesos futuros<sup>8</sup>.

Las responsabilidades de los reguladores radicaron en permitir la incorporación al mercado de empresas que no reunían las condiciones para hacerlo —esto es, que se trataba de empresas que habían dejado de tener acceso a financiamiento bancario—; en el establecimiento de sanciones pocas severas para quienes incumplían las normas; en la escasa variedad de instrumentos existentes; y en las carencias de su normativa, por ejemplo, fondos de inversión y securitización.

De lo expuesto se concluye que, en los sucesivos incumplimientos registrados en el mercado local, influyeron problemas relacionados a su funcionamiento que afectaron los derechos de inversores, a lo cual debe agregarse lo sucedido con la crisis bancaria de 2002. El planteamiento anterior es lo que lleva al análisis de la protección de derechos de acreedores para la aplicación del fideicomiso en Uruguay.

## **La protección de derechos de acreedores**

Para efectuar este análisis se estudian los tres elementos propuestos al inicio: normativa, instituciones que deben dictar y vigilar su cumplimiento, y eficiencia del sistema de garantías.

### **a. Normativa**

#### **a.1 Consideraciones generales**

La regulación orientada a proteger los derechos de acreedores constituye un aspecto fundamental para prevenir problemas de riesgo moral, selección adversa y protección imperfecta, justo los problemas inherentes al uso del fideicomiso.

<sup>7</sup> Esto fue señalado por el Cr. Marcelo Bidoni, funcionario del Área de Mercado de Valores del BCU, en el 4º Seminario Internacional de Mercado de Valores (29 y 30/09/2003).

<sup>8</sup> Se trata de las calificaciones otorgadas a los Bancos Comercial y Montevideo.

Los dos primeros problemas derivan de la información asimétrica, situación en la que quien recibe financiamiento (fideicomitente) tiene mayor información respecto del inversor (beneficiario), e incluso del fiduciario. La selección adversa se origina en la información asimétrica existente antes de que se produzca la transacción, y ocurre cuando los más activos buscadores de financiamiento resultan ser también los más probables candidatos a una decisión errónea. El problema de riesgo moral se produce a causa de la información asimétrica después de que se efectúa la transacción, es decir, que corresponde al riesgo de que alguno de los involucrados (fiduciario, fideicomitente) desarrolle comportamientos no deseables desde el punto de vista de quien invirtió (beneficiario). Finalmente, el problema de protección imperfecta surge cuando quien recibe financiamiento (fideicomitente) se beneficia de incumplir con el contrato de Fideicomiso porque, por ejemplo, puede capturar parte de los activos afectados a la operación. Esta situación se vincula a fallas en el funcionamiento del mercado financiero.

Frente a las circunstancias descritas es que resulta importante el análisis de cómo la regulación puede ayudar a prevenir estos problemas. La visión que resalta la importancia de contar con un marco normativo orientado a proteger los derechos de acreedores se sustenta en la función e importancia que tienen las garantías en los contratos financieros.

En el caso de la selección adversa el uso de la garantía en el marco de una normativa orientada a la protección de acreedores, permite alcanzar un equilibrio separador en el cual quien estructura el negocio (fiduciario) tiene dos instrumentos para evaluar el riesgo del receptor de financiamiento (fideicomitente): la tasa de interés y la garantía. Se pueden ofrecer dos tipos de negocios: aquellos con altas tasas de interés y escasas garantías (atractivos para empresas de alto riesgo), y aquellos con fuertes garantías y bajos niveles de interés (atractivos para empresas de bajo riesgo). Las empresas, con su elección, definen su perfil de riesgo; de ahí el concepto de equilibrio separador. Lo anterior contribuye a disminuir la probabilidad de una decisión errónea al otorgar el financiamiento, reduciendo así el problema de selección adversa. De igual modo, usar las garantías en el marco descrito reduce el problema de riesgo moral, dado que genera un costo potencial para los prestatarios "flojos" y para quienes efectúan inversiones excesivamente riesgosas. Finalmente, la protección de derechos de acreedores y la mejora de los contratos de crédito reduce los beneficios derivados del incumplimiento por parte del fideicomitente, lo que contribuye a mitigar el problema de protección imperfecta.

Por tanto, la normativa orientada a proteger derechos de acreedores y regular el comportamiento de fiduciarios y fideicomitentes es de particular importancia al momento de aplicar el fideicomiso. Resulta conveniente, a su vez, formular determinados

criterios objetivos para evaluar la forma en que se protegen los derechos de acreedores en la normativa uruguaya relativa al fideicomiso. Es por ello que se toman los elementos contenidos en el estudio de La Porta, *et al.* (1997,1998) para la construcción de un índice que resume la regulación relativa a los derechos de acreedores. Este índice fue calculado para países latinoamericanos, se presenta en una escala que va desde cero a uno y se construye en función de si la normativa contempla o no los puntos definidos en el indicador;<sup>9</sup> por tanto, refleja sólo lo que dispone la normativa y no la forma en que se aplica (IPES, 2005:187). El índice examina si la regulación:

- I. Congela los activos en caso de reestructuración.
- II. Confiere a los acreedores el derecho a ser los primeros en cobrar en caso de bancarrota.
- III. Exige a las empresas que consulten con acreedores antes de proceder a la reestructuración.
- IV. Exige el despido de los directivos de la empresa durante la reestructuración.

Tomando como referencia estos cuatro elementos se analiza ahora tanto la Ley como la Reglamentación de los Fideicomisos en Uruguay.

#### a.2 La ley y reglamentación uruguayas relativas al fideicomiso

Los puntos I y III del índice de La Porta *et al.* están presentes en el artículo 31, que se encuentra dentro del capítulo cuarto de la ley destinada a los fideicomisos financieros:

En el caso de insuficiencia del patrimonio del fideicomiso financiero para dar cumplimiento a las obligaciones contraídas por el fiduciario frente a terceros, o en el caso de otras contingencias que pudieran afectar dicho cumplimiento, el fiduciario citará a los tenedores de títulos de deuda a los efectos de que, reunidos en asamblea resuelvan sobre la forma de administración y liquidación del patrimonio.

El punto II de La Porta, *et al.* queda comprendido en las propias características del instrumento, las que determinan que los activos afectados al fideicomiso no pueden ser alcanzados por los acreedores de ninguna de las partes intervenientes en la operativa (beneficiario, fideicomitente y fiduciario); dado esto los inversores son los primeros en cobrar en caso de bancarrota. Lo anterior está presente en el artículo 7 de

<sup>9</sup> En función de esto es que se asignan los valores.

la ley, ubicado dentro del capítulo 1, donde se establecen los conceptos y principios generales del instrumento:

Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Los acreedores del beneficiario no podrán perseguir los bienes fideicomitidos mientras éstos se encuentran en el patrimonio del fiduciario, pero podrán perseguir para la satisfacción de sus créditos los frutos que dichos bienes generen, pudiendo asimismo subrogarse en los derechos de aquél. Habiéndose constituido el fideicomiso por acto entre vivos, los acreedores del fideicomitente no podrán perseguir los bienes fideicomitidos, pudiendo ejercer tan solo las acciones por fraude previstas por la ley.

Finalmente, el punto IV de *La Porta, et al.* está incluido en el artículo 32, presente en el capítulo 4 relativo a fideicomisos financieros. En éste se establecen las facultades que dispone la asamblea de tenedores de títulos en caso de que se presenten dificultades:

La asamblea de tenedores de títulos de deuda, por el voto conforme de tenedores de esos títulos, que representen por lo menos la mayoría absoluta del valor nominal de los títulos emitidos y en circulación, podrá resolver:

- a) Transferir el patrimonio fiduciario como unidad a otro fiduciario.
- b) Modificar el contrato de emisión, que podrá comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos o condiciones iniciales.
- c) Continuar la administración de los bienes fideicomitidos hasta la terminación del fideicomiso.
- d) Consagrar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario.
- e) Designar a la persona que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad de los bienes que lo conforman.
- f) Disponer cualquier otro tema relativo a la administración o liquidación del patrimonio fiduciario.
- g) La extensión del fideicomiso en los casos previstos en el artículo 31 de la presente ley.

Lo resuelto por la asamblea de tenedores de títulos de deuda será oponible al fideicomitente, fiduciario, beneficiario, y a los restantes tenedores de deuda que no hubieran adherido a la resolución.

Estas normas se complementan con disposiciones relativas a fiduciarios, en las que se establecen limitaciones a su actuación y sanciones; estas últimas se refieren a incumpli-

miento en las obligaciones de registro e información, y a hechos derivados de su actuación en el fideicomiso. Con relación a esto último, la ley uruguaya somete al fiduciario a estrictas responsabilidades civiles y penales. Estos elementos están presentes en los artículos 12, 16, 20 y 29 de la ley, y en los artículos 20, 21 y 22 de la reglamentación.

Por tanto la normativa uruguaya incluye a todos los componentes del índice de La Porta, a la vez que somete al fiduciario a estrictas responsabilidades civiles y penales. De esto puede concluirse que, en lo que se refiere a la normativa, los derechos de acreedores están protegidos. A continuación se analiza a las instituciones que deben dictar y vigilar su cumplimiento.

#### b. Instituciones que dictan y vigilan el cumplimiento de la normativa

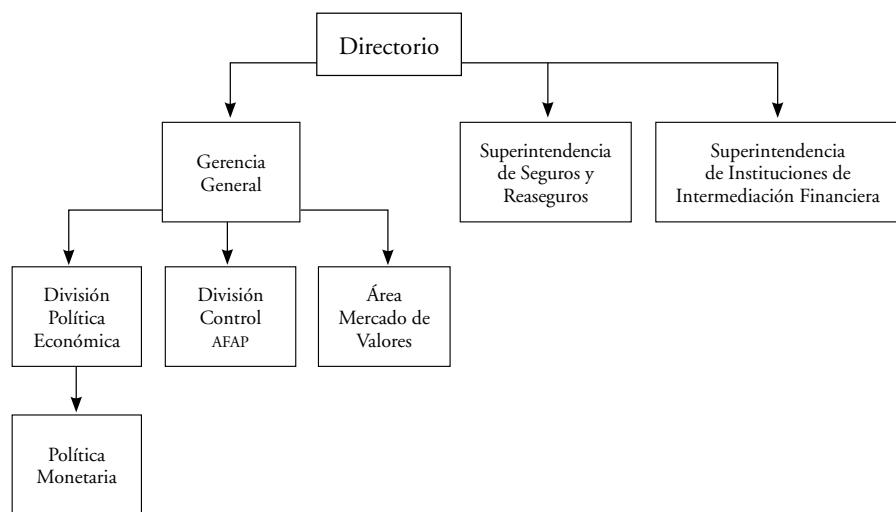
El esquema regulatorio del mercado de capitales uruguayo —que abarca lo relativo al fideicomiso— es de naturaleza mixta, complementándose la regulación pública —a cargo del BCU— con las disposiciones establecidas por parte de las dos bolsas que operan en el mercado —BVM Y BEVSA—. Dado el carácter privado de ésta, el análisis se centra en el BCU. Primero se describe su estructura actual y se detallan las diferentes superintendencias, divisiones, y áreas que lo integran. A continuación se identifican los problemas derivados de tal estructura y de la forma que funciona. Finalmente, se plantean modificaciones a la misma.

##### b.1 Estructura actual

El BCU, creado en 1967, es un servicio de dominio comercial del Estado, organizado bajo la forma de ente autónomo. Es responsable de la política monetaria, emisor de dinero y agente financiero del Estado. Además regula y supervisa el comportamiento de bancos y otras instituciones financieras (cooperativas, instituciones *offshore*), aseguradoras, AFAP, y los mercados de valores, de fondos de inversión, y de fideicomisos. Su dirección está a cargo de un directorio integrado por tres miembros de carácter político del que dependen, entre otros servicios, la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF), —destinada a la supervisión y regulación de bancos y otras instituciones financieras—; la Superintendencia de Seguros y Reaseguros (SSR) —destinada a la regulación y supervisión del mercado asegurador—; la División Control de AFAP —orientada a la regulación y supervisión de AFAP—; y el Área de Control del Mercado de Valores —bajo cuya órbita están los mercados de valores, fondos de inversión y fideicomisos.

Como puede observarse, existe una asimetría en lo que se refiere a la naturaleza jurídica de los órganos destinados a la regulación y supervisión de los diferentes mercados financieros, separándose, por una parte, a las superintendencias y, por otra, a las divisiones y áreas. Las primeras son órganos desconcentrados del directorio, en tanto que las divisiones y áreas —estas últimas tienen incluso un escalafón jerárquico inferior al de las Divisiones— actúan únicamente por delegación del directorio.

Organigrama reducido del BCU



Fuente: Gianelli y Abal, 2003, *El diseño institucional de la regulación y supervisión financiera en Uruguay*.

### b.2 Problemas relativos a la estructura actual

Con base en Abal y Gianelli (2003:17-24) se identifican cuatro problemas relacionados a la estructura actual y a la forma en que funciona:

#### i. Falta de autonomía.

Esto incluye a la autonomía externa, que comprende la relación del BCU con otras instituciones del Estado, y a la autonomía interna, que se refiere a la relación de los distintos órganos que integran la institución con el directorio.

Con relación a la autonomía externa se puede afirmar que la limitan, en primer lugar, las potestades del poder ejecutivo para efectuar correcciones, modificaciones, y hasta suspensiones de los actos efectuados por el BCU cuando considere *inconvenientes* o ilegales a los mismos; en caso de ser desatendidas puede efectuar las rectificaciones, modificaciones y remociones que considere necesarias.<sup>10</sup> Esto constituye un obstáculo a la autonomía ya que somete al regulador a mecanismos de control de carácter arbitrario —por motivos de conveniencia—, elemento que puede condicionar su actividad. En segundo lugar, la forma en que son designados los directores y su correspondencia con el ciclo electoral; en la práctica este mecanismo determina un juego político pre y post electoral donde los cargos se distribuyen con criterios básicamente políticos. Finalmente, el hecho de que los canales de rendición de cuentas sean únicamente de carácter político.

Con respecto a la autonomía interna existe una clara asimetría de los diferentes órganos encargados de la regulación. Por un lado están las superintendencias que actúan de forma desconcentrada del directorio, mientras que por otro están las divisiones y áreas que actúan únicamente por delegación del directorio. Tanto la división control de AFAP como el Área de Mercado de Valores —donde se encuentra lo relativo a fideicomisos— están en relación de dependencia con la Gerencia General (ver organigrama), que no posee autonomía técnica ni operativa respecto del directorio. Esto reduce de forma importante la autonomía institucional y regulatoria de ambos órganos.

- ii. Fuertes conflictos de interés entre los reguladores y de éstos con la política monetaria.
- iii. Reducidos canales de comunicación entre los diferentes sectores.
- iv. Escasa propensión a compartir información entre las diversas áreas.

### b.3 Modificaciones a la estructura actual del BCU

Una vez identificados los problemas, se plantean ahora modificaciones a la estructura actual del BCU. Primero se examinan las ventajas que, para el caso uruguayo, significa el diseño institucional que concentra la regulación de los distintos mercados en una entidad única, separándose dentro de ésta lo relativo a cada mercado (Regulador Integrado). Luego se analiza la conveniencia de que esta figura reguladora se encuentre o no en la órbita del Banco Central. Finalmente se plantean cambios con el propósito de solucionar los problemas de falta de autonomía y de funcionamiento interno.

<sup>10</sup> Artículos 197 y 198 de la Constitución uruguaya.

### b.3.1 Ventajas de integrar regulación y supervisión financiera.

Con este diseño, Uruguay obtendría:

**Economías de escala.** Esto se sustenta, primero, en la reducción de costos que se genera; regular y supervisar dos o más actividades en forma conjunta, cuesta menos que si se hace por separado. Segundo, porque el costo promedio de la regulación, para una determinada actividad financiera, disminuye en la medida que se incrementa el volumen de actividad sujeta a regulación. Tercero, al existir un único sistema de supervisión se promueve una mejor asignación de los recursos, evitándose situaciones donde la acción de los reguladores se superpone. Los elementos previamente señalados adquieren mayor relevancia en aquellos países donde el sistema financiero es pequeño, situación que incluye a Uruguay.

**Diseño adecuado para regular y supervisar un mercado caracterizado por la fuerte presencia de conglomerados financieros.** Esta situación genera la necesidad de efectuar una evaluación de los riesgos y de establecer los requerimientos de capital para el grupo en su conjunto y no para cada empresa individualmente considerada. Con relación a este tema cabe destacar que Uruguay presenta niveles similares o superiores de conglomeración a los de Suecia o Noruega, países donde el nivel de conglomeración financiera fue una de las razones que motivó la adopción de un esquema de regulación integrada.<sup>11</sup>

**Permite mayor neutralidad.** Esto es consecuencia de que los actores del sistema, aun perteneciendo a distintos mercados, compiten entre sí por los mismos clientes. En este sentido tener distintos reguladores puede determinar diferencias entre los mercados sujetos a la regulación y las instituciones que lo componen, situación impensable con un sólo regulador.

**Permite mayor transparencia y control.** Esto es, que centrar la regulación y supervisión financiera en una única entidad, dotarla de una serie de responsabilidades que aseguren la transparencia y establecer adecuados mecanismos de control sobre su actividad es menos difícil y costoso que si lo mismo se hace para diferentes reguladores.

Como se observa, el esquema de regulación integrada es ventajoso para el caso uruguayo. No obstante, conviene señalar determinados problemas que su adop-

<sup>11</sup> Este índice evalúa diferentes actividades e inversiones que pueden realizar los bancos y, en función de esto, es que se asignan los valores; Uruguay (3,5) presenta niveles superiores a los de Noruega (3,0) y similares a los de Suecia (3,5).

ción podría generar; sin embargo, ellos no son exclusivos del esquema integrado de regulación:

- i. Efecto “Árbol de Navidad”. Que equivale a una excesiva acumulación de funciones y atribuciones que puede concentrar la nueva entidad, situación que dificultaría el cumplimiento de los objetivos de regulación y supervisión.
- ii. Riesgos de captura hacia el regulador, tanto de parte del sistema político como de quienes son objetos de la regulación.
- iii. Posibilidad de que se cometan arbitrariedades sobre los mercados objetos de regulación.

#### b.3.2 Dentro o fuera del Banco Central

En esta sección se discute si un esquema de regulación integrada debe estar o no en la órbita del Banco Central. Para ello se estudian beneficios y costos que, para el caso uruguayo, implicaría el integrar la política monetaria con la regulación y supervisión de los mercados financieros.

Los beneficios radican en que, al integrarse ambas funciones, facilita el traspaso y acceso a información relacionada a temas de supervisión financiera por parte de los encargados de la política monetaria. Existen ejemplos en este sentido. En Demaestri y Guerrero (2003: 13) se menciona que, bajo este esquema, en EU la utilización de información relacionada a la supervisión financiera ha sido relevante para la elaboración de la política monetaria por parte de la U.S. Federal Reserve System. Sin embargo, para Uruguay es distinto puesto que se trata de una economía pequeña sujeta a factores externos —sobre los que no puede influir— que afectan a la política monetaria; tal circunstancia disminuye los beneficios de la integración.

Los costos radican, primero, en los conflictos de interés que se plantean entre ambas funciones, situación que se abordó al describir los problemas que presenta la estructura actual del BCU. Segundo, al otorgar al Banco Central tan amplias atribuciones se incrementa el riesgo de que sufra presiones de carácter político. Además se le asigna una función —la regulación y supervisión financiera— cuyos éxitos permanecen ocultos y los fracasos resultan escandalosos; todo ello no parece lo más conveniente para una institución que debe mantener una importante reputación, dada su responsabilidad de dirigir la política monetaria.

De lo expuesto se observa que separar la regulación y supervisión financiera —bajo el esquema de regulación integrada— de la política monetaria tiene ventajas en el caso uruguayo. Para su instrumentación se requiere la creación de una entidad similar

al BCU, autónoma e independiente de la autoridad monetaria, y que comparta con ésta todos los servicios ajenos a sus funciones. Así se aprovechan los beneficios de la separación (evitar conflictos de interés y de reputación) y los derivados de la cercanía (compartir funciones de soporte técnico y el uso de información). Este diseño institucional no es nuevo para Uruguay —en sus orígenes el BCU convivió físicamente con el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU)<sup>12</sup>— ni tampoco lo es a nivel internacional (en Europa, Finlandia posee una agencia reguladora del mercado bancario y del mercado de valores administrativamente conectada al Banco de Finlandia). Para ver más en detalle estos elementos se recomienda ver el trabajo de Abal y Gianelli, (2003: 29 y 30).

#### b.3.3 Modificaciones relativas a la autonomía y la forma de funcionamiento interna

Se analizan ahora una serie de modificaciones cuyo propósito es solucionar los problemas de falta de autonomía y de funcionamiento interno. Para una visión más detallada se recomienda a Abal y Gianelli, (2003: 30-37).

Con relación a los problemas de autonomía, lo que se busca es limitar la influencia política en las decisiones del regulador. Previamente fueron identificados problemas en las autonomías externa e interna. Limitar la influencia política puede lograrse de dos formas: a través de la nueva conformación del Directorio (para que exista mayoría de directores técnicos) y dotando a la institución de autonomía externa, o por medio del debilitamiento de la jerarquía del Directorio respecto de quien regula y supervisa la actividad financiera —lo que se consigue mediante la desconcentración—. Las modificaciones que enseguida se presentan llevan el primero de los sentidos e incluyen:

- i) Cambios en la composición, designación y destitución de directores, que comprenden a la nueva entidad y al Banco Central para promover su integración, dotar a los Directorios de mayor idoneidad, y evitar su captura política. Básicamente las modificaciones serían:
  - Presencia de miembros compartidos en ambas instituciones, dentro de los que está el presidente (de carácter político).
  - Coexistencia de miembros políticos y técnicos.
  - Duración de los miembros técnicos en sus cargos no relacionada a ciclos electorales.

<sup>12</sup> Además la Ley que facultó tal integración está vigente (Ley 13 608).

- Separar la situación, en lo que toca a la destitución, del presidente de ambos Directorios de la del resto de los miembros, de forma que se eviten actos discrecionales del poder político.
- ii) Cambios en los canales de rendición de cuentas:
- Lo que implica la sustitución del esquema actual —únicamente político— por un organismo especializado y de carácter técnico que actúe como litigador de disputas.
- iii) Creación de un ámbito de coordinación con quienes están a cargo de la política económica:  
El objetivo sería brindar mayor transparencia y previsibilidad buscando coordinar las decisiones de política económica.

En lo que respecta a la forma de funcionamiento interno se plantea:

- i) Igualar jerárquicamente a quienes regulan cada mercado.  
Se establecerían, por tanto, cuatro superintendencias que, dado lo expresado previamente, deben actuar por delegación del Directorio: instituciones de intermediación financiera, seguros y reaseguros, AFAP, y mercado de valores —donde queda comprendido lo relativo a fideicomisos. Esto revaloriza lo relativo al mercado de valores y AFAP, generando un marco adecuado para la coordinación de actividades entre las superintendencias y de éstas con el BCU.
- ii) Creación de ámbitos de coordinación entre las diferentes entidades.  
Se plantea la creación de ámbitos de coordinación. Por una parte, entre la nueva entidad reguladora y los encargados de la política monetaria, y, por otra, entre las diferentes superintendencias que componen la nueva institución. Lo primero, con el objetivo de facilitar el flujo de información originada por la interrelación existente entre ambas actividades. Lo segundo, con el propósito de resolver las controversias que se presenten y manejar de forma conjunta lo relativo a conglomerados financieros.

En resumen, la forma de funcionamiento actual del BCU presenta una serie de problemas que impactan negativamente en su desempeño como regulador y supervisor de los fideicomisos. Es por ello que se plantean modificaciones, subrayando las ventajas que significa integrar la regulación y supervisión financiera en una única entidad, fuera de la órbita del BCU, y que separe lo relativo a cada mercado en cuatro superintendencias. Sin embargo, la creación de las ventajas no tiene que ver con el esquema regulatorio por sí mismo, sino con la forma en que se aplique.

A pesar de las dificultades mencionadas, vale destacar que, en la actualidad, existe mayor predisposición a aceptar cambios institucionales. Esto es producto de la crisis bancaria de 2002 y de la responsabilidad que en esa circunstancia se le atribuye al BCU; a la vez existe consenso en las actuales autoridades económicas para promover un rediseño institucional que comprenda una mayor autonomía del BCU.

### c) Eficiencia del sistema de garantías

Proteger los derechos de acreedores también requiere de un eficiente sistema de garantías, este apartado se orienta a discutir el tema. Las condiciones básicas que comprenden un sistema de garantías son:

- i) Disponer de un registro eficiente de la propiedad.
- ii) Tener reglas claras que defiendan los derechos de propiedad con relación a los activos colocados en garantía.
- iii) Tener un conjunto de disposiciones que puedan llevarse a la práctica e instituciones eficientes que permitan al acreedor requisar, de forma ágil, los activos dados en garantía.

En Uruguay, la lentitud y las dificultades en la ejecución de las garantías han sido identificadas por inversores e intermediarios como carencias del mercado local. En las distintas alternativas disponibles (garantías prendarias, hipotecarias y otros certificados) el proceso de rescate, en el caso de los créditos fallidos, es complicado por la lentitud en los procesos judiciales. Lo anterior va en contra del cumplimiento de los contratos y repercute de forma negativa en la confianza de los inversores. Por tanto, es de particular relevancia la creación de mecanismos de carácter extrajudicial que den mayor agilidad en la operativa de las garantías. En este sentido, la aprobación de la Ley de Fideicomisos en octubre de 2003 —que posibilita la utilización del fideicomiso de garantía— y de la Ley de *Warrants* en junio de 2004 aportan nuevas alternativas y soluciones a los problemas planteados.

El fideicomiso de garantía definido previamente, puede reemplazar con ventas a la hipoteca y a la prenda como mecanismos de garantía de una deuda, lo que deriva de que en el contrato de fideicomiso se adoptan todas las previsiones necesarias, incluyendo la forma en que se acreditará la mora del deudor para con su acreedor, beneficiario de la garantía. De esta manera se evitan los trámites de ejecución judicial ganándose en rapidez y economía, aunque se debe tener presente que los activos fideicomitidos quedan fuera de la acción de los otros acreedores del

fideicomitente, lo mismo que de los del fiduciario, dado que éstos constituyen un patrimonio separado.

El siguiente cuadro detalla las ventajas del fideicomiso respecto a la hipoteca y la prenda.

#### Ventajas del fideicomiso de garantía sobre hipoteca y prenda

Fideicomiso de garantía	Hipoteca y prenda
No requiere proceso judicial	Requiere proceso judicial
Ejecución rápida en caso de incumplimiento	Ejecución lenta en caso de incumplimiento
Menores costos de ejecución	Mayores costos de ejecución (timbres, impuesto de ejecución, honorarios)
Venta de inmueble en condiciones de mercado	Venta de inmueble en condiciones de remate

Fuente: Estudio Ferrere Abogados.

El *warrant* es un mecanismo que permite el acceso a financiamiento garantizado con mercaderías, y por el que, quien recibe financiamiento, otorga la mercadería a una empresa autorizada para operar como depositaria (Sociedad de *Warrant*). Esta empresa entrega simultáneamente dos documentos: el Certificado de Depósito y el *Warrant*. El primero acredita la existencia y propiedad de la mercadería depositada, y funciona como título comercial permitiendo transferir el dominio de la mercadería mediante endoso. El segundo es un instrumento que documenta el derecho real sobre la base de un préstamo. Ambos documentos deben ser nominativos y pueden circular en forma conjunta o separada. Este mecanismo puede ser utilizado sobre cualquier mercadería mueble que tenga valor estable, sea de fácil comercialización, y no presente riesgo alto de obsolescencia, debiendo ser depositada en un almacén controlado y habilitado por la Sociedad de *Warrant*. Existe la posibilidad de retirar la mercadería antes del plazo estipulado mediante la cancelación anticipada del *warrant*.

Resulta importante destacar que el éxito o fracaso de este mecanismo depende, en gran medida, del comportamiento de la Sociedad de *Warrant*; es por este motivo que la Ley uruguaya la somete, lo mismo que a sus directores, a estrictas responsabilidades civiles y penales. La fiscalización de lo relativo al *warrant* está a cargo del poder ejecutivo. El cuadro que sigue, detalla las ventajas del *warrant* respecto de la prenda.

### Ventajas del *warrant* sobre la prenda

<i>Warrant</i>	Prenda
No necesita pasar por proceso judicial	Necesariamente hay que pasar por proceso judicial
La mercadería en garantía queda siempre en poder de un tercero	La mercadería puede quedar en poder de un tercero si y sólo si hay un acuerdo expreso
El propietario de la mercadería puede venderla antes de que termine el <i>warrant</i> siempre y cuando cumpla con las obligaciones del mismo	No se puede vender la mercadería mientras la prenda esté vigente
Los jueces no pueden dar lugar a ningún trámite o solicitud para frenar la venta de la mercadería	El deudor tiene medios judiciales para retener o demorar los trámites
Fácilmente comercializable	Sólo es comercializable mediante cesión

Fuente: Estudio Ferrere Abogados.

La aprobación de la Ley de Fideicomisos —dentro de los que se encuentran los Fideicomisos de Garantía— y de la Ley de *Warrants*, representan nuevas alternativas y soluciones para los problemas de lentitud en la ejecución de las garantías. No obstante, debe reiterarse la importancia de las instituciones encargadas de dictar y hacer cumplir las normas.

### Conclusiones

En función de lo expresado, las principales conclusiones son:

1. La situación por la que actualmente atraviesa la economía uruguaya hace necesario el desarrollo de instrumentos de financiamiento alternativos al crédito bancario y generar la oportunidad de hacer negocios a través de los mismos.
2. El fideicomiso presenta una serie de ventajas que hacen atractiva su utilización en Uruguay.
3. En relación a los tres elementos que tienen que ver con la protección de derechos de acreedores se puede expresar que:
  - a) Los derechos de acreedores están adecuadamente protegidos desde el punto de vista de la normativa.
  - b) Existen carencias en el funcionamiento del BCU, institución encargada, desde el ámbito público, del dictado y cumplimiento de la normativa del fideicomiso.

- 
- c) La aprobación de la Ley de Fideicomisos —dentro de los que se encuentran los Fideicomisos de Garantía— y de la Ley de *Warrants* presentan soluciones para los problemas derivados de la lentitud en la ejecución de las garantías.

## Bibliografía

Abal, Marcos y Gianelli, Diego, 2003, *El diseño institucional de la regulación y supervisión financiera en Uruguay*, Uruguay.

BID, Depto. de Investigaciones Económicas; IPES, 2005, “Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca”, capítulos 12 y 14, EEUU.

Demaestri, Edgardo y Guerrero, Federico, 2003, *The Rationale for Integrating Financial Supervision in Latin America and the Caribbean*, EEUU.

Datos BCU e Instituto de Economía.

Ferrere Abogados, 2004, *Warrants: una nueva puerta al crédito*, Uruguay.

Quijano, José y Bidón, Marcelo, *Presentaciones* en 4º Seminario Internacional de Mercado de Valores.

Recibido en marzo de 2005  
Aceptado en agosto de 2005