



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República

UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA.  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN

TRABAJO MONOGRÁFICO PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
CONTADOR PÚBLICO

ANÁLISIS DEL MERCADO DE VALORES Y DEL FIDEICOMISO FINANCIERO  
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO. UNA PUESTA A PUNTO.

por

MARÍA PAULA CAPANDEGUY  
VALERIA CHULIAN  
MARCELA GOMES DE FREITAS

TUTOR: CRA. CRISTINA RIVERO

Montevideo  
URUGUAY  
2010

**Página de Aprobación**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRACION**

El tribunal docente integrado por los abajo firmantes aprueba la Monografía:

**Título:** “Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento. Una puesta a punto”

.....

.....

**Autor/es:** María Paula Capandeguy, Valeria Chulian, Marcela Gomes de Freitas

.....

.....

**Tutor:** Cra. Cristina Rivero

.....

**Carrera:** Contador Público

.....

**Cátedra:** Economía y gestión bancaria

.....

Puntaje

.....

Tribunal

Profesor.....(nombre y firma).

Profesor.....(nombre y firma).

Profesor.....(nombre y firma).

Agradecemos a la Universidad de la Republica, por toda la infraestructura que nos ha brindado para el desarrollo de la carrera y del trabajo de investigación.

También agradecemos a nuestras familias y amigos por habernos apoyado incondicionalmente a lo largo de nuestra carrera universitaria.

Asimismo, queremos agradecer a todos aquellos que han colaborado en la elaboración del presente trabajo, así como también a la Cátedra de Economía y Gestión Bancaria por brindarnos la posibilidad de realizar esta monografía y a nuestro tutor, Cra. Cristina Rivero por guiarnos en su desarrollo.

Por último, agradecemos especialmente a los entrevistados por su valiosa contribución y tiempo dedicado.

## ABSTRACT

El objetivo del presente trabajo es analizar el fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento en Uruguay. Debido a la estrecha relación existente entre dicha figura y el mercado de valores, realizamos un estudio de este último. Se hizo especial énfasis en la nueva Ley de mercado de valores recientemente promulgada. Para lograr dicho objetivo, se llevó a cabo una investigación bibliográfica y se relevaron datos estadísticos relacionados con el tema en cuestión. Posteriormente seleccionamos a quince entrevistados de forma de recabar sus opiniones al respecto. Asimismo, realizamos un análisis práctico de los costos asociados a las diferentes alternativas de financiamiento estudiadas: fideicomiso financiero, emisión de obligaciones negociables y crédito bancario. Finalmente, se presentan las reflexiones sobre los puntos mencionados anteriormente. En base a los resultados obtenidos, el fideicomiso financiero es una alternativa de financiamiento interesante que puede llegar a tener gran potencial dependiendo de las condiciones del mercado y de las características propias de cada empresa.

## DESCRIPTORES

Uruguay. Fideicomiso. Fiduciario. Fideicomitente. Beneficiario. Propiedad Fiduciaria. Títulos de deuda. Certificados de Participación. Títulos mixtos. Securitización. Mercado de valores. Obligaciones negociables. Crédito bancario. Bolsa de valores. Intermediarios de valores. Inversores. Fondos de inversión. Financiamiento.

INTRODUCCIÓN .....	9
CAPÍTULO I. MERCADO DE VALORES .....	13
I.1. Definición de Mercado de Valores .....	13
I.1.1 Participantes del Mercado de Valores .....	15
Emisores de Valores.....	15
Inversores .....	15
Intermediarios de Valores .....	15
I.1.2 Valores .....	20
Valores Públicos .....	20
Valores Privados .....	21
I.2. Antecedentes del Mercado de Valores en el Uruguay .....	22
I.2.1 Evolución de la normativa .....	22
I.3 Datos estadísticos.....	28
I.3.1. Evolución del Mercado de Valores durante el período 1996-2009 .....	28
I.3.2. Evolución de las obligaciones negociables.....	33
CAPITULO II. ANÁLISIS DE LA NUEVA LEY DE MERCADO DE VALORES	38
II.1. Ley 16.749 y modificaciones introducidas.....	38
II.1.1. Introducción.....	38
II.1.2. Episodios que ilustran la necesidad de cambio en el enfoque y alcance de la regulación .....	40
Las crisis en los mercados han dejado sus enseñanzas .....	40
Problemas en los fondos de inversión.....	41

Pérdida de confianza en los mercados financieros locales y actuación de los intermediarios de valores .....	41
Profesionalización de los agentes y creación de mercados .....	42
II.1.3. Cambios en el enfoque de la regulación del mercado .....	44
Los principios internacionales y su implementación a nivel local.....	44
Comparación con marcos regulatorios de otras jurisdicciones .....	45
II.1.4. Propuesta de cambios en el marco legal de la regulación de los agentes, instrumentos y mercados.....	45
Comisión de Promoción del Mercado de Valores.....	45
Los valores escriturales y los sistemas de compensación, liquidación y custodia. ....	47
Los emisores y su gobierno corporativo .....	49
Otros Participantes del Mercado de Valores.....	50
Bolsas de Valores e Intermediarios de Valores.....	53
Cuestiones jurídicas en materia societaria y tributaria.....	57
CAPÍTULO III. FIDEICOMISOS .....	61
III.1 Orígenes del fideicomiso.....	61
III.2. Concepto .....	63
III.3. Elementos personales .....	65
III.3.1 Fideicomitente.....	65
Derechos del Fideicomitente:.....	65
Obligaciones del Fideicomitente:.....	66
Tipos de Fideicomitentes .....	66
III.3.2. Fiduciario .....	68

Requisitos de inscripción .....	69
Pluralidad de fiduciarios .....	70
Estándares de actuación .....	71
Obligaciones del fiduciario .....	71
Prohibiciones del fiduciario .....	75
Remuneración del Fiduciario. ....	76
Cese de funciones.....	76
Fideicomiso unilateral .....	77
III.3.3. Beneficiario.....	78
Condiciones para ser beneficiario .....	79
Pluralidad de beneficiarios.....	79
III.3.4. Propiedad fiduciaria .....	81
Independencia .....	81
Transitoriedad .....	83
Limitación .....	84
III.3.5. Naturaleza Jurídica.....	84
III.3.6. Requisitos formales.....	84
Requisitos del contrato del fideicomiso financiero.....	85
III.4. Modalidades de fideicomisos.....	86
Fideicomiso testamentario .....	86
Fideicomiso por acto entre vivos .....	87
CAPÍTULO IV. FIDEICOMISO FINANCIERO.....	96
IV.1. Concepto .....	96
IV.2. Títulos emitibles .....	98

IV.2.1. Títulos de deuda .....	98
IV.2.2. Certificados de participación .....	99
IV.2.3. Títulos mixtos .....	100
IV.3. Registro de valores de oferta pública.....	100
IV.4. Insuficiencia patrimonial .....	102
IV.5. Facultades de la Asamblea de tenedores de títulos de deuda.....	102
IV.6. Los flujos de fondos como fuente de financiamiento .....	103
IV.7. Aspectos tributarios .....	105
IV.7.1. Tratamiento de los Fideicomisos Financieros.....	107
Principales características: .....	107
IV.8. Análisis de las emisiones de los Fideicomisos Financieros.....	109
IV.9. Securitización.....	113
CAPITULO V. TRABAJO DE CAMPO .....	119
V.1. Introducción .....	119
V.2. Entrevistas .....	120
V.3. Caso práctico .....	145
CAPITULO VI. CONCLUSIONES .....	153
BIBLIOGRAFÍA. ....	162
ANEXOS. ....	165

## **INTRODUCCIÓN**

### **Objetivo y alcance**

La crisis del mercado de capitales nacional originada por el incumplimiento de algunas empresas con el pago de sus obligaciones negociables, que se produjo a partir del año 1998, y la crisis del sistema bancario ocurrida en el año 2002, dificultaron en forma significativa el acceso al crédito por parte de las empresas. Una forma de superar esa restricción fue la utilización de nuevos instrumentos que permitieron recuperar el acceso al ahorro público.

Es en este marco que surge la Ley de Fideicomisos N° 17.703 publicada en el año 2003 como instrumento para acceder al ahorro público. De gran flexibilidad, el fideicomiso financiero constituye un mecanismo de movilización, dinamización e instrumentación del crédito que puede lograr canalizar necesidades del mercado y asegurar los parámetros de riesgo asumido.

El objetivo del presente trabajo es realizar un análisis sobre la figura jurídica del fideicomiso financiero. La elección del tema objeto de investigación se fundamenta en la repercusión que tiene el fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento relativamente nueva en Uruguay. Consideramos que la información existente no ha sido lo suficientemente difundida a los empresarios y por lo tanto, es oportuno efectuar un análisis del marco regulatorio del mismo, de su aplicación práctica y de las ventajas y debilidades que presenta en comparación con el financiamiento bancario y la emisión de obligaciones negociables.

Entendemos que este tema se encuentra intrínsecamente relacionado con el mercado de valores, ya que el fideicomiso financiero, como indicaremos más adelante, implica la emisión de títulos valores como mecanismo de financiamiento para el empresario (fideicomitente). Por lo tanto, nos pareció importante realizar un estudio del mercado de valores local como ámbito para la obtención de financiamiento para los distintos agentes económicos. Su desarrollo puede beneficiar al empresario en la obtención de nuevo financiamiento, al beneficiario (inversor) en la obtención de mayores beneficios por las tasas de interés que si colocara esos ahorros en el banco y a la economía nacional por la mayor fluidez financiera, la atracción de inversores y retención de recursos dentro del país.

El trabajo se compone de seis partes. En el Capítulo I, se realiza un estudio del mercado de valores en el Uruguay, indicando primero cuáles son sus participantes y luego analizando la evolución del mercado de valores local y su normativa, presentando a su vez datos estadísticos que acompañan dicha evolución. En el Capítulo II, analizamos la nueva Ley de Mercado de Valores y las modificaciones que esta introdujo al sistema. En el Capítulo III, se realiza un estudio del fideicomiso en general y sus principales características. En el capítulo IV, analizamos el fideicomiso financiero como vehículo utilizado para el financiamiento de empresas. En el capítulo V, presentamos el trabajo de campo. Realizamos entrevistas cuestionando a diversas empresas por qué optaron por financiarse mediante el Mercado de Valores o, en el caso contrario, por qué no lo hicieron. También entrevistamos a distintas partes intervinientes en fideicomisos, para que con su experiencia nos aportaran su opinión sobre las ventajas y desventajas de la figura. Luego realizamos un análisis práctico comparando los

costos para una empresa de financiarse mediante un fideicomiso financiero frente a la alternativa de solicitar un préstamo bancario o de emitir obligaciones negociables. Finalmente, en el Capítulo VI, se exponen las principales conclusiones a las que se arribaron.

## **Metodología**

En primer lugar se llevó a cabo una investigación bibliográfica basada en el relevamiento de la legislación vigente relacionada con el tema en cuestión. Adicionalmente, se relevaron datos estadísticos de distintos niveles de organismos públicos y privados, entre ellos el Banco Central del Uruguay, la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa Electrónica de Valores S.A.

Posteriormente se procedió a seleccionar a los entrevistados. El criterio de selección procura abarcar las distintas posiciones y opiniones respecto al tema estudiado. Para llevar a cabo el trabajo de campo realizamos entrevistas a personas calificadas relacionadas con las empresas instaladas en el país, las cuales se llevaron a cabo en dos niveles, informales (preguntas no estructuradas con el fin de obtener por parte del entrevistado conocimiento más amplio del negocio) y formales (entrevistas previamente estructuradas).

Finalmente, se presentan las reflexiones finales acerca del tema en cuestión.

Para llevar adelante este trabajo hemos aplicado el método de investigación explicativa, que intenta dar cuenta de un aspecto de la realidad, explicando su significado dentro de una teoría de referencia. A partir de los datos relevados de cada una de las etapas anteriores (conceptos teóricos y trabajo de campo) y su

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

posterior análisis, procedimos a vincular los distintos conceptos que surgen de la teoría y la realidad. Utilizamos el método deductivo, ya que partimos de premisas o leyes de aplicación universal, para llegar a conclusiones particulares.

## **CAPÍTULO I. MERCADO DE VALORES**

### **I.1. Definición de Mercado de Valores**

El ámbito de aplicación de la Ley 18.627 promulgada el 2 de diciembre de 2009 es el mercado de valores, todos los agentes participantes del mismo, las bolsas de valores y demás mercados de negociación de valores de oferta pública, los valores y emisores de valores de oferta pública. Estos quedarán sometidos a las disposiciones de la ley, a la reglamentación que dicte el Poder Ejecutivo y a las normas generales e instrucciones particulares que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.

“Se entiende por oferta pública de valores a la comunicación dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste, a efectos de adquirir, vender o canjear dichos valores. La invitación a la compra de valores realizada a los clientes de una institución de manera generalizada constituye oferta pública aunque no se realice publicidad al respecto”

Se define al mercado de valores como el conjunto de operaciones realizadas entre emisores tanto de oferta pública o privada, e inversionistas con el fin de realizar la negociación de títulos valores, permitiendo, entre otras cosas, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo.

En el mercado de valores existe la posibilidad para los emisores de valores, de obtener recursos financieros a un costo menor a los costos de un crédito que se adquiere en condiciones normales de una entidad financiera privada. De la misma

manera, se pueden obtener mayores ganancias al realizar inversiones en bolsa. Todas las operaciones de la bolsa se efectúan en sesiones organizadas, empleando sistemas y procedimientos que garantizan su transparencia y equidad.

En este mercado se transan valores negociables, que pueden ser: acciones, bonos, instrumentos de corto plazo, etc. desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título. Los valores, según sea el caso, otorgan derechos en la participación en las ganancias de la empresa (dividendos), en la adopción de acuerdos sociales (derecho al voto en las Asambleas de Accionistas), o a recibir pagos periódicos de intereses.

Lo interesante es que el mercado de valores ofrece diversas alternativas de financiamiento e inversión de acuerdo a las necesidades que puedan tener los emisores o los inversores, en términos de rendimiento, liquidez y riesgo.

### **I.1.1 Participantes del Mercado de Valores**

Podemos clasificar a los participantes del mercado de valores en las siguientes tres categorías: emisores de valores, intermediarios de valores e inversores.

#### **Emisores de Valores**

Se definen como emisores aquellos ciudadanos o empresas que concurren al mercado de valores para captar recursos financieros.

#### **Inversores**

Los inversores son aquellas personas físicas o jurídicas que cuentan con recursos disponibles e invierten estos recursos en valores que les produzcan eventualmente una ganancia.

#### **Intermediarios de Valores**

Por su parte los intermediarios de valores son aquellas personas físicas o jurídicas que realizan en forma profesional y habitual operaciones de corretaje, comisión, u otras tendientes a poner en contacto a los oferentes (inversores) y demandantes de valores (emisores). Asimismo, los intermediarios de valores se pueden clasificar en: Corredores de Bolsa y Agentes de Valores. Los primeros son aquellos que actúan como miembros de una bolsa de valores u otra institución que constituya un mercado de negociación de valores, mientras que los segundos son aquellos que operan fuera de los mercados referidos.

A su vez, en cuanto a las bolsas en Uruguay podemos encontrar: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM), y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA).

En el marco de la ley de mercado de valores, no es indispensable que los intermediarios estén nucleados y que operen dentro de bolsas de valores.

En ambas bolsas se realizan transacciones con los instrumentos de los Mercados de Cambios, Dinero, y Valores. En el Mercado de Cambios se transan los instrumentos vinculados a la compra-venta de monedas y billetes. Por su parte, en el Mercado de Dinero se transan préstamos interbancarios. Por último, en el Mercado de Valores se transan todos los instrumentos autorizados por el Directorio de la bolsa y autorizados por el Banco Central del Uruguay a tener Oferta Pública de acuerdo a la Ley N° 16.749 de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables promulgada el 30 de mayo de 1996.

En las bolsas de valores se pueden transar tanto valores públicos como privados.

### **Bolsas**

En la **Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)**, constituida en el año 1867, operan tanto sus socios activos como especiales. Los primeros son los Corredores de Bolsa, quienes poseen todos los derechos políticos. Los segundos son instituciones de intermediación financiera (fundamentalmente bancos), la Caja de Jubilaciones y Pensiones Bancarias, la Caja Notarial de Jubilaciones y Pensiones, Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional y el Banco de Seguros del Estado.

Los servicios de la Bolsa de Valores de Montevideo son los siguientes:

### Compensación y liquidación de operaciones

La BVM es la única institución que brinda los servicios de compensación, liquidación y custodia en Uruguay, es decir, en BVM se cumple todo el ciclo a diferencia de lo que ocurre en BEVSA. En el año 1992 la Bolsa de Valores comenzó a compensar y liquidar los efectivos de las operaciones realizadas por sus operadores, en el año 1998 buscando dar mayor seguridad a la liquidación de operaciones la Bolsa de Valores pasó a compensar tanto el efectivo como los valores involucrados en las transacciones bursátiles.

La liquidación se realiza a través de neteo multilateral basándose en el principio de entrega contra pago, esto es, no se entrega ningún valor si el comprador no ha cumplido con sus obligaciones así como tampoco se abonan valores sin que éstos hayan sido entregados a la Bolsa de Valores a través de diferentes instituciones bancarias. Este mecanismo da garantía a las partes del buen fin de las operaciones, es de destacar que en la historia de la Bolsa de Valores no se han producido incumplimientos por liquidación de operaciones.

### Custodia de valores

Otro de los servicios que presta la BVM a sus socios activos y especiales es el de custodia de valores físicos, tanto locales e internacionales a través de cuentas abiertas a nombre de la Bolsa de Valores en diferentes instituciones financieras que pueden ser tanto locales como internacionales.

Los principales custodios son: Banco Central del Uruguay y Nuevo Banco Comercial para los valores locales y Bank Of New York para los valores con cotización internacional.

Por medio de este servicio realizan también, los pagos de intereses y amortizaciones de los valores en custodia, se gestionan las acciones corporativas de los diferentes instrumentos, se entregan certificados de tenencia para Asambleas de accionistas entre otros.

Asimismo, se ha desarrollado un sistema de entrega de certificados de custodias emitidos a favor de los Corredores de Bolsa mediante el cual se bloquean los valores en subcuentas protegiendo así los valores de los clientes. Éste certificado es entregado al cliente conjuntamente con un certificado de titularidad emitido por el Corredor y mientras éste no entregue el certificado a la Bolsa de Valores los valores permanecen bloqueados.

Actualmente casi la totalidad de las operaciones se efectúan por medios electrónicos. Son prácticamente inexistentes las transacciones mediante ruedas físicas en las cuales existe un ámbito visible donde los operadores se reúnen.

La **Bolsa Electrónica de Valores S.A., (BEVSA)**, constituida en el año 1993 comenzó a funcionar en el año 1996.

Actualmente BEVSA cuenta con 26 accionistas de los cuales operan 21 socios activos (15 bancos privados, el Banco de la República Oriental del Uruguay, el Banco Hipotecario del Uruguay, una Cooperativa de Ahorro y Crédito, una Casa Bancaria, una Caja Paraestatal de Seguridad Social), y 6 operadores especiales

(Banco Central del Uruguay, Banco de Seguros del Estado y cuatro Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional).

A diferencia de la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM), opera únicamente mediante mecanismos electrónicos y además la liquidación de los valores se realiza en el Banco Central del Uruguay.

La operativa se realiza a través del sistema de negociación electrónica SIOPEL en el cual se negocia en las ruedas de Mercado de Valores Secundario, Mercado de Valores Primario, Mercado de Cambios, Mercado de Dinero, y Licitaciones. En todas las ruedas se negocia por el método de Matching en tiempo real con afectación de límites entre los participantes.

Cabe aclarar que además de las diferencias en los servicios y operaciones de cada una de las bolsas mencionadas anteriormente, existen diferencias en cuanto a los participantes en cada una de las bolsas. En BEVSA básicamente participan las instituciones de intermediación financiera, fundamentalmente bancos, mientras que en BVM participan también los Corredores de Bolsa. Como consecuencia de esto, los papeles que se transan en cada una de las bolsas también difieren entre sí.

A continuación presentamos un cuadro que surge del informe del Banco Central del Uruguay correspondiente al trimestre abril-junio 2010, el que indica la operativa actual de ambas bolsas por instrumento.

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

	Bolsa de Valores de Montevideo		Bolsa Electrónica de Valores		TOTAL	
	Mill. USD	%	Mill. USD	%	Mill. USD	%
<b>MERCADO PRIMARIO</b>	0,00	-	2891,85	100%	2891,85	100%
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>0,00</b>	<b>-</b>	<b>969,65</b>	<b>33,53%</b>	<b>969,65</b>	<b>33,53%</b>
Certificados de Depósito BROU	0,00	-	59,19	2,05%	59,19	2,05%
Certificados de Depósito BCU m/n	0,00	-	910,46	31,48%	910,46	31,48%
Letras de Tesorería / R. Monetería	0,00	-	0,00	0,00%	0,00	0,00%
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>0,00</b>	<b>-</b>	<b>1922,20</b>	<b>66,47%</b>	<b>1922,20</b>	<b>66,47%</b>
Certificados de Depósito	0,00	-	1882,01	65,08%	1882,01	65,08%
Obligaciones Negociables	0,00	-	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Fideicomisos Financieros	0,00	-	40,18	1,39%	40,18	1,39%
<b>MERCADO SECUNDARIO</b>	<b>164,39</b>	<b>100%</b>	<b>158,20</b>	<b>100%</b>	<b>322,59</b>	<b>100%</b>
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>161,56</b>	<b>98,28%</b>	<b>158,17</b>	<b>99,98%</b>	<b>319,73</b>	<b>99,11%</b>
Bonos del Tesoro / Previsional	22,87	13,91%	5,69	3,60%	28,56	8,85%
Emisiones Internacionales	131,08	79,74%	77,15	48,77%	208,23	64,55%
Letras de Tesorería / R. Monetería	3,83	2,33%	66,00	41,72%	69,83	21,65%
Bonos Hipotecarios	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Notas BCU / Notas del Tesoro	3,76	2,29%	7,68	4,86%	11,44	3,55%
Obligaciones Negociables	0,00	0,00%	1,66	1,05%	1,66	0,51%
Fideicomisos Financieros	0,01	0,01%	0,00	0,00%	0,01	0,01%
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>2,04</b>	<b>1,24%</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02%</b>	<b>2,08</b>	<b>0,64%</b>
Acciones	0,22	0,13%	0,00	0,00%	0,22	0,07%
Certificados de Depósito	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Obligaciones Negociables	1,66	1,01%	0,02	0,01%	1,68	0,52%
Fideicomisos Financieros	0,17	0,10%	0,01	0,01%	0,18	0,06%
Notas Multilaterales	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
<b>VALORES SOBERANOS EXTRANJEROS</b>	<b>0,78</b>	<b>0,47%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,78</b>	<b>0,24%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>164,39</b>	<b>5,11%</b>	<b>3050,05</b>	<b>94,89%</b>	<b>3214,44</b>	
En base a informes de las Bolsas de Valores						

## I.1.2 Valores

### Valores Públicos

El Estado puede realizar emisiones tanto en el mercado local donde se colocan Bonos del Tesoro, Bonos Previsionales y Letras de Tesorería, así como en los mercados internacionales, donde se colocan Eurobonos y Bonos Globales.

Bajo este mecanismo de emisión de valores el Estado toma dinero prestado de la sociedad. Por dicho dinero el Estado paga un interés pactado al momento de la emisión del valor respectivo, que abona regularmente en plazos pre-establecidos.

## **Valores Privados**

Las Acciones son participaciones en el capital de las empresas, tienen valor nominal fijo y su cotización en el mercado depende de la solvencia y rentabilidad de las empresas. Estas presentan regularmente a la Bolsa sus balances auditados.

Al comprar acciones el inversor se convierte en socio de la empresa. Tiene derecho a participar de sus utilidades y de la valoración del capital derivada de los aumentos de los negocios e inversiones de dicha empresa.

Otros valores privados son las Obligaciones Negociables, que son préstamos a empresas, tienen valor nominal fijo, la tasa de interés puede ser fija, variable o mixta y además pueden venderse en cualquier momento en el mercado secundario.

Para el caso particular del Fideicomiso Financiero, el emisor (Fiduciario) puede emitir tres tipos de títulos valores: certificados de participación, títulos de deuda, o títulos mixtos. Dicha emisión puede hacerse en forma pública o privada.

Los valores se transan ya sea en el mercado primario o en el secundario.

El mercado primario es aquél donde los inversionistas adquieren directamente de los emisores o a través de los Intermediarios de Valores, los títulos valores ofrecidos al público por primera vez.

El mercado secundario se refiere a la compra y venta de títulos valores ya emitidos, negociados en segunda o más veces y que se encuentran en circulación. Proporciona liquidez a los inversionistas, pues pueden vender sus títulos cuando lo

deseen. Es una transacción que se realiza entre inversionistas, siempre en la Bolsa de Valores y a través de Intermediarios de Valores.

## **I.2. Antecedentes del Mercado de Valores en el Uruguay**

### **I.2.1 Evolución de la normativa**

A continuación abordaremos algunas reflexiones sobre el mercado de valores y lo que ha sido su evolución hasta el día de hoy.

A principios de la década del noventa, el mercado de valores tenía un escaso volumen de operaciones, en su mayoría de títulos públicos. No existía hasta el momento un marco normativo específico, unificado, y coordinado, acorde a la evolución de lo que son los mercados de valores en el mundo desarrollado de hoy.

Los años 1993-1995 marcan el comienzo del dictado de normas específicas para el mercado de valores. La primera norma a citar es la **Ley 16.426** de desmonopolización en materia de seguros promulgada el 14 de octubre de 1993, que aunque no tuvo una incidencia directa en el mercado de valores, dio surgimiento a potenciales inversores institucionales.

Fundamentalmente a partir de 1995, la estructura del mercado de valores comienza a delinearse más nítidamente, en forma casi simultánea se dicta la **Ley 16.713** de reforma previsional, promulgada el 3 de setiembre de 1995, que genera los primeros inversores institucionales, las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional además de las compañías de seguros.

El 2 de mayo de 1996 se promulga la **Ley 16.749** de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables, la que por primera vez estructuró la legislación del Mercado de Valores. Esta ley establece la reglamentación de la oferta pública de valores y de Obligaciones Negociables basándose en dos principios básicos de ordenamiento del mercado; el de **autorregulación de los agentes privados**, en especial de las bolsas de valores, como un elemento de suma relevancia; y la transparencia del mercado, que es un elemento esencial en la dinámica y en la evolución de cualquier mercado de valores en el mundo. La ley define a la oferta pública de valores como la invitación dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este, a efecto de adquirir dichos valores. También define a los Valores como los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, son ejemplo de valores las acciones, obligaciones negociables, futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores, y, en general todo derecho de crédito o inversión. Además, la Ley le otorga al BCU la potestad de actuar como agente regulador y ordenador del mercado de valores.

Esta ley fue el paso más importante en cuanto a la regulación del Mercado de Valores, y su cometido principal era facilitar el acceso de las firmas uruguayas al financiamiento con ahorro privado a través del mercado de deuda, dinamizando el uso de las Obligaciones Negociables como instrumento. Las obligaciones negociables son valores por los cuales, quien suscribe, se obliga a pagar una suma de dinero a una determinada fecha, en condiciones establecidas; es una forma especial de ofrecer al público adquirir partes de créditos, que emiten por ley tanto los operadores privados como entidades públicas.

El 27 de setiembre de 1996 se promulga también la **Ley 16.774** de Fondos de Inversión. La misma define a los Fondos de Inversión como un patrimonio de afectación independiente, integrado por aportes de personas físicas o jurídicas para su inversión en valores y otros activos. Dicha Ley tiene como principal cometido regular las actividades de las sociedades financieras que administraran este tipo de ahorro, en donde el Banco Central del Uruguay dictará las normas a las que deberán ajustarse los Fondos de Inversión y sus respectivas sociedades administradoras y depositarias, de las cuales tendrá a su cargo su fiscalización, y fijará además el capital mínimo que deberán mantener y la forma en que se integrará.

Los activos de los fondos de inversión podrán estar ahora compuestos además por valores públicos extranjeros, valores emitidos y cotizados en mercados oficiales de terceros países y otros activos y valores que autorice el Banco Central del Uruguay.<sup>1</sup>

En el año 1998, ante un mercado deprimido, como consecuencia del caso Granja Moro, el cual ampliaremos en un anexo, se introdujeron nuevas exigencias, como la instauración de las calificadoras de riesgo, de modo de otorgar mayores garantías a los inversores.

Posteriormente la **Ley 17.202** promulgada el 24 setiembre de 1999 introduce modificaciones a la Ley 16.774 en lo referente a los fondos de inversión y

---

<sup>1</sup> Este establecerá también el porcentaje máximo del mismo que podrá invertirse en valores de un mismo emisor o grupo económico, el porcentaje máximo de valores de un mismo emisor que podrá ser adquirido por el fondo, el porcentaje mínimo de este que deberá invertirse en valores de renta fija y variable, y el máximo porcentaje de depósitos en instituciones de intermediación financiera del exterior o valores extranjeros.

securitización de activos, con el objetivo de recuperar su dinamismo de años anteriores. La ley permite constituir fondos de inversión cerrados cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos de derechos de crédito, con garantías hipotecarias e informes de auditoría externa. Esta ley incorpora también la modalidad de factoring, a la cual define como aquella consistente en adquirir créditos provenientes de ventas de bienes muebles, de prestación de servicios o de realización de obras, otorgando anticipos sobre tales créditos y asumiendo o no sus riesgos.

Después de la crisis del 2002, pocos fueron los movimientos desde el punto de vista legal para intentar dotar de actividad nuevamente al mercado, y se concentraron fundamentalmente en mejorar los aspectos regulatorios del mismo. Así surge la Ley 17.555 de Reactivación económica promulgada el 18 de setiembre del 2002 que estableció algunas normas basadas en la Ley de Mercado de Valores.<sup>2</sup>

Por otro lado, la misma ley marca otras consideraciones importantes sobre el portafolio de los Fondos de Ahorro Previsional, ya que desde ahora los valores emitidos a plazos inferiores a 360 días no podrán representar más del 5% del total del Fondo, y la suma de estos valores y las disponibilidades transitorias no podrán exceder el 10% del total del Fondo.

---

<sup>2</sup> Básicamente la ley buscaba reactivar la economía tras la crisis:

- Se otorgan importantes beneficios impositivos a varios sectores de actividad.
- Se dispone un régimen de facilidades de pago para aportes al Banco de Previsión Social.
- Se simplifican y unifican los trámites a cumplir por quienes pretendan desarrollar nuevas inversiones. - Se regula el instituto de la iniciativa privada, como forma de estimular la presentación, evaluación y aprobación de proyectos.
- Se proponen normas tendientes a viabilizar la rápida definición y ejecución de distintos proyectos de inversión. (ejemplo: Aeropuerto Internacional de Carrasco)
- Se incluyen además algunas normas tendientes a regular la administración, reconocimiento y control de créditos derivados de trámites de exportación.

Finalmente, el 27 de octubre del año 2003 se promulgó la **Ley 17.703** de fideicomiso. Previamente a esta ley no existía en el Derecho uruguayo una regulación legal del negocio jurídico del fideicomiso. Tampoco fue regulada por el Código Civil uruguayo la propiedad fiduciaria como si lo han hecho en Argentina y Chile.

En cuanto a los posibles efectos de esta ley sobre el mercado de valores, el fideicomiso de tipo financiero implica que los beneficiarios podrán ser titulares de certificados en el dominio fiduciario, títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o títulos mixtos que otorguen derecho de crédito y de participación.

Las firmas pueden ahora entonces, emitir deuda respaldada con flujos financieros o activos específicos.

Con fecha 24 de octubre de 2008 se promulga la **Ley 18.401** de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay, la cual otorga mayores atribuciones a dicho organismo para el cumplimiento de sus objetivos. Uno de los principales cambios que la ley introdujo fue el otorgamiento a la Superintendencia de Servicios Financieros de la potestad para autorizar a funcionar de acuerdo a las razones de legalidad, de oportunidad y de conveniencia, a las siguientes entidades supervisadas:

Las entidades que presten servicios financieros de cambio, transferencias domésticas y al exterior, servicios de pago y cobranzas, servicios de cofres, créditos y otras de similar naturaleza, las casas de cambio, las bolsas de valores, los

intermediarios de valores y las entidades de custodia o de compensación y de liquidación de valores.

Se autoriza también a la Superintendencia a revocar la autorización en caso de infracciones graves y reglamentar su funcionamiento.

El 13 de setiembre de 2009 se promulga la **Ley 18.573** de Sistema de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores a efectos de dotar a la Autoridad Monetaria de un instrumental jurídico, específico para desarrollar los sistemas de pagos. Contiene disposiciones dirigidas a reducir los riesgos de participación en los Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores, otorgar el carácter de irrevocabilidad a las liquidaciones, validar legalmente los acuerdos de compensación y ejecutar, cuando corresponda, las garantías otorgadas por los participantes para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones. Su objetivo era minimizar los efectos de las perturbaciones financieras generadas por situaciones concursales, de insolvencia o quiebra de los participantes.

Quedan pendientes todavía algunas mejoras en el tipo de información, en la estandarización de la información que las empresas proporcionan, en particular al mercado de valores, en el cual la información es la clave para la confianza de la inversión que se vaya a realizar. Respondiendo a las debilidades del sistema se promulgó el 24 de noviembre de 2009 la nueva ley de Mercado de Valores, **N° 18.627**, contemplando algunos aspectos que no habían sido regulados anteriormente. Esta ley se analizará más detenidamente en un capítulo aparte.

### I.3 Datos estadísticos

#### I.3.1. Evolución del Mercado de Valores durante el período 1996-2009

A continuación realizamos un análisis estadístico de lo que ha sido la evolución del mercado de valores durante el período 1996-2009. Analizamos la operativa bursátil, evaluando además la distribución de la misma por bolsa, por mercado y por sector. Los datos utilizados para el estudio fueron recabados de los informes trimestrales del Banco Central del Uruguay.

El siguiente gráfico muestra la operativa anual del mercado de valores en las dos bolsas de valores habilitadas, expresada en millones de dólares.



Hasta 1996, el monto de las transacciones en las bolsas se ubicaba en torno a los U\$S 600 millones, siendo mayores las transacciones del sector público respecto a las del sector privado, primando el monto operado en el mercado primario respecto

al secundario y la operativa en la bolsa tradicional (BVM) respecto a la realizada en el ámbito bursátil electrónico (BEVSA).

La publicación de la Ley 16.749 de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables, el 12 de junio de 1996, marca un crecimiento en la operativa bursátil. Durante el período 1996 – 1998, hubo un incremento en la operativa en Bonos Globales. Este incremento se vio frenado en Enero de 1998 cuando el Banco Central del Uruguay suspendió la emisión de Obligaciones Negociables de Granja Moro S.A., ante la existencia de irregularidades en la formulación de sus estados contables.

En el año 2003, la operativa registrada en ambas bolsas cayó un 50% respecto al año anterior como consecuencia de incertidumbre que la crisis bancaria del 2002 generó en los inversores. Fundamentalmente se registró una baja en la operativa de Certificados de Depósitos bancarios.

En los años siguientes, la operativa bursátil se recuperó de forma muy significativa. La operativa bursátil creció en más de un 1.600%.

Igualmente, pese al crecimiento registrado en el volumen de operaciones, cabe señalar que el mercado de valores uruguayo continúa siendo casi inexistente respecto a los mercados bursátiles extranjeros.

### Distribución por bolsa



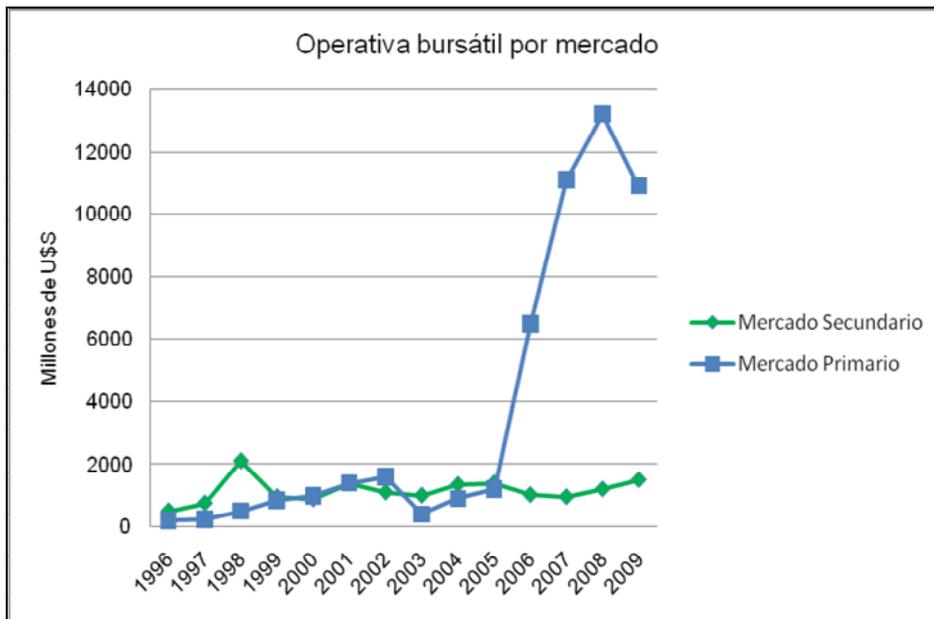
En el año 1998 por primera vez las transacciones en BEVSA superaron el monto de transacciones de la BVM, fundamentalmente a causa del incremento en la operativa en títulos del gobierno que tomó lugar en la bolsa electrónica.

Durante 1999 caen las transacciones electrónicas debido a la retracción en valores públicos, especialmente Bonos Globales. En tanto, en los años 2000 y 2001 vuelve a primar BEVSA ante BVM, específicamente a nivel de certificados de depósito bancarios que operan fundamentalmente en el ámbito electrónico. En el 2002 y 2003 cae nuevamente ante la mencionada crisis bancaria.

Desde el año 2004 en adelante, claramente se puede visualizar que la operativa de BEVSA es muy superior a la de BVM. Si bien la operativa de BEVSA ha variado sustancialmente en el periodo estudiado, llegando a su punto máximo en el primer trimestre 2008 con un monto de 5.795,49 millones de dólares y su punto mínimo en el cuarto trimestre del mismo año por 1.095,23 millones de dólares, BEVSA

está siempre muy por encima de la BVM. En general la emisión de BVM es de un 2% al 7% en comparación con BEVSA.

### Distribución por mercado



Como se mencionó anteriormente, en el período previo al considerado, es decir, antes de 1996, la operativa del mercado primario aventajaba al secundario, fundamentalmente por la operativa en Letras de Tesorería.

A partir de 1996, la operativa del mercado secundario supera al primario impulsado por la operativa en valores públicos. En particular, bonos del tesoro, bonos previsionales, bonos globales. Esto se mantiene hasta el año 1999 inclusive, ya que el empuje en la emisión de certificados de depósito del sector privado logró que durante los años 2000 a 2002 primara el mercado primario nuevamente.

Del 2003 al 2005, vuelve al frente el mercado secundario debido a la preponderancia de la operativa de valores públicos, en especial a partir de la operación de canje de deuda.

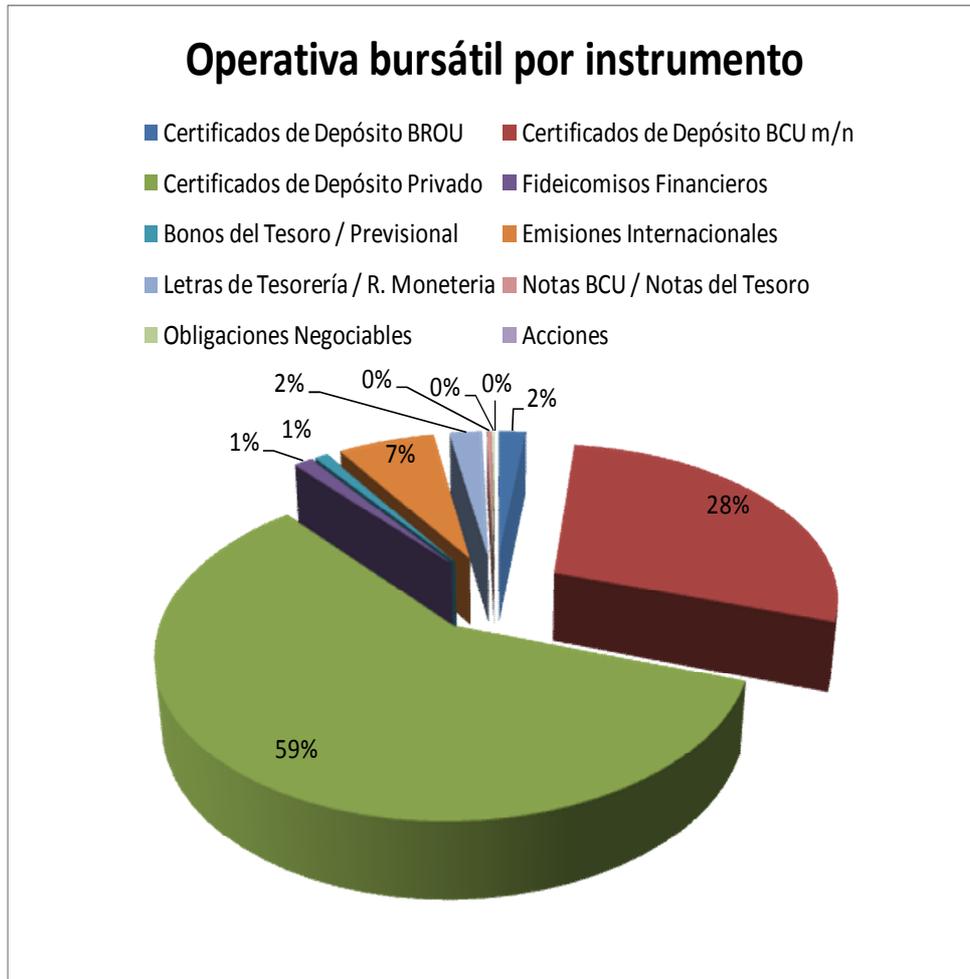
En los años siguientes, se mantuvo un marcado predominio del mercado primario a pesar de las oscilaciones registradas, debido específicamente a las emisiones de certificados de depósito.

### Distribución por sector



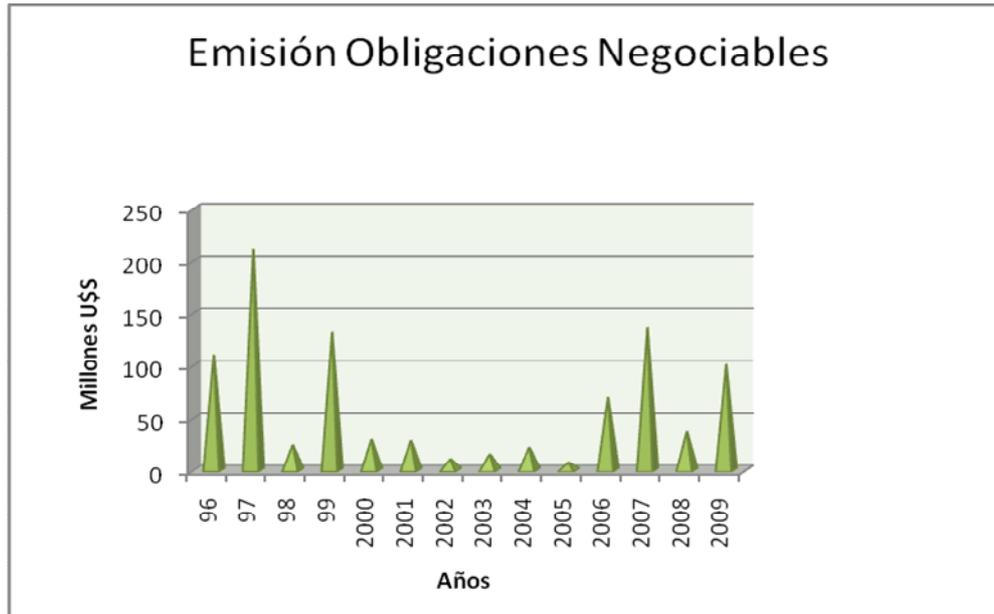
La distribución por sector ha sido muy pareja durante el período en cuestión, por lo que no nos encontramos en condiciones de afirmar la preponderancia del sector público sobre el sector privado ni viceversa. Las fuentes explicativas de las oscilaciones que han ocurrido en ambos sectores radican en la operativa de los certificados de depósitos del sector privado y las emisiones internacionales.

A continuación presentamos un gráfico por instrumento de acuerdo a la operativa bursátil correspondiente al segundo trimestre de 2010:



### **I.3.2. Evolución de las obligaciones negociables**

Consideramos oportuno analizar la operativa de las obligaciones negociables (ON's) como principal instrumento utilizado por las empresas que acuden al mercado de valores para obtener financiamiento.



En este gráfico ponemos en juego dos variables, relacionando la emisión de obligaciones negociables en millones de dólares y los años transcurridos hasta el momento. A continuación realizaremos un análisis de la gráfica, detallando los montos transados y las emisiones efectuadas. Para efectuarlo, recabamos la información de los Informes Trimestrales del Mercado de Valores, publicados por el Banco Central del Uruguay, y de los antecedentes de dichos valores. Nos pareció interesante realizarlo ya que al observar los valores emitidos en el mercado, se aprecia que la gran mayoría de los mismos son ON's.

En el año 1995, las emisiones de ON's alcanzaron los 20 millones de dólares. Sin embargo, en 1996 varias empresas se vuelcan al mercado, encabezadas por Fanapel S.A., como consecuencia de la Ley 16.749 del Mercado de Valores del mes de junio, totalizando las emisiones de ese año 121 millones de dólares.

El año 1997 culminó siendo récord de emisiones, que totalizaron casi 212 millones de dólares, aumentando un 755% respecto al año anterior. En ese momento existían

35 empresas que habían financiado sus proyectos con el ahorro privado a través de la Bolsa de Valores, estando éste conformado en un 90% por capitales uruguayos.

En el año 1998 las emisiones disminuyeron abruptamente debido a la crisis ocasionada por la empresa Granja Moro. A comienzos de febrero de 1998, el Banco Central del Uruguay dispuso la suspensión de las obligaciones negociables de la empresa Granja Moro S.A. Este hecho produjo una crisis en la operativa de la Bolsa de Valores importante.

En el año 1999 las emisiones aumentaron un 434% respecto al año anterior, encabezando la emisión la empresa Baluma S.A. (Hotel Conrad) por 50 millones de dólares.

En los años 2000 y 2001 las emisiones disminuyeron en gran proporción respecto al año anterior. Una de las causas fue el incumplimiento por parte de la empresa Metzen y Sena en el pago de intereses de sus ON's por 12 millones de dólares. Y también el hecho de que se venía aproximando una crisis económica en Argentina, lo que nos afectaría de manera significativa, ya que miles de argentinos tenían depositados sus fondos en el sistema bancario uruguayo.

En el año 2002 se da la crisis del sistema bancario, lo que produce un colapso en el sistema económico uruguayo y eso hace que las emisiones de ON's bajen. En general provocó una baja en la operativa del mercado de valores como consecuencia de la falta de inversores. En este año sólo se hicieron seis emisiones, que totalizaron 11 millones de dólares.

En el año 2003, también fueron seis emisiones, y por un total de 15,8 millones de dólares; en el año 2004 también fueron seis, por un total de 22,5 millones de dólares, y en el año 2005 se realizaron sólo dos emisiones por sólo 7,5 millones de dólares.

En el año 2006, hubo una importante recuperación en cuanto al monto de las emisiones, ya que si bien fueron sólo cuatro empresas, totalizaron 70,5 millones.

En el año 2007, las emisiones de ON's totalizaron los 136 millones de dólares. La emisión por parte de la empresa Puertas del Sur, por 87 millones de dólares, inyectó nuevamente dinamismo al mercado financiero local. Otra empresa responsable del dinamismo del mercado financiero fue Hípica Rioplatense, que emitió ON's por el equivalente a 15 millones de dólares.

En el año 2008, se produce una crisis financiera internacional, la cual no repercutió directamente en el mercado local.

En el año 2009, las emisiones de dichos valores totalizaron los 101 millones de dólares, superando al año anterior en un 168%. Gran parte de este incremento se dio debido a la emisión por parte de UTE, por 70 millones de dólares. Además en este año se promulgó la nueva Ley de Mercado de Valores (Ley N° 18.627), la cual regulará dicho mercado, y la que pretende dotar de mayor transparencia, eficiencia, así como mayor protección de los inversores. Por lo tanto, con esta Ley se intenta relanzar al mercado de capitales de Uruguay, como instrumento movilizador de la economía, de modo de alcanzar su último fin, que es el financiamiento de las empresas por vías alternativas a la bancaria, accediendo éstas al ahorro público y con ello promover el desarrollo económico del país.

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

## **CAPITULO II. ANÁLISIS DE LA NUEVA LEY DE MERCADO DE VALORES**

### **II.1. Ley 16.749 y modificaciones introducidas**

#### **II.1.1. Introducción**

En este capítulo pretendemos destacar las principales diferencias entre la nueva ley de Mercado de Valores, No 18.627 y la ley 16.749, detallando las causas de una nueva regulación y sus consecuencias.

La nueva ley de Mercado de Valores, fue promulgada el 24 de noviembre de 2009 y deroga en forma expresa la ley 16.749 del año 1996, la que en su momento tendió a mejorar el funcionamiento del mercado de capitales de Uruguay, complementando algunos aspectos que no habían sido regulados por la Ley de Sociedades Comerciales 16.060, sobre todo en materia de obligaciones negociables emitidas por sociedades anónimas abiertas y títulos escriturales. La incorporación de otras herramientas jurídicas como el Fideicomiso y los Fondos de Inversión cerrados de crédito complejizaron el mercado de valores, propiciando, entre otros, la denominada securitización de activos, lo que arribó a que nuestro Derecho se viera ante la necesidad de renovar su ley de Mercado de Valores.

Con esta ley se intenta relanzar al mercado de capitales de Uruguay, como instrumento movilizador de la economía que ya había sido proyectado por la Ley de Sociedades Comerciales del año 1989, generando las condiciones para dinamizarlo, de modo tal que pueda alcanzar su último fin que es el financiamiento de las empresas por vías alternativas a la bancaria, accediendo estas al ahorro público y con ello promover el desarrollo económico del país.

La nueva ley, más extensa que su antecedente inmediato, regula además de la oferta pública de valores, a las bolsas de valores pero también dedica mucha atención a los intermediarios de valores, cuya regulación no abundaba mucho en la ley anterior. Asimismo, reafirma al Banco Central del Uruguay (BCU) como aquel órgano que debe velar por la transparencia, la competitividad, y el funcionamiento ordenado del mercado de valores, ofreciendo adecuada información a los inversionistas y reduciendo el riesgo sistémico. Le asigna también al BCU la función de interventor y liquidador en sede administrativa de las bolsas de valores y sus similares, así como de los intermediarios de valores, en un rol análogo al que tiene en la actualidad en relación a las instituciones de intermediación financiera.

La Ley define en su artículo 2 a la oferta pública de valores como la comunicación dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este, a efectos de adquirir, vender o canjear dichos valores. Si bien la Ley mantiene la exclusión que ya contenía la ley anterior en relación a las emisiones privadas, establece que la invitación a la compra de valores realizada a los clientes de una institución de manera generalizada constituye oferta pública aunque no se realice publicidad al respecto.

Asimismo, la Ley renueva la relevancia de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay reiterando que solo se podrá hacer oferta pública de valores cuando estos y su emisor se encuentren inscriptos en el Registro de Valores que a esos efectos llevara la Superintendencia. También está dentro de su competencia, la regulación y fiscalización de los intermediarios de valores. La Ley crea una Comisión de Promoción del Mercado de Valores que

tendrá como principal cometido asesorar al Poder Ejecutivo en todas las materias relativas a la promoción y al desarrollo del mercado de valores.

La modificación fundamental que se plasma en la nueva ley plantea respecto a la legislación anterior es un cambio del enfoque regulatorio, pasando de un enfoque basado principalmente en la autorregulación del mercado a un enfoque donde la participación en la regulación y supervisión por parte de la Superintendencia de Servicios Financieros pasa a tener un papel de mayor relevancia.

Esta modificación del enfoque regulatorio citado debió tener carácter legal, en la medida de que el principal problema detectado para su aplicación se basaba en la insuficiencia de potestades del regulador.

### **II.1.2. Episodios que ilustran la necesidad de cambio en el enfoque y alcance de la regulación**

Se detallan a continuación algunos episodios puntuales que llevaron a una pérdida de confianza en los instrumentos. Dichos episodios surgen de la exposición de motivos de la Ley 18.627.

#### **Las crisis en los mercados han dejado sus enseñanzas**

En todo el mundo, y Uruguay no ha sido ajeno a ello, se han producido acontecimientos que tuvieron en común deficiencias en el gobierno corporativo de las empresas y en la actuación de los auxiliares del regulador y del mercado. Estas deficiencias deben estar acotadas introduciendo normas que permitan mitigar los riesgos más notorios en estas materias y este ha sido el camino seguido en el ámbito internacional. Es importante señalar que en los foros internacionales donde

estos temas y sus soluciones se discuten permanentemente, es muy clara la voz de los representantes de los fondos de pensiones, que manejan el ahorro que en forma obligatoria deben hacer los trabajadores, a favor del fortalecimiento de la regulación para proteger las inversiones de estos fondos, tal como su deber de fiduciarios les impone. Cabe señalar que son precisamente los fondos de pensiones los inversores institucionales que más han contribuido y más peso tienen en el desarrollo de los mercados mundiales de valores y en cada mercado local.

### **Problemas en los fondos de inversión**

La pérdida de confianza en estas formas de ahorro sufrió un fuerte golpe en el 2002 como consecuencia de la crisis bancaria en que la desconfianza se extendió a todas las instituciones vinculadas y la industria de fondos desapareció.

Sin embargo, en el periodo previo también existieron en este mercado problemas de información privilegiada, inversiones en valores de interés para el grupo económico accionista de la administradora de fondos pero no necesariamente compatible con el perfil de riesgo previsto para cada fondo, deficiencias en la valuación de los portafolios y tratamiento poco transparente de las inversiones en default que debilitaron la confianza e hicieron aconsejable ajustes en la regulación para facilitar la prevención de ocurrencia de situaciones análogas.

### **Pérdida de confianza en los mercados financieros locales y actuación de los intermediarios de valores**

El riesgo de las inversiones en valores locales creció en dimensiones que los inversores no estaban dispuestos a tolerar y, en consecuencia, en cuanto al mercado

de valores específicamente, la pérdida de confianza generalizada llevo a los clientes (salvo las AFAP que por ley no pueden invertir los fondos bajo administración en el exterior) y a los propios intermediarios a buscar inversiones en el exterior, es decir, a operar en el mercado global en detrimento del mercado local.

También quedaron al descubierto los vacíos de control debidos a las escasas potestades que la ley da al regulador en el ámbito de la actuación global de los agentes, en materia inspectiva y sancionatoria, y de procesos de esclarecimiento y sanción.

### **Profesionalización de los agentes y creación de mercados**

En cuanto a los emisores, nuestro mercado cuenta con algunos que han tenido permanencia y persistencia desde la primera época y que son un ejemplo a seguir en lo que hace a su profesionalismo, seriedad, creatividad y acatamiento de las normas de divulgación de información. También es importante destacar que se han incorporado al mercado emisores de importancia que por el porte de sus empresas y su prestigio mucho pueden hacer por recuperar la confianza en el instrumento de Obligaciones Negociables para los inversores.

No obstante, si miramos el conjunto de empresas uruguayas en general, sabemos que existe en muchos casos renuencia a someterse a los procesos de divulgación de información y evaluación que supone transformarse en emisor de bonos corporativos. Existe también renuencia a abrir el capital de las empresas, en muchos casos familiares, al ahorro público. Existe mucho desconocimiento de las posibilidades y ventajas que la diversificación de las fuentes de financiamiento

podría brindar a las empresas. El accionar de los agentes especializados del mercado puede ir creando conciencia en nuestras empresas de las ventajas que para ellas pueden representar el acceso al mercado de valores y generando instrumentos que permitan la salida al mercado de aquellas de menor porte. La estandarización de procedimientos y el trabajo conjunto quizá puede contribuir a reducir los costos involucrados y a elevar la calificación de riesgo de los instrumentos resultantes.

Estos procesos se acelerarían en la medida que hubiera una apuesta de las empresas públicas en emisiones de ON y acciones, ya que ello tendría un efecto dinamizador importante que contribuiría a su vez a convocar la atención y demanda de los inversores a focalizarse en instrumentos locales.

En cuanto a los intermediarios, las bolsas y otros agentes del mercado, los desafíos y dificultades a que se enfrentan de cara al desarrollo de este mercado amerita un repensarse a sí mismos de los distintos agentes, y a las formas de organización que hoy se tienen, para evaluar si ellas son las más adecuadas para enfrentar dichos desafíos. Hay formas más eficientes de operar, nuevas figuras de agentes con requisitos específicos para cada uno de ellos, nuevas formas de encarar el gobierno corporativo de los mercados formales, que contribuyan a generar formas más eficaces de actuación que garanticen a todas las partes la transparencia y la eficiencia y que les permitan manejar su negocio con una visión estratégica de incorporación de servicios más sofisticados y contribuir a la generación de mercados hoy inexistentes.

En otras plazas, se observa que las oportunidades se aprovechan más eficientemente con el trabajo conjunto de distintos tipos de agentes que se

especializan en distintas partes de un negocio y acuerdan con otros la provisión de servicios para los cuales no tienen ventaja o experiencia acumulada. Se logra así estructurar productos que terminan por ser muy rentables para los intervinientes, buenas opciones de inversión para los clientes, a la vez que resultan de costo soportable para los emisores.

### **II.1.3. Cambios en el enfoque de la regulación del mercado**

El desarrollo futuro del mercado debe asentarse en algunos principios de regulación básicos orientados a que los valores de oferta pública se transen en un mercado cada vez más transparente, competitivo y eficiente y donde el interés de los inversores este debidamente protegido. Tales principios están asentados en la literatura producida por las organizaciones internacionales de reguladores, pero no son más que un conjunto de principios que se entiende han funcionado eficazmente en diversas plazas y que admiten adaptaciones locales varias. En la medida que el signo de los tiempos es la globalización estos principios se van desarrollando en aspectos que tratan de solucionar los problemas generados por los mercados globales y la supervisión de agentes de diversas plazas y también de grupos económicos que actúan en distintos segmentos de mercado en cada plaza y en todas ellas.

#### **Los principios internacionales y su implementación a nivel local**

El país ha tenido el beneficio de contar con evaluaciones realizadas por organizaciones internacionales respecto del grado de adecuación del sistema de regulación y supervisión del sector financiero a las normas más aceptadas en el ámbito internacional. Este proyecto procura contemplar el cumplimiento de los

principios de la Organización Internacional de Reguladores del Mercado de Valores (IOSCO) y a los resultados del Informe sobre la observancia de los códigos y normas (ROSC) en materia de gobierno corporativo ya que son las pertinentes para dar contexto a los cambios regulatorios del mercado de valores.

### **Comparación con marcos regulatorios de otras jurisdicciones**

Las propuestas conceptuales que se plantea recoger en un nuevo marco regulatorio han sido informadas también por el análisis de legislación comparada, en especial la latinoamericana y española. Específicamente se consulto el marco legal de los siguientes países: Chile, México, Perú, Colombia, Brasil, Argentina y España.

#### **II.1.4. Propuesta de cambios en el marco legal de la regulación de los agentes, instrumentos y mercados**

##### **Comisión de Promoción del Mercado de Valores**

La poca profundidad del mercado de valores uruguayo tiene raíces en insuficiencias institucionales y estructurales, en la ausencia de una estrategia de promoción, y otros muchos factores entre los que se destacan la escala pequeña de empresas y proyectos, el protagonismo excesivo del sector público, la escasa sofisticación de los agentes, los problemas de gobierno corporativo y demás cuestiones que este proyecto de ley se propone subsanar, pero que requieren constante seguimiento y aportes de nuevas soluciones, tarea fundamental que se encargará a la Comisión de Promoción del Mercado de Valores. Este órgano tendrá como cometido, como su nombre lo indica, la promoción del desarrollo del mercado de valores.

La Comisión de Promoción del Mercado de Valores, para el cumplimiento de su cometido tendrá las siguientes funciones:

- Asesorar al Poder Ejecutivo en todas las materias relativas a la promoción y el desarrollo del mercado de valores. En la consecución de esta función podrá asesorar al Poder Ejecutivo en relación a proyectos regulatorios.
- Promover y realizar estudios e investigaciones sobre el mercado de valores promoviendo iniciativas ante el Poder Ejecutivo y los demás agentes intervinientes en el mismo para impulsar su funcionamiento y desarrollo.
- Promover y proponer políticas y acciones públicas en la materia de su competencia.

Esta Comisión estará integrada por un representante designado por el Poder Ejecutivo, dos representantes de las bolsas de valores y demás instituciones existentes que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, un representante de los emisores de oferta pública y dos representantes de las administradoras de fondos de ahorro previsional.

El Poder Ejecutivo elegirá a los dos representantes de las bolsas de valores y demás instituciones de negociación de valores de oferta pública, al representante de los emisores así como a los representantes de las administradoras de fondos de ahorro previsional que integrara la Comisión de entre una lista que cada una de las instituciones y grupos de agentes mencionados presentara a estos efectos. Dicha Comisión estará presidida por el representante del Poder Ejecutivo.

El Poder Ejecutivo reglamentará la forma y oportunidad de propuesta y elección de los representantes mencionados, así como la forma de funcionamiento de la Comisión.

**Los valores escriturales y los sistemas de compensación, liquidación y custodia.**

La Ley mantiene la distinción entre valores físicos y escriturales que ya proponía la Ley de Sociedades Comerciales, pero en este caso se optó por una regulación exhaustiva de la emisión de valores escriturales y una mera mención a los físicos, los que se encuentran regulados por el mismo régimen que los escriturales en todo aquello que resulte aplicable.

La creciente utilización de valores representados por anotaciones en cuenta, los llamados valores escriturales, es la respuesta a la globalización de los mercados de la cual el país ha podido beneficiarse con colocaciones de valores soberanos en plazas internacionales. Esta forma de representación de los valores permite las operaciones transfronterizas, evita muchos riesgos inherentes al manejo de valores físicos y reduce los costos de transacción.

La Ley actual contiene algunas previsiones relacionadas con los valores escriturales pero se han identificado vacíos, en particular relacionados con el aseguramiento de la propiedad de dichos valores por los inversores en distintas circunstancias. La confianza de las transacciones en valores escriturales permitirán al inversor local evaluar positivamente la relativa ventaja de adquirirlos en sustitución de la tradicional adhesión a la forma física de representación que está

sujeta a un conjunto de riesgos importantes tales como: falsificación, pérdida, robo, costos de traslado seguro; y que ya no tiene lugar en el mundo moderno.

Se propone también una mejor regulación de las entidades registrantes de valores escriturales, es decir las instituciones encargadas de llevar el registro de las anotaciones en cuenta de cada tipo de valor y de las entidades que centralizan la compensación, liquidación y custodia de valores en general, cuyo cambio, mejoramiento y desarrollo futuro puede ser otra fuente de aumento de eficiencia en el mercado que acompañe la sofisticación de las operativas, pero cuya delicada labor requiere de una vigilancia y reglamentación estrictas. Los cambios al marco regulatorio tomados en conjunto pueden traducirse en rebajas de costos de transacción y aumentos en la seguridad y finalidad de las operaciones de la cual todos los participantes del mercado se beneficiaran.

En lo que refiere a la prueba y legitimación en materia de valores escriturales, sigue siendo posible que la legitimación para el ejercicio de los derechos emergentes de los valores escriturales se acredite mediante certificados que serán expedidos a tales efectos por la entidad registrante y, por los respectivos intermediarios de valores en el caso de valores inscriptos por estos. Los referidos certificados no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación y no serán negociables.

Con respecto a las entidades cuyo objeto sea prestar servicios de custodia, liquidación y compensación de valores requerirán autorización para operar y estarán sujetas al control del Banco Central del Uruguay, quien determinara los requisitos para su funcionamiento. El Banco Central del Uruguay dictara las

normas por las cuales deben regirse los procesos de compensación y liquidación de los valores depositados, pudiendo prever la existencia de la compensación multilateral a efectos que los procesos de liquidación se realicen sobre una base neta.

### **Los emisores y su gobierno corporativo**

Las enseñanzas recogidas desde la aprobación de la ley vigente de mercado de valores aconsejan introducir un conjunto mínimo de reglas obligatorias para los emisores de oferta pública de determinado porte, vinculadas a su gobierno corporativo y sus controles internos los que deben ser independientes, la divulgación de información y el cuidado de los intereses de los accionistas minoritarios.

Asimismo resulta conveniente que la nueva ley habilite sanciones pecuniarias que la ley anterior no contiene y que son necesarias para que el regulador pueda hacer efectiva, pero con la debida gradualidad, la disciplina de mercado, sobre todo en materia de difusión oportuna de datos y hechos relevantes.

La Ley establece expresamente la necesidad de adoptar normas de Buen Gobierno Corporativo, por parte de las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública, a los efectos de asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los accionistas, en caso de haberlo.

Entre otras obligaciones se encuentra la de divulgar, por parte de las entidades emisoras, de manera completa, puntual y exacta los resultados financieros y demás información relevante para los inversores. Asimismo, se las obliga a adoptar normas de contabilidad y auditoría conforme a los estándares internacionales.

### **Otros Participantes del Mercado de Valores**

Las potestades del regulador deben incluir la posibilidad de regular y supervisar otros agentes, inexistentes o intrascendentes en la actual situación de desarrollo del mercado, pero cuya conducta en el futuro pueda representar un riesgo relevante. Tales potestades deberían poder ejercerse solo en la medida que la actuación de tales agentes en el mercado suponga un riesgo para el inversor que deba ser mitigado.

La Ley a diferencia de su antecedente inmediato, opta por regular de manera detallada a los agentes que tienen referencia con el mercado de valores.

- Entidades de Custodia, Compensación y Liquidación de Valores: Las entidades cuyo objeto sea prestar servicios de custodia, liquidación y compensación de valores requerirán autorización para operar y estarán sujetas al control del Banco Central del Uruguay quien determinara los requisitos para su funcionamiento.
- Bolsas de Valores y otras instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública: A diferencia de la ley que se encontraba vigente, la nueva norma además de regular las bolsas de

valores, introduce la idea de “otras instituciones” en las que se negocian valores. Tanto las bolsas de valores como las demás instituciones deberán ser autorizadas por la Superintendencia. Una diferencia a destacar con el régimen anterior es que las bolsas de valores deben necesariamente adoptar la forma de sociedades anónimas con acciones nominativas, eliminándose la posibilidad, antes existente, de que las bolsas de valores adoptaran la forma de asociaciones civiles. Las bolsas de valores ya existentes quedaran autorizadas a mantener su estructura jurídica actual.

- **Audidores externos:** Los auditores externos tendrán como cometido la auditoria, bajo las normas internacionales en la materia, de las entidades que realicen oferta pública de valores, de las administradoras de fondos de ahorro previsional y de inversión, las empresas aseguradoras, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros. Sera tarea de la Superintendencia reglamentar y controlar la actividad de los auditores externos, los que se deberán inscribir ante la Superintendencia para poder auditar a estas entidades. En el caso de las entidades que realicen oferta pública de valores, será competencia de la asamblea de accionistas designar a los auditores externos, la que tendrá facultades para revocar la designación en cualquier momento. Cuando por el tipo social no existe la asamblea de accionistas, a efectos de la designación y revocación de los auditores externos será preciso contar con el

consentimiento mayoritario de los socios. En todos los casos de revocación del auditor externo el emisor deberá dar cuenta a la Superintendencia de Servicios Financieros de las razones que lo motivaron.

- **Calificadoras de Riesgo:** Las entidades que realicen oferta pública de valores, las administradoras de fondos de inversión, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros que esta considere conveniente incluir mediante la regulación de esta norma, cuando deben designar calificadoras de riesgo, deberán hacerlo de entre las inscriptas en el registro de calificadoras de riesgo que para este fin lleva dicha Superintendencia.
- **Asesores de inversión y otros participantes del mercado:** Se considera por Ley “Asesor de Inversiones” a las personas físicas o jurídicas que, en forma profesional y habitual aconsejan a terceros respecto de inversión, compra o venta de valores objeto de oferta pública, o canalizan las ordenes que reciben de sus clientes hacia intermediarios radicados en el país o en el exterior y que no se encuentren alcanzados por otra figura supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros. De acuerdo a la Ley se establece que dicha Superintendencia podría reglamentar y supervisar la actividad de estos en el futuro. La Ley finalmente consigna que si los Asesores de Inversión además custodian valores de terceros deben

cumplir con los mismos requisitos generales que los Agentes de Valores.

### **Bolsas de Valores e Intermediarios de Valores**

Dada la experiencia recogida y el análisis de la legislación comparada, se propone un enfoque diferente al actual, que es el de regular y supervisar las actuaciones en la oferta pública de valores.

La propuesta es que el regulador ejerza sus potestades en relación a los agentes profesionales intervinientes en el mercado, ya sea que estos actúen en la oferta pública o en la oferta privada de valores de oferta pública. El regulador debe actuar para asegurar los mecanismos por los cuales las conductas incorrectas sean rápidamente identificadas y sancionadas.

Los intermediarios de valores realizan operativas de creciente complejidad y, en el futuro, si se logra el desarrollo de instrumentos de mercado hoy inexistentes en la plaza local pero comunes en el ámbito internacional como los derivados, esta sofisticación seguirá acrecentándose. No todos los intermediarios realizan operativas similares y resulta importante diferenciarlos y que el regulador pueda adecuar su accionar en forma diferencial a cada tipo de agente. Por ello, el regulador debe contar con las potestades necesarias para poder definir tipos de operativas diferenciales y exigir requisitos también diferenciales para cada una de ellas y retener para sí la autorización final para operar de cada agente, de acuerdo al objeto exclusivo de cada uno, y la posibilidad de revocación de la misma.

Estos nuevos conceptos de regulación buscan apoyar la profesionalización y sofisticación de los agentes más dinámicos, adecuando los requerimientos mínimos para funcionar a los riesgos implícitos de cada tipo de negocio, evitando que aquellos intermediarios con operativa más tradicional deban incurrir en costos para cubrir riesgos que no asumirán.

Asimismo, la naturaleza jurídica y el gobierno corporativo de las bolsas debe adecuarse a las funciones inherentes a tales organizaciones en el ámbito de las transacciones y la liquidación, compensación y custodia de valores, e independizarse de las labores gremiales de sus miembros para que efectivamente puedan abocarse a desempeñar un rol eficaz de vigilancia y aplicación de reglas que se hayan autoimpuesto.

Haciendo referencia a la Ley se considera intermediarios de valores a aquellas personas físicas o jurídicas que realizan, en forma profesional y habitual, operaciones de intermediación entre oferentes y demandantes de valores de oferta pública o privada.

Si bien la Ley incluye entre aquellos que pueden ser intermediarios de valores a las personas físicas, cuando refiere a los requisitos que debe reunir un intermediario de valores para ser autorizado e inscripto por la Superintendencia de Servicios Financieros, incluye ser una Sociedad Comercial bajo cualquiera de los tipos sociales previstos por la ley 16.060. Al parecer, la Ley mantuvo la definición que ya venía de la normativa anterior para incorporar a aquellas personas físicas que ya tenían tal calidad al momento de la entrada en vigencia de la nueva Ley, la que espera que todos los intermediarios de valores sean sociedades comerciales.

Asimismo, se otorga a los actuales intermediarios de valores que no se ajustan a la nueva normativa, el plazo de un año para adecuarse a la nueva Ley (durante 2010).

La Ley distingue entre los grandes tipos de intermediarios de valores, que son los existentes en la actualidad y cuyo registro lleva el Banco Central del Uruguay:

- Corredores de Bolsa: Son aquellos intermediarios que actúan como miembros de una bolsa de valores u otra institución que constituya un mercado de negociación de valores de oferta pública.
- Agentes de Valores: Son aquellos que operan fuera de los mercados referidos en el punto anterior.

Los intermediarios de valores tanto en su actividad en la oferta pública como privada de valores, están sujetos a la regulación y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros. Esta deberá autorizar a los intermediarios para actuar por razones de oportunidad y conveniencia significando este el cambio sustancial respecto de la anterior ley que solo incluía razones legales. La Ley establece un grupo de requisitos para ser intermediario de valores, siendo el más importante, que deba necesariamente adoptar la forma de una sociedad comercial en alguna de las variantes previstas por la Ley de Sociedades Comerciales, debiendo ser, a su vez, los socios personas físicas. En el caso de sociedades anónimas, sus acciones deberán ser nominativas y pertenecer a personas físicas o acreditarse la cadena de accionistas hasta identificar el sujeto de derecho que ejerce el efectivo control sobre la misma. Las personas físicas que a la fecha de la sanción de la Ley actúen como intermediarios de valores, deberán adecuarse a esta disposición en el plazo de un año, tal cual lo antes referido.

La sociedad comercial intermediaria de valores deberá tener un capital mínimo y constituir garantías en los términos que determine la Superintendencia de Servicios Financieros oportunamente. Esta establecerá el monto y forma de constitución de la garantía inicial y su mantenimiento, considerando, entre otros, el volumen y naturaleza de las operaciones del intermediario, si además de actuar por cuenta de terceros actúan o no por cuenta propia u otras circunstancias similares. Si bien no se conoce aun el capital mínimo que será exigido, lo que sí es claro, es que el Derecho uruguayo retorna a la idea de “capital mínimo” que luego la Ley 18.083 de reforma tributaria había sido eliminado para el caso de sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada. Ahora con la Ley, aquellas sociedades que tengan como objeto ser intermediario de valores, deberán contar con un capital mínimo y ofrecerá garantías en los términos que exija la Superintendencia de Servicios Financieros.

Asimismo, la transmisión de las acciones y certificados provisorios de una sociedad intermediaria de valores, deberá contar con la autorización de la Superintendencia de Servicios Financieros.

En febrero 2010 mediante la circular 2056 se regularon varios aspectos de la Ley referidos a los Intermediarios de Valores <sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Algunos de los aspectos regulados por la Circular 2.056 son los siguientes:  
-las bolsas deberán diseñar y brindar programas de capacitación continua para intermediarios y operadores de valores, en caso de de omisión se establecen sanciones,  
-se establecen mayores requisitos para el registro de operaciones,  
- se establecen principios de ética para los intermediarios de valores y su personal,  
-régimenes de autorización y funcionamiento por parte de la Superintendencia en base a razones de legalidad oportunidad y conveniencia estableciendo requisitos de información mínimas,  
- normas de contabilidad y requisitos mínimos de capital y garantías,  
- régimen informativo al inversor y a la Superintendencia

### **Cuestiones jurídicas en materia societaria y tributaria**

Se proponen modificaciones a las normas societarias de la Ley 16.060 de Sociedades Comerciales en materia de aumento obligatorio de capital, obligación de reserva y caracterización de las acciones. Asimismo, se introducen soluciones tributarias a fin de evitar tratamientos tributarios discriminatorios y fomentar el desarrollo del mercado de valores.

Con relación al aumento obligatorio de capital, se modifica el artículo 288 de la Ley 16.060, el cual queda redactado de la siguiente forma: “Una vez aprobado el balance general de la sociedad, cuando el capital social represente menos del 50% del capital integrado mas las reservas y los ajustes al patrimonio (revaluaciones del activo) la sociedad deberá capitalizar esas reservas y los montos resultantes de los referidos ajustes o revaluaciones hasta alcanzar por lo menos aquel porcentaje.

El aumento de capital social resultante será dispuesto por el órgano de la administración dentro de los treinta días de aprobado el balance y no requerirá conformidad administrativa. La resolución del órgano de administración disponiendo el aumento comunicara al Registro Público de Comercio y se publicara”.

Con respecto a la obligación de reserva, queda modificado el artículo 419 de la Ley 16.060, el cual queda redactado de la siguiente manera: “El órgano estatal de control guardara reserva sobre todos los actos que intervenga y cuya publicación no sea determinada por la ley. No obstante, suministrara información de la documentación que posea en el marco de su actuación, a los titulares de un interés directo, personal y legítimo, así como a todos los organismos del Estado, los cuales

deberán guardar la debida confidencialidad. También podrá proporcionarla de oficio.

En todos los casos los requerimientos se efectuaran por escrito y en forma fundada. De la resolución favorable se remitirá copia a la sociedad involucrada.

La obligación de guardar reserva se extenderá a los funcionarios del órgano estatal de control, bajo pena de destitución y sin perjuicio de las responsabilidades que correspondan.

El juez competente, atendiendo a las circunstancias del caso, podrá liberar de la obligación de reserva”.

En relación a las caracterización de las acciones, se modifica el artículo 304 de la Ley 16.060, quedando redactado de la siguiente forma: “Las acciones podrán ser al portador o nominativas y en este último caso, endosables o no. También podrán ser escriturales, representándose mediante anotaciones en cuenta”.

En materia tributaria, la Ley establece un extenso capítulo de exoneraciones impositivas tendientes a favorecer el mercado de valores. Por ejemplo, se faculta al Poder Ejecutivo a exonerar total o parcialmente de Impuesto al Patrimonio, al patrimonio de las sociedades que realicen suscripciones públicas de acciones en bolsa. Dicha exoneración podrá otorgarse hasta por cinco ejercicios fiscales. En caso de ejercerse la facultad referida y durante el período que se aplique la exoneración, la tenencia de tales acciones se considerara activo gravado a los efectos del cálculo del pasivo computable para la determinación del patrimonio gravado.

En materia de Impuesto a las Rentas de Persona Física e Impuesto a las Rentas de No Residentes se dispone que las rentas de los certificados de participación emitidos por fideicomisos financieros, mediante suscripción pública y cotización bursátil, a plazos de más de tres años tributen a una tasa del 3%, en lugar de la tasa general del 12%. Asimismo, estarán exentos los dividendos pagados o acreditados por los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas y del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios, en tanto las acciones que dan lugar al pago o crédito de los mismos coticen en bolsa.

En cuanto al Impuesto al Patrimonio, se establece un sistema de abatimiento, para las sociedades que coticen en bolsa, en el monto generado en el mismo ejercicio por concepto de Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas o del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios, con un máximo del 50% del Impuesto del Patrimonio generado en el ejercicio.

En materia de Impuesto al Valor Agregado, se exonera a los intereses de valores públicos y privados, de depósitos bancarios y warrants. Asimismo, quedan exonerados de este impuesto las operaciones de descuentos de documentos realizadas a través de la Bolsa de Valores por los contribuyentes del Impuesto a las Rentas de Actividades Económicas o del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios. También se exonera las comisiones derivadas por la intervención en la compraventa de valores públicos y privados emitidos en nuestro país.

Se pretende en la Ley fomentar la utilización de warrants, facultando al Poder Ejecutivo a que otorgue el mismo tratamiento que el correspondiente a las obligaciones y debentures, en lo relativo a los Impuestos a las Rentas de las

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

Actividades Económicas, a las Rentas de las Personas Físicas, a las Rentas de los No Residentes, al Valor Agregado y al Patrimonio. Dicha facultad podrá ejercerse siempre que su emisión se haya efectuado mediante suscripción pública y que dichos papeles tengan cotización bursátil.

## **CAPÍTULO III. FIDEICOMISOS**

### **III.1 Orígenes del fideicomiso**

La mayoría de los autores coinciden en reconocer los orígenes del fideicomiso en el derecho romano como una liberalidad de última voluntad, hecha en forma de encargo por el difunto en un testamento.

En virtud del mismo, una persona transfería a otra, por un negocio mortis causae la propiedad de uno o más bienes, con la finalidad de que ésta, los empleara, a su vez, en beneficio de otra u otras personas a las cuales, si ello fuera posible, debían serles transmitidos en el futuro los bienes.

En un comienzo, el fideicomiso implicaba solamente un compromiso moral, basado en la fides (confianza). Esto significa que si el fiduciario deseaba apropiarse del bien cedido lo podía hacer con total impunidad.

Además, del fideicomiso conocido hoy en día por testamentario, los romanos conocieron también el pacto o acuerdo fiduciario (*pactum fiduciae*) como negocio entre vivos. El mismo consistía en la transferencia a una persona de un bien, por acto entre vivos, con la obligación del adquirente de retransmitir los bienes en determinadas circunstancias. Se conocieron dos modalidades de pacto fiduciario: la *fiduciae cum creditore* (por la cual se transmitía el bien a un acreedor, con la obligación de retransmitirlo una vez satisfecha la deuda, conocido hoy en día como fideicomiso de garantía) y la *fiduciae cum amico* (por la cual se transmitían los bienes con la obligación del receptor de administrarlos y retransmitirlos según las

instrucciones del dador de los mismos, conocido como fideicomiso de administración).

El fideicomiso en Latinoamérica tiene sus orígenes en el trust anglosajón. A su vez, en Inglaterra el trust reconoció como antecedente inmediato al use. Esta figura fue creada en la época feudal con la finalidad de eludir el estatuto de manos muertas, por el que se prohibía a las corporaciones eclesiásticas la posesión de tierras. En virtud del use se transmitían dichas tierras por acto entre vivos o por testamento a un prestanombre (feoffee to use, quien cumplía la función de fiduciario), quien las poseía en provecho del beneficiario (cestui qui use). Sin embargo, el prestanombre contraía solamente una obligación moral de forma tal que el beneficiario no tenía facultades para exigir el cumplimiento del use. Recién en el siglo XV, se comenzaron a reconocer ciertos derechos a los beneficiarios, los cuales se consolidaron años más tarde con un sistema de propiedad equitativa a favor de los cestui qui use o beneficiario.

Nacido a partir del use, el trust resulta consagrado en el Derecho inglés como una modalidad de negocio jurídico en virtud del cual una persona, denominada settlor (fideicomitente), transfiere determinados bienes a otra persona, denominada trustee (fiduciario), en quien tiene confianza, para que ésta cumpla con los mismos un fin lícito a favor de sí mismo o de una tercera persona (cestui qui trust, beneficiario). El trustee estará obligado, contractualmente o por disposición de la ley, a administrar y utilizar los bienes recibidos en beneficio del cestui qui trust, el cual tendrá derecho a exigir el cumplimiento de dicha obligación.

En sus comienzos se utilizó para hacer llegar una herencia o legado a personas que en el momento del fallecimiento del causante carecerían de capacidad para ser herederas o legatarias, pero a las que se les pretendía asegurar una transmisión.

Como garantía del cumplimiento de la obligación del trustee, los tribunales de equidad acordaron al cestui qui trust un derecho de persecución sobre los bienes, basado en la existencia de una propiedad de equidad sobre los mismos. Las obligaciones en confianza generadas por el trust otorgaban un derecho de carácter equitativo, el cual obligaba al trustee a cumplir fielmente el encargo fiduciario del settlor, en provecho del beneficiario. A este último se le atribuía la propiedad en equidad de los bienes transferidos por el fideicomitente, sancionando los fraudes que pudiera cometer el trustee con penas de prisión y confiscación de los bienes.

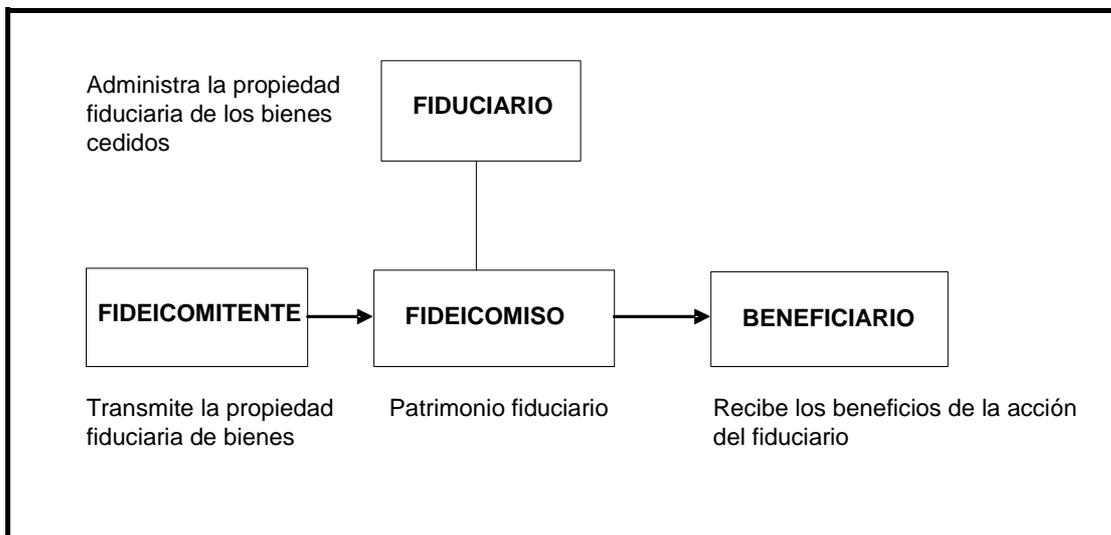
### **III.2. Concepto**

El fideicomiso es el negocio jurídico por medio del cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad u otros derechos reales o personales que son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre o ejerza de conformidad con las instrucciones contenidas en el fideicomiso, en beneficio de una persona (beneficiario), que es designada en el mismo, y la restituya al cumplimiento del plazo o condición al fideicomitente o la transmita al beneficiario.

De la definición se desprenden los elementos siguientes:

- el fideicomiso se define como negocio jurídico;

- por medio de ese negocio se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad u otros derechos reales o personales;
- los derechos con que se constituye la propiedad fiduciaria son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario;
- la transmisión se realiza a los efectos que el fiduciario administre o ejerza los derechos en beneficio de una persona designada en el fideicomiso;
- una vez cumplido el plazo o condición, la propiedad fiduciaria debe ser restituida al fideicomitente o transmitida al beneficiario.



### **III.3. Elementos personales**

#### **III.3.1 Fideicomitente**

Es la persona física o jurídica que constituye el fideicomiso, transfiere la propiedad o bienes o derechos de afectación a otra persona (el fiduciario) para lograr por intermedio de este último, una finalidad determinada en provecho propio o de un tercero. En esta figura puede eventualmente haber pluralidad de fideicomitentes.

Algunos de los casos donde se dan estas situaciones es cuando:

- los fideicomitentes son copropietarios del bien que se transfieren al fideicomiso,
- distintos fideicomitentes ceden distintos bienes que pasan a conformar el patrimonio fiduciario, ya sea cuando se inicia el fideicomiso o en un momento posterior al inicial (debe estar contemplado en el contrato)
- aporte de un tercero al fideicomiso frente a un caso de insolvencia.

#### **Derechos del Fideicomitente:**

- Precisar libremente la finalidad del fideicomiso e individualizar los bienes fideicomitados que constituyen su objeto.
- Designar los sujetos intervinientes

- Vigilar el cumplimiento de las obligaciones del fiduciario y, si corresponde, proponer su remoción y nombramiento de un nuevo sujeto fiduciario.
- Derecho a la restitución de los bienes al finalizar el fideicomiso
- Revocar el fideicomiso
- Exigir rendición de cuentas y ejercer la defensa de los bienes fideicomitados
- Oponerse al traspaso que el beneficiario quisiera hacer de sus derechos.

#### **Obligaciones del Fideicomitente:**

- Entregar los bienes que integrarán el fideicomiso
- Reembolsar los gastos en que hubiere incurrido el fiduciario y abonar sus honorarios
- Proveer los fondos o recursos para el pago a los acreedores

#### **Tipos de Fideicomitentes**

Como mencionamos anteriormente, los fideicomitentes pueden ser cualquier persona física o jurídica. A continuación haremos referencia a dos casos particulares:

#### Entidad de intermediación financiera

De acuerdo a la Circular 1892 del 26 de diciembre de 2003 del Banco Central del Uruguay, las empresas que deseen actuar como fideicomitentes deben solicitar previamente autorización a la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera<sup>4</sup> en los siguientes casos:

- cuando el beneficiario esté directa o indirectamente vinculado al fideicomitente, o
- cuando los fideicomisos estén conformados por créditos directos o contingentes, operaciones de arrendamiento financiero, bienes adquiridos en defensa o en recuperación de créditos o inversiones.

Cuando el fideicomiso no se encuentre comprendido en los literales anteriores, el fideicomitente deberá comunicar a la Superintendencia la celebración del contrato respectivo dentro de los cinco días hábiles posteriores a dicha celebración, adjuntando la información y documentación necesaria.

Se establece la obligación de informar a la Superintendencia los datos que permitan la individualización del fideicomiso financiero al cual se transmitirán esos bienes, del fiduciario y de los beneficiarios, así como la naturaleza de los activos que se proyecta fideicomitir y sus respectivas clasificaciones.

#### Persona de Derecho público

Puede serlo una persona de Derecho público, en que ésta transmite la propiedad de bienes de dominio del Estado o de créditos públicos a un fiduciario.

---

<sup>4</sup> Actualmente denominada Superintendencia de Servicios Financieros.

### **III.3.2. Fiduciario**

Es la persona que recibe la transferencia de los bienes y se obliga a administrarlos de acuerdo con las especificaciones del contrato de fideicomiso. La ley de fideicomiso dispone que podrá ser fiduciario cualquier persona física o jurídica.

Podemos señalar que existen en Uruguay cuatro categorías de fiduciarios:

- **Fiduciarios ordinarios o generales:** Aquellas personas que no prestan servicios fiduciarios en forma profesional y habitual. Un fiduciario ordinario podría ser simultáneamente fiduciario del exterior. Serían aquellas personas que participan en calidad de fiduciario en cuatro o menos fideicomisos en cualquier año calendario, siendo todos ellos fideicomisos no financieros.
- **Fiduciarios profesionales:** Son fiduciarios profesionales quienes participan en calidad de fiduciario en cinco o más fideicomisos en cualquier año calendario.
- **Fiduciarios financieros:** Solamente podrán ser fiduciarios en un fideicomiso financiero las entidades de intermediación financiera o las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión. Los fiduciarios financieros se consideran profesionales desde el momento en que se propongan desarrollar el primer fideicomiso.
- **Fiduciarios del exterior:** Son aquellas personas jurídicas no constituidas en nuestro país y personas físicas domiciliadas en el exterior, que presten servicios fiduciarios desde el exterior, y en

relación a fideicomisos celebrados en nuestro país. Una sociedad extranjera que tiene una sucursal en el país desde donde presta servicios fiduciarios para fideicomisos celebrados en el país, sería considerada un fiduciario ordinario, profesional o financiero, según corresponda, pero no uno del exterior.

Además de los requisitos mencionados para los fiduciarios profesionales, el interesado deberá acreditar la inscripción y sujeción del fiduciario al órgano de contralor de los fideicomisos en el país de constitución según disponga la reglamentación de Banco Central del Uruguay.

### **Requisitos de inscripción**

Los fiduciarios profesionales deben estar inscriptos en el la sección Fiduciarios del Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, con las subcategorías Fiduciarios Generales o Fiduciarios Financieros según corresponda.

En el caso de Fiduciarios Generales, deben presentar entre otras cosas, la siguiente información a efectos de solicitar su inscripción: denominación, domicilio, números de inscripción en el Registro Nacional Tributario y Banco de Previsión Social, contrato o estatuto social, nómina de socios o accionistas, nómina de personal superior, estados contables individuales y consolidados anuales acompañados de Informe de Auditoría Externa, en caso de Instituciones de Intermediación Financiera, autorización en la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera.

En cuanto a los fiduciarios del exterior, aquellos que participen en Fideicomisos Generales y cuyos activos estén ubicados en territorio nacional, deberán presentar además de la información mencionada, entre otras cosas, un certificado emitido por el órgano de contralor de los fideicomisos del país de origen autorizando la inscripción del fiduciario, un certificado expedido por la autoridad competente del país de origen que acredite que la sociedad se encuentra legalmente constituida y de conformidad con la legislación de dicho país y especificar la responsabilidad patrimonial constituida en el Uruguay del fiduciario, sus administradores, directores, gerentes y accionistas.

Los Fiduciarios Financieros, en forma adicional a los requisitos establecidos para los Fiduciarios Generales, deberán entre otras cosas mantener en forma permanente un patrimonio superior a UI 2:500.000 y constituir una garantía real a favor del Banco Central del Uruguay, por las eventualidades que pudiera asumir con dicho Banco o con terceros en el ejercicio de su actividad, por un monto superior a UI 2:500.000.

### **Pluralidad de fiduciarios**

Se autoriza según la Ley 17.703 la designación de varios fiduciarios para que sucesivamente desempeñen el fideicomiso, debiendo establecerse el orden y las condiciones en se sustituyan. También se puede designar un sustituto para el caso de que el designado no acepte o cese en sus funciones.

### **Estándares de actuación**

La reglamentación establece “el fiduciario deberá desarrollar su cometido y cumplir las obligaciones impuestas por la ley y el negocio de fideicomiso, con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”.

En el caso de que incumplir con sus obligaciones se le hará responsable frente al fideicomitente y el beneficiario por los daños y perjuicios ocasionados por la acción u omisión.

### **Obligaciones del fiduciario**

A continuación enumeramos las obligaciones del fiduciario establecidas directamente por la ley 17.703, cabe aclarar que en el contrato de constitución del fideicomiso se podrán imponer toda clase de obligaciones que no hayan sido previstas por la ley de forma de adecuarlo a las necesidades de las partes.

- Rendición de Cuentas a su cliente en forma periódica: La rendición de cuentas es una de las principales obligaciones del fiduciario, es la forma práctica de mostrar si ha cumplido correctamente con el mandato. Sin embargo, no se debe perder de vista que también es la única forma del fiduciario de liberarse de toda responsabilidad futura por su tarea ya que aprobadas las cuentas en forma expresa o tácita el fiduciario queda libre de toda responsabilidad por los actos incurridos durante el período de la cuenta y el instrumento del fideicomiso. La rendición de cuentas podrá ser solicitada tanto por el fideicomitente

como por el beneficiario. “En todos los casos el fiduciario deberá rendir cuentas al beneficiario con una periodicidad no mayor a un año, sin perjuicio de lo dispuesto en el fideicomiso”.

- Defensa del patrimonio fiduciario: “El fiduciario está obligado a ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos, tanto contra terceros como contra el beneficiario”.
- Contabilidad separada: “Mantener un inventario y contabilidad separada de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio fiduciario. En caso que sea fiduciario en varios negocios de fideicomiso, deberá llevar contabilidad separada de cada uno de ellos”.
- Transferencia de bienes al finalizar el fideicomiso: “Transferir los bienes del patrimonio fiduciario al fideicomitente o al beneficiario al concluir el fideicomiso o al fiduciario subrogante en caso de sustitución o cese”.
- Secreto Fiduciario: “Guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información que se relacione con el fideicomiso, con el mismo alcance que establece el art. 25 del decreto-ley N° 15.322 de 17 de setiembre de 1982”. La obligación de guardar secreto de las operaciones fiduciarias es de fundamental importancia pues es uno de los pilares de la confianza en el fiduciario.

En cuanto a las obligaciones impuestas por el Banco Central del Uruguay los Fiduciarios deberán presentar la siguiente información:

- Dentro de los tres meses siguientes al cierre del ejercicio económico: Estados Contables consolidados anuales del grupo al que pertenece el Fiduciario, acompañados de Informe de Auditoría Externa o Declaración jurada sobre su situación patrimonial, detallando bienes, derechos, deudas y gravámenes que recaigan sobre los mismos y además Estados Contables individuales del fiduciario, acompañados de informe de Auditoría Externa.
- Dentro de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio económico: Acta Asamblea que apruebe los Estados Contables, Memoria Anual del Directorio e Informe de Síndico u órgano de fiscalización.
- Dentro de los dos meses siguientes al cierre del primer semestre del ejercicio económico: Estados Contables consolidados semestrales del grupo al que pertenece el Fiduciario, acompañados de Informe de Revisión Limitada y Estados Contables individuales del fiduciario, acompañados de Informe de Revisión Limitada.
- Dentro del mes siguiente al cierre del primer y tercer trimestre del ejercicio económico: Estados Contables consolidados trimestrales del grupo al que pertenece el Fiduciario, acompañados de Informe de Compilación y Estados Contables individuales del fiduciario, acompañados de Informe de Revisión Limitada.

Asimismo, el fiduciario deberá informar dentro de los cinco días hábiles todo hecho que modifique la información presentada para su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

La presentación en tiempo y forma de la información, constituye un requisito indispensable para la cotización de los Fideicomisos financieros de oferta pública.

Los fiduciarios deberán además presentar mensualmente información sobre el monto total de títulos de deuda, certificados de participación, o títulos mixtos en circulación.

Adicionalmente fiduciarios que administran fideicomisos financieros de oferta pública deben ajustarse al siguiente régimen de información:

- Anualmente, dentro de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio económico, la actualización de la calificación de riesgo. Dentro de los tres meses siguientes al cierre del ejercicio económico, Estados Contables de cada uno de los fideicomisos financieros administrados, con Informe de Auditoría.
- Semestralmente, dentro de los dos meses siguientes al cierre del primer semestre, Estados Contables de cada uno de los fideicomisos financieros administrados acompañados de Informe de Revisión Limitada.
- Trimestralmente, dentro del mes siguiente al cierre del primer y tercer trimestre, Estados Contables de cada uno de los fideicomisos financieros administrados acompañados de Informe de Compilación.

La fecha de cierre de ejercicio económico, tanto para los fiduciarios como para los fideicomisos es el 31 de diciembre de cada año.

Además los fiduciarios financieros deberán informar al Banco Central del Uruguay información sobre emisiones, pagos realizados en concepto de amortización, intereses y otros conceptos.

### **Prohibiciones del fiduciario**

Con el fin de asegurar la imparcialidad del fiduciario en la administración de los bienes y evitar situaciones en las que el mismo actúe en perjuicio del interés del beneficiario, la ley establece las prohibiciones a las que está sujeto.

- “Afianzar, avalar o garantizar de algún modo al fiduciante o al beneficiario el resultado del fideicomiso o las operaciones, actos y contratos que realice con los bienes fideicomitados”.
- “Realizar operaciones, actos o contratos con los bienes fideicomitados, en beneficio propio, de sus directores o personal superior, de sus parientes directos o de las personas jurídicas dónde éstos tengan una posición de dirección o control”.
- “Realizar cualquier otro acto o negocio jurídico respecto del cual tenga un interés personal opuesto al interés del fideicomiso, salvo autorización conjunta y expresa del fiduciante y del beneficiario”.
- “Realizar cualquier acto o negocio jurídico que pueda resultar perjudicial para el fideicomiso”.

### **Remuneración del Fiduciario.**

En referencia a este punto la ley establece en el Art. 21: “Salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá el derecho al reembolso de los gastos incurridos en beneficio del patrimonio que integra el dominio fiduciario y una remuneración. Si esta no hubiere sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la naturaleza del fideicomiso encomendado y la importancia del patrimonio fiduciario”. En caso de no recibir la remuneración, el fiduciario tiene derecho a la retención de bienes fideicomitidos.

### **Cese de funciones.**

El fiduciario cesará como tal en los siguientes casos:

- “Por muerte o incapacidad, judicialmente declarada” si fuese una persona física. Dado el caso la propiedad fiduciaria se transmitirá de pleno derecho según lo que se haya estipulado en el contrato de fideicomiso.
- “Por disolución, quiebra, concurso o liquidación judicial.”
- “Por remoción judicial, a instancia del fideicomitente o beneficiario.”  
En este caso deberán nombrar al nuevo fiduciario.
- “Por renuncia, cuando sea autorizada en el negocio constitutivo y por las causas en éste establecidas. Cuando en el negocio constitutivo nada se establezca, solo podrá renunciar en caso de negativa del beneficiario a recibir las prestaciones o en caso de insuficiencia del producto del fideicomiso para el pago de su remuneración y siempre

que el fideicomitente o el beneficiario se nieguen a pagarla. La renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto.”

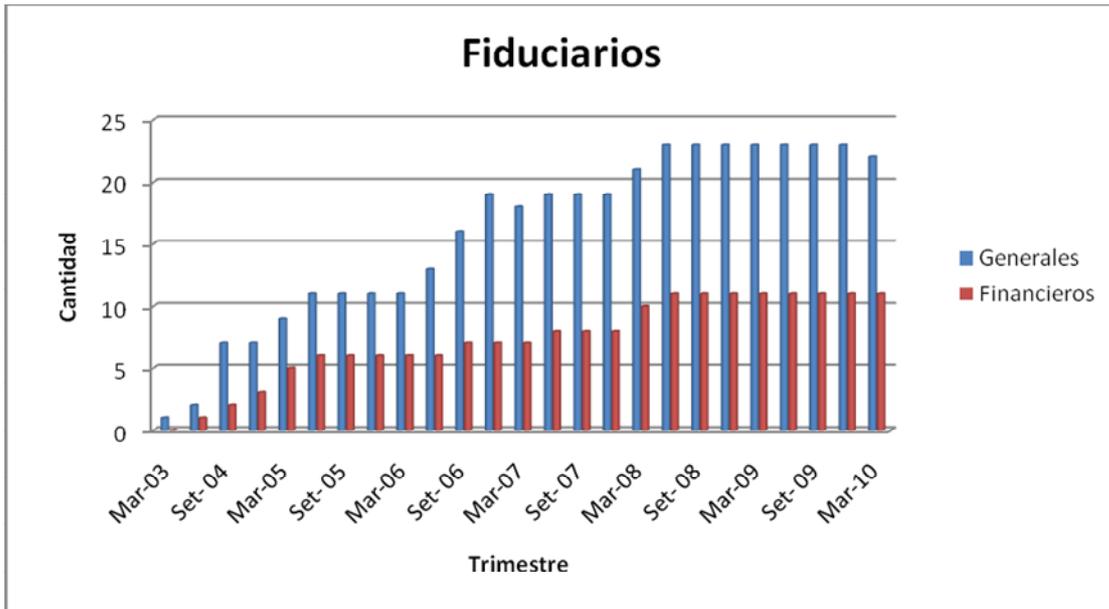
- “Por la cancelación de la inscripción en el registro dispuesta por el Banco Central del Uruguay”

### **Fideicomiso unilateral**

Se conoce como fideicomiso unilateral a aquel en el cual coinciden el fideicomitente y el fiduciario. Existe al momento de firmar el contrato una única voluntad, no hay un acuerdo de voluntades entre las partes. Para el caso de Fideicomiso Financiero se podrá constituir por acto unilateral, en cual coinciden el fideicomitente y el fiduciario siempre que se solicite autorización para ofrecer públicamente los certificados de participación, los títulos de deuda y los títulos mixtos.

Presentaremos a continuación una gráfica donde exponemos la evolución de la cantidad de fiduciarios, distinguiendo entre generales y financieros, inscriptos en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay durante el período 2003 – 2010.

Se aprecia una leve tendencia creciente desde el momento en que fue promulgada la Ley de Fideicomisos 17.703, el 27 de octubre de 2003 hasta la fecha. También podemos apreciar que la relación entre ambos tipos de fiduciarios (generales y financieros) se ha mantenido constante, representando los fiduciarios financieros un 50% de los fiduciarios generales.



Fuente: Informes Trimestrales Banco Central del Uruguay

### **III.3.3. Beneficiario.**

El beneficiario, quien puede ser una persona física o jurídica, es quien obtiene todos los frutos o ventajas pecuniarias de la propiedad fiduciaria durante la duración del acuerdo. Recibe los beneficios de la acción y administración del fiduciario. Es el destinatario final de los bienes terminado el plazo del fideicomiso o cumplida la condición que hubiere sido estipulada. Puede no indicarse el beneficiario en el momento de constituir el fideicomiso y ser señalado después. Deberá poseer capacidad suficiente para adquirir por acto entre vivos o por testamento. El fideicomitente puede reservarse derechos respecto a los bienes dados o respecto a las facultades del fiduciario y responde por saneamiento frente al beneficiario (destinatario final de ellos).

Como hemos de ver, no se trata de elementos personales que concurren necesariamente en el acto de la celebración del negocio. La única figura siempre necesaria en ese acto es el fideicomitente, quien ha de prestar su consentimiento.

El beneficiario posee el derecho de exigir al fiduciario la rendición de cuentas y de ejercer acciones en defensa de los bienes fideicomitidos cuando el fiduciario sea omiso en hacerlo. También podrá solicitar la remoción del fiduciario y oponerse a las medidas preventivas contra los bienes de la propiedad fiduciaria.

### **Condiciones para ser beneficiario**

El beneficiario puede ser una persona física o jurídica inexistente al momento de celebrar el acto. “El beneficiario puede ser una persona futura que no exista al tiempo del otorgamiento del fideicomiso contractual, en cuyo caso deberá establecerse con precisión las características que permitan su identificación futura. El fideicomiso contractual quedará en tal caso, sujeto a la condición suspensiva de existencia de la persona beneficiaria y quedará sin efecto de no verificarse la misma dentro del plazo del año a partir del otorgamiento”.

Puede ser beneficiario una persona incapaz, quien deberá actuar mediante su representante legal.

No se admite que se designe beneficiario al fiduciario. La Ley uruguaya establece una excepción: los casos de fideicomiso en garantía constituidos a favor de una entidad de intermediación financiera. En tal caso, un deudor de esa entidad, podrá transmitirle en fideicomiso un bien y la entidad podrá venderlo privadamente al vencimiento del plazo de la deuda y cobrarse con el producido de la venta.

### **Pluralidad de beneficiarios**

Se podrán designar dos o más beneficiarios que gocen de sus derechos en forma conjunta o sucesiva. En caso de designación conjunta, salvo disposición en

contrario, se repartirán los beneficios obtenidos en partes iguales. “Para el caso que alguno de los beneficiarios designados en forma conjunta no acepte, no llegue a existir o no pueda ser determinado, los beneficios que estos debieran percibir se repartirán por partes iguales entre los demás beneficiarios, salvo que otra cosa se dijere en el instrumento de fideicomiso. Pueden también designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación.”

Para el fideicomiso testamentario se prohíbe que se designen diversos beneficiarios en forma sucesiva, procediendo la sustitución a la muerte del beneficiario anterior.

### **III.3.4. Propiedad fiduciaria**

La Propiedad Fiduciaria es el patrimonio afectado al cumplimiento de una finalidad determinada de acuerdo con los términos de la escritura cuyo titular será el Fiduciario. Es un patrimonio separado e independiente del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario.

De acuerdo a la definición, el fideicomiso es un medio por el cual se transmite un conjunto de derechos al fiduciario y, además, se le encarga respecto a los derechos fideicomitidos “que los administre o ejerza de conformidad con las instrucciones contenidas en el fideicomiso”.

El fideicomiso puede recaer sobre cualquier tipo de bienes o derechos, presentes o futuros, ya sean, cuentas a cobrar, bienes muebles o inmuebles, títulos valores, acciones o dinero.

Resulta de la definición que es un negocio librado a la confianza que el fideicomitente otorga al fiduciario, puesto que le transmite bienes para que cumpla con el encargo conferido. El fiduciario ha de administrar los derechos que le son transmitidos pero, también, podrá ejercer tales derechos.

Los caracteres de esta propiedad fiduciaria serían: independencia, transitoriedad y limitación según se explicita a continuación.

#### **Independencia**

Se establece la independencia del patrimonio de afectación de los patrimonios del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario. El fideicomitente se desprende de

los bienes, que pasan a pertenecer al fiduciario. Aislado una parte de un patrimonio se otorga seguridad a quienes aportan el capital (inversores), permitiendo que participen en un negocio sin ser afectados por los vaivenes económicos que pudiera sufrir una persona o empresa en la totalidad de sus giros comerciales.

El beneficiario se hará dueño de los bienes que integran ese patrimonio, si así se hubiere estipulado, pero recién cuando termine el fideicomiso.

El fiduciario tiene esos bienes en su patrimonio pero formando un patrimonio de afectación, separado de su patrimonio personal y de otros patrimonios fiduciarios de los cuales pudiera ser titular.

#### Efectos de la separación patrimonial

- Acreedores del fiduciario

Se establece que los bienes fideicomitados quedan exentos de las acciones singulares o colectivas de los acreedores del fiduciario. De manera que el fiduciario se hace dueño de los bienes fideicomitados pero éstos quedan al amparo de acciones de sus acreedores. Si el fiduciario fuera declarado en quiebra o en liquidación judicial o en liquidación administrativa, no se podrá ocupar los bienes que forman parte del patrimonio fiduciario.

Si el fiduciario concursa, ello es causa de su cese y se deberán restituir los bienes fideicomitados al fideicomitente o a quien él haya indicado como sustituto.

- Acreedores del beneficiario

Los acreedores del beneficiario no pueden perseguir los bienes fideicomitados, mientras se encuentren en el patrimonio del fiduciario. Se admite que pueden perseguir los frutos que esos bienes generen. Por ello se habilita al acreedor del beneficiario para que los embargue. También existe la posibilidad de que el acreedor del beneficiario se subrogue en los derechos de éste, a los efectos de que ejerza las acciones que le correspondan para la percepción de los frutos.

- Acreedores del fideicomitente

En el fideicomiso por acto entre vivos, los acreedores del fideicomitente no pueden perseguir los bienes fideicomitados; sólo pueden promover ciertas acciones por fraude. Esta medida se adopta con la finalidad de que no sean llevadas a cabo finalidades ilícitas.

### **Transitoriedad**

La propiedad fiduciaria se caracteriza por su transitoriedad. El fiduciario no tiene la propiedad indefinidamente, ya que al cumplimiento del plazo o condiciones estipuladas de finalización del fideicomiso este debe desprenderse de los bienes para entregarlos al destinatario final. El plazo máximo fijado por la Ley es de 30 años.

Si se produce el cese del fiduciario, por su muerte, los bienes no pasan a sus herederos sino que deben ser restituidos al fideicomitente o a quien él haya indicado.

Si se produce la disolución de la sociedad fiduciaria, los bienes fideicomitados no son objeto del proceso de liquidación de los bienes sociales. Deben ser restituidos

al fideicomitente o entregados al subrogante y ello deberá ser realizado por el liquidador de la sociedad, en el proceso de liquidación privada societaria.

### **Limitación**

En el dominio fiduciario se restringen las facultades y los límites, a tal punto que el fiduciario sólo podría ser considerado como un simple mandatario. Se trataría de un dominio imperfecto. Los bienes son transmitidos al fiduciario para que los administre o ejerza de acuerdo a las instrucciones contenidas en el fideicomiso. Además también se agregan, prohibiciones y limitaciones que afectan sus derechos. Las restricciones no son ocultas, puesto que el documento debe registrarse. En consecuencia, tales restricciones serán oponibles a terceros.

### **III.3.5. Naturaleza Jurídica**

En cuanto a la naturaleza jurídica, el fideicomiso es un negocio jurídico. No es una persona jurídica ni un mero encargo de confianza. Involucra la transferencia de bienes de una parte (fideicomitente) a otra parte (fiduciario) con el fin de crear un patrimonio autónomo destinado a un fin determinado.

### **III.3.6. Requisitos formales**

Puede constituirse por acto entre vivos, por el cual existe un contrato de fideicomiso con todas las formalidades necesarias, o por testamento. En ambas situaciones se debe cumplir con ciertas formalidades.

Los instrumentos en que se constituyen los fideicomisos, sus modificaciones y cancelaciones, se inscribirán en el Registro de Actos Personales, Sección Universalidades del Ministerio de Educación y Cultura.

El instrumento deberá indicar los nombres de los fiduciarios y fideicomitentes (estos últimos excepto en los fideicomisos financieros), con indicación de domicilio, nacionalidad, número de cédula de identidad o en su defecto, otro documento público identificatorio. Cuando los fiduciarios o fideicomitentes sean personas jurídicas, se indicará nombre, tipo social y domicilio, y cuando correspondiere, número de inscripción en el Registro Nacional de Comercio y Registro Único Tributario.

El instrumento de fideicomiso también referirá al plazo y condición del fideicomiso, según corresponda.

También se indicará el destino de los bienes a la finalización del fideicomiso, cuando corresponda, los derechos y obligaciones del fiduciario, y si se pactare, el orden y condiciones de la sustitución, individualización de los sustitutos y la facultad de sustitución reservada al fideicomitente.

Los instrumentos constitutivos de fideicomisos financieros deberán presentarse ante el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, a los efectos de determinar si los valores representativos de participaciones o derechos de crédito se ofrecerán públicamente o en forma privada.

### **Requisitos del contrato del fideicomiso financiero**

Algunas de las condiciones propias de los fideicomisos financieros son:

- Identificación del fideicomiso. Se debe utilizar una designación que permita individualizarlos, las que deberán estar acompañadas de la denominación “Fideicomiso Financiero”.
- Individualización de los bienes o derechos cedidos al Fideicomiso
- Términos y condiciones generales de la emisión de los certificados de participación, títulos de deuda o mixtos.

Para el caso de los Fideicomisos de oferta privada el fiduciario deberá presentar también:

- cuando el fideicomitente es una Institución de Intermediación financiera, se necesitará una constancia de la Superintendencia autorizando a dicha institución a actuar como fideicomitente.
- Modelos de los títulos a ser emitidos.
- Acreditar el cumplimiento de la garantía real establecida.

#### **III.4. Modalidades de fideicomisos**

Al tratar las formas de creación de los fideicomisos se pueden diferenciar aquellos creados entre vivos (contrato de fideicomiso) y aquellos creados mortis causae (testamentario).

##### **Fideicomiso testamentario**

En el fideicomiso testamentario, el testador tiene interés en que los bienes fideicomitados se entreguen a determinada persona que él ha de designar,

respetando las legítimas, las asignaciones forzosas y la porción conyugal. Se designa un fiduciario que ha de administrar los bienes sucesorios, con instrucciones de que después de un plazo se entregarán al beneficiario designado. Está prohibido realizar fideicomisos testamentarios en los cuales se concedan a diversas personas sucesivamente que deban sustituirse por muerte del anterior.

El fideicomitente otorga un testamento, en que dispone que todos sus bienes o algún bien o algunos bienes determinados, serán atribuidos a un fiduciario, quien se obligará a administrarlos y gestionarlos en beneficio de la persona que se designe en el testamento y a transmitirlos, al vencimiento de un plazo o condición, a la persona que se indique. Sólo y recién con la muerte del fideicomitente, se transmite el bien al fiduciario, en las condiciones establecidas en el testamento.

En el fideicomiso testamentario, el fiduciario podrá aceptar o no el encargo que se le ha hecho. Quedará vinculado por los términos del fideicomiso testamentario, sólo cuando acepte el encargo que se le ha conferido. Si el fiduciario no acepta deberá acudir al sustituto que se hubiere designado.

### **Fideicomiso por acto entre vivos**

- Fideicomiso en garantía

En el Fideicomiso de garantía, el fideicomitente transmite un bien al fiduciario, en garantía de una obligación y el fiduciario asume la obligación de devolverlo una vez satisfecha la obligación. Se dan instrucciones al fiduciario, para que, en caso de incumplimiento proceda a su venta, para la cancelación de la deuda.

En cuanto al aspecto tributario, las transmisiones de bienes gravadas realizadas en cumplimiento de un fideicomiso de garantía se encuentran exoneradas del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales para la parte enajenante y adquirente, tanto en la transmisión original de los bienes al fideicomiso, como en la transmisión posterior al fideicomitente.

Dentro de esta modalidad pueden darse dos variantes:

a. En una primera variante el fideicomitente entrega el bien en fideicomiso al fiduciario en garantía de la obligación contraída frente a una tercera persona. En caso de incumplimiento de la obligación garantizada, por parte del fideicomitente, el fiduciario deberá proceder a la comercialización privada de los bienes fideicomitados, en cumplimiento de la gestión fiduciaria que se le encomendó. En caso de que el fideicomitente cumpla con la obligación garantizada, el fiduciario restituirá los bienes fideicomitados al fideicomitente.

Damos un ejemplo. Una persona necesita dinero y acude a un prestamista. Como garantía trasmite la propiedad de un bien a un tercero, que será el fiduciario. Si al vencimiento del préstamo, no se devuelve la suma prestada, el fiduciario venderá el bien y con el precio obtenido pagará al acreedor.

b. En una segunda variante se entrega el bien en fideicomiso al acreedor. Se confunden, en este caso las figuras personales: el fiduciario es a la vez el acreedor del fideicomiso. Esta variante sólo se autoriza por la Ley cuando el fiduciario es una entidad de intermediación financiera.

Damos un ejemplo. Una persona necesita dinero y acude a un banco solicitando un préstamo y como garantía le entrega un bien inmueble en fideicomiso. El fiduciario se hace dueño del bien y al llegar al vencimiento, si el deudor no paga, lo venderá privadamente y destinará el precio obtenido a cancelar el préstamo que había concedido. En este caso el fiduciario es la misma persona que el acreedor.

En ambas variantes, si existe un remanente, el fiduciario debe entregarlo el fideicomitente.

La doctrina señala las ventajas que ofrece este mecanismo respecto a los contratos de garantía tradicionales. En especial se destacan sus ventajas con respecto a la hipoteca y la prenda.

Se ha señalado que el fideicomiso en garantía es ventajoso para el acreedor y hasta para el deudor (pues permite que éste acceda a nuevas vías de crédito).

En primer lugar, la determinación del incumplimiento es determinada en forma unilateral y totalmente privada, por el fiduciario. Ni el fiduciario ni el acreedor deben promover un proceso judicial, donde se acredite el incumplimiento, ni la acción de intimación que constituyera en mora al fideicomitente.

En segundo lugar, el fiduciario puede enajenar privadamente los bienes para destinar su precio al pago de la deuda. Esta forma de disposición de los bienes fideicomitados permitiría la realización de la garantía a valores de mercado por medio de un procedimiento ágil y extrajudicial, evitando la demora propia de los procesos judiciales.

En tercer lugar, se remarca que los bienes fideicomitidos, al formar un patrimonio de afectación, independiente, quedan al abrigo de la persecución de otros acreedores del fideicomitente y fuera del proceso concursal que se promoviera contra ese fideicomitente, sin perjuicio de acciones por fraudes que se hubieren cometido y de revocaciones en procesos de quiebra.

Sin embargo, según la Dra. Nuri Rodríguez, el fideicomiso en garantía, en la forma que se lo estableció en la Ley 17.703, promulgada el 27 de octubre de 2003, desprotege totalmente a las personas necesitadas de recursos financieros, vulnerando su derecho a la defensa y las garantías del debido proceso.

En las dos variedades, el fiduciario determinará unilateralmente si se configuró una hipótesis de incumplimiento para, luego, proceder a la venta privada de los bienes fideicomitidos. Podrá enajenarlo y quedarse con el precio obtenido, sin necesidad de realizar ningún trámite judicial y sin que el deudor tenga tutelas legales que lo amparen. Lo podrá vender a cualquier precio; la Ley no establece límites.

- Fideicomiso de administración

En el Fideicomiso de administración se transmiten bienes al fiduciario, en custodia, para efectuar un uso determinado de esos bienes. La finalidad en este caso es que el fiduciario maneje o administre el patrimonio del fideicomitente en provecho del beneficiario. Se transfieren los bienes o derechos pero solo para que el fiduciario efectúe los actos conservatorios pertinentes. El fideicomitente podrá querer desprenderse de la administración directa de sus bienes por sus condiciones físicas, su edad, sus múltiples ocupaciones en otras áreas, o por desconocimiento sobre la

materia. En el fideicomiso de administración se transmiten bienes para que el fiduciario realice actos de conservación y perciba frutos o rentas.

Puede distinguirse dos variantes de esta modalidad: Fideicomisos sin fines de lucro (donación en vida) y Fideicomisos con fines de lucro, como ser el desarrollo de proyectos industriales o comerciales de pequeña envergadura.

### Utilización del fideicomiso en el sector inmobiliario

Para un mejor entendimiento del tema presentamos a continuación un caso de aplicación del fideicomiso de administración aplicado en el sector inmobiliario.

En la experiencia internacional, uno de los sectores en los que el fideicomiso ha constituido una efectiva herramienta de desarrollo ha sido el inmobiliario, debido a algunas de sus características específicas que detallaremos más adelante. Existen muchos tipos de fideicomisos, el que interesa para los negocios inmobiliarios es el fideicomiso de administración.

En un negocio de este tipo pueden existir inversores que aportan el inmueble y otros que aportan fondos para el desarrollo del proyecto, o también pueden todos aportar fondos para comprar un inmueble y desarrollar el proyecto. En cualquiera de estos casos, los inversores aportan bienes y dinero al patrimonio del fideicomiso para desarrollar el proyecto inmobiliario que acuerden.

Dicho fideicomiso será administrado por un fiduciario elegido por los inversores. Para darle confiabilidad a la estructura, el fiduciario debe ser una persona o entidad de buena reputación.

El fiduciario recibirá los bienes y fondos por cuenta del fideicomiso y los mantendrá en todo momento separado de su propio patrimonio. El fiduciario no podrá cambiar el destino de los bienes transferidos, con lo cual los inversores tendrán seguridad de que el inmueble no podrá ser vendido sin su consentimiento.

Al tiempo que se transfieren los bienes al fideicomiso, se dan instrucciones al fiduciario para el desarrollo del proyecto inmobiliario, estas son muy concretas y no modificables por el fiduciario, que deberá actuar siempre de acuerdo a las mismas.

Generalmente el fiduciario no será el encargado de llevar adelante el proyecto, sino que será el encargado de contratar a quienes indiquen los inversores para luego hacer los pagos a medida que avanza la construcción del proyecto.

Por otro lado, también se pueden dar instrucciones para la comercialización de las unidades que se construyan, a medida que se lleva adelante el proyecto.

Por último, se dan instrucciones respecto a la forma de repartir las utilidades del negocio entre los inversores.

Los inversores pretenden que sus inversiones se destinen a la construcción del proyecto acordado y que el resultado económico de su comercialización se distribuya entre ellos. Por eso un aspecto importante es garantizar que no existan desvíos de fondos, tanto en el momento de la inversión como en el momento de la distribución de beneficios. Para lograr dicho fin, la estructura del fideicomiso es ideal porque otorga confianza y seguridad a todas las partes.

Las características específicas del fideicomiso inmobiliario son:

- Los montos de inversión requeridos por los proyectos inmobiliarios son generalmente elevados, lo que hace necesario recurrir a financiaciones externas que no siempre resulta fácil de obtener debido a las restricciones del crédito bancario. En ese contexto el fideicomiso puede ser un instrumento que facilite la captación de inversores permitiendo obtener los recursos financieros necesarios.
- Un proyecto inmobiliario requiere inevitablemente la intervención de distintas partes, todas ellas con roles decisivos para alcanzar el éxito del proyecto, por ejemplo, desarrolladores del proyecto, ingenieros, entidades financieras, etc. El fideicomiso puede ser un elemento centralizante que coordine los diferentes intereses en juego, ofreciendo seguridad de que el negocio se desarrollara respetando los de todas las partes y según lo convenido entre ellas.
- Los proyectos inmobiliarios pueden involucrar en muchos casos un factor de riesgo elevado en cuanto a su éxito comercial, lo que aunado a los altos niveles de inversión requeridos puede hacer aconsejable su implementación a través de vehículos especiales, lo que evita, entre otros aspectos que un eventual fracaso del proyecto inmobiliario arrastre a la totalidad del negocio de los empresarios. El fideicomiso puede cumplir el rol de vehículo especial en su calidad de patrimonio de afectación.
- Igualmente, la utilización de fideicomisos como vehículo para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, tiene el efecto de aislarlos y protegerlos de las eventuales vicisitudes financieras de los participantes.

Las ventajas de este tipo de fideicomisos son:

- El fideicomiso es una figura transparente que otorga mayores garantías para los inversores respecto al capital invertido en el negocio.
  - Se limita las facultades de quien administra el negocio, de forma de evitar posibles desviaciones. El alcance del negocio se establece en forma específica en el contrato de fideicomiso y no puede ser modificado sin el acuerdo de los inversores.
  - Lo invertido no puede ser embargado por acreedores de los inversores o del fiduciario, ya que todo se encuentra en un patrimonio separado, fuera del alcance de dichos acreedores.
  - Se puede controlar en mejor forma el avance del proyecto y liberar los pagos contra el avance de la obra.
  - Facilita la obtención de financiamiento de terceros en caso de ser necesario, ya que se pueden otorgar mayores garantías para el banco que quiera financiar el proyecto.
- Fideicomiso de inversión.

La finalidad es que el fiduciario destine el patrimonio fideicomitado a la realización de operaciones económicamente provechosas para el beneficiario del fideicomiso. Es una variante del fideicomiso de administración con el agregado de que además de una simple administración y manejo de bienes, el fideicomitente busca destinarlo a ciertas actividades de las cuales puedan derivar rendimientos atractivos.

El fideicomitente puede encomendar una determinada inversión, por ejemplo, en acciones o debentures de una determinada sociedad anónima o instruir genéricamente para que se realice inversiones en determinados títulos o bienes, para su propio beneficio o de un tercero. En estos casos, es un mecanismo para la mejor selección de inversiones. Si el fiduciario es una entidad financiera, experiente y con equipo humano especializado para inversiones, ello presta utilidad al fideicomitente y lo exime de la carga de manejar la gestión de sus bienes.

Se distinguen varias clases:

- Fideicomiso para la inversión en títulos valores. En este generalmente los rendimientos son para el fideicomitente, que se constituye en beneficiario, pero también puede designarse a otras personas como beneficiarios. También, puede estipularse que se volverá a invertir con los rendimientos en otros títulos valores.
- Fideicomiso para invertir en préstamos. En esta modalidad se captan recursos de ahorristas para prestarlo a empresarios que los necesitan.
- Fideicomiso para cumplimientos de otros fines, como por ejemplo, un fideicomiso en que se trasmite un inmueble, en que se pacta que la renta que genere la ha de percibir el fideicomitente mientras viva y que a su muerte el inmueble se entregará a sus herederos.
  - Fideicomiso financiero

Esta modalidad la analizaremos en un capítulo aparte ya que es el tema central de este trabajo monográfico.

## **CAPÍTULO IV. FIDEICOMISO FINANCIERO**

### **IV.1. Concepto**

De acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703, “El fideicomiso financiero es aquel negocio de fideicomiso cuyos beneficiarios sean titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente. Los certificados de participación y títulos de deuda se registrarán por el Decreto-Ley N° 14.701, de 12 de setiembre de 1977, en lo pertinente.” El Fideicomiso financiero está sujeto a las reglas de los fideicomisos ordinarios.

En el fideicomiso financiero, como en los demás, existe una transmisión de bienes a un patrimonio de afectación. El carácter que lo distingue es la posibilidad establecida de que el fiduciario emita títulos representativos de distintos derechos.

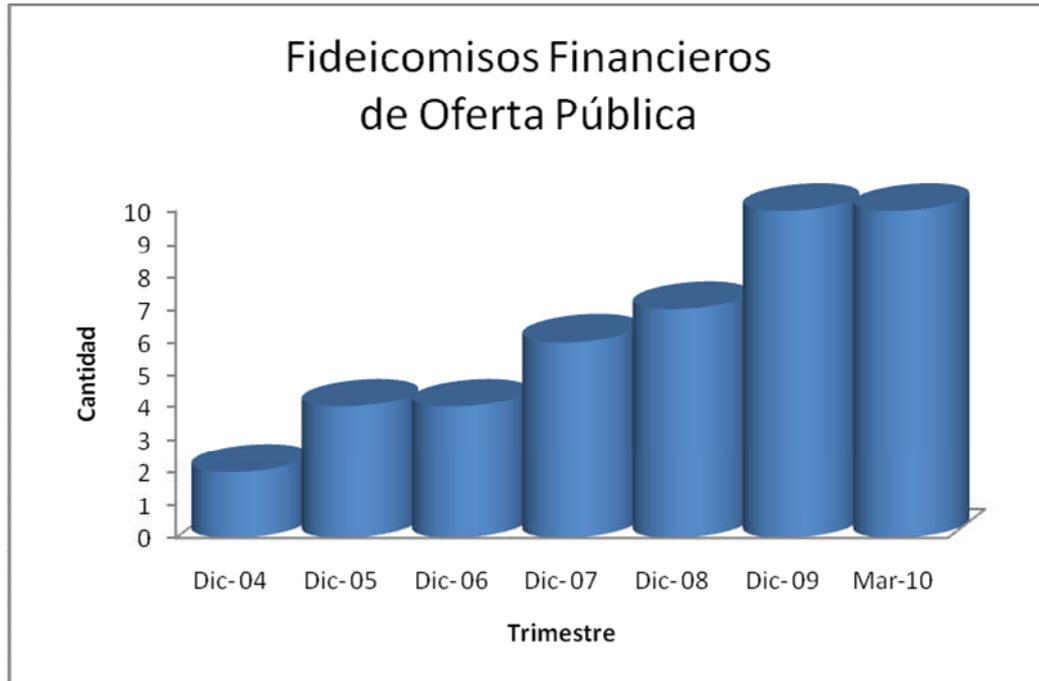
Una forma simplificada de describir la operativa consistiría en que el fiduciario recibe los activos, objeto del fideicomiso de parte del fideicomitente, realiza una emisión de títulos respaldada por los activos entregados, coloca dichos títulos en forma privada o en el mercado público de valores y posteriormente administra esos activos, obteniendo así recursos financieros para los beneficiarios. Los valores emitidos son respaldados por un patrimonio autónomo (Fideicomiso) creado específicamente para garantizar los títulos emitidos.

La Ley de Fideicomisos exige que para el caso de Fideicomisos Financieros, el fiduciario sea necesariamente una Entidad de Intermediación Financiera o una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.

Otra de las características de esta figura es que a diferencia de lo que ocurre con otras clases de Fideicomisos, en el Fideicomiso Financiero pueden coincidir fideicomitente y fiduciario, siempre que se solicite autorización para ofrecer públicamente los títulos emitidos.

El Fideicomiso Financiero representa el vehículo más apto para realizar un proceso de securitización de flujos de fondos, transformando conjuntos de activos financieros, presentes o futuros, en la medida que sean generadores de un flujo de fondos predecible, en títulos negociables en el mercado.

En el siguiente gráfico presentamos la evolución de los Fideicomisos inscriptos en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay durante el período 2004 – 2010.



#### **IV.2. Títulos emitibles**

El fideicomiso financiero es un instrumento destinado a servir al **mercado de capitales**.

El fiduciario puede emitir títulos de distinto carácter:

##### **IV.2.1. Títulos de deuda**

Los titulares de los mismos percibirán una renta fija y además estarán garantizados con los activos fideicomitados. Cabe aclarar que estos títulos no otorgan ningún derecho sobre dichos activos. Sí reconocen un derecho de crédito a sus tenedores para cobrar lo establecido en tiempo y forma.

Los títulos emitidos con respaldo en el patrimonio fiduciario podrán ser emitidos en modalidad física o escritural y deberán contener como mínimo, entre otras cosas, lo siguiente:

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

Denominación, domicilio y firma del Fiduciario, identificación del fideicomiso.

-Denominación del valor, monto de la emisión y de los títulos.

-Garantía y/o otros beneficios otorgados por el emisor u otro tercero.

- Plazo de vigencia del fideicomiso

- Aclaración de que el valor fue inscripto para oferta pública y autorizado en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

#### **IV.2.2.Certificados de participación**

Estos certificados otorgan el derecho a una parte alícuota de los bienes y sus respectivos beneficios, que integran el patrimonio fiduciario. Sus tenedores serán titulares del remanente que quedare luego de cumplidas las obligaciones con los tenedores de títulos de deuda. Sin embargo, los títulos de participación dan derecho sobre el remanente de los activos, aparte del derecho a cobrar utilidades.

Los certificados de participación al igual que los títulos representativos de deuda podrán adoptar la modalidad física o escritural y deberán contar con las mismas especificaciones que los mencionados anteriormente y además la medida de la participación en la propiedad de los bienes fideicomitidos.

### **IV.2.3. Títulos mixtos**

Se estructuran combinando aspectos de los dos tipos anteriores. Tienen por objeto el permitir incorporar en un negocio a distintas clases de inversores con distintos perfiles de riesgo.

Por su parte los títulos mixtos también pueden adoptar la modalidad física o escritural debiendo contener todas las especificaciones de los títulos representativos de deuda y de los certificados de participación.

La colocación de los títulos mencionados puede hacerse en forma privada o a través de la oferta pública de valores. Como ya mencionamos anteriormente la oferta pública de valores es “la comunicación dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste, a efectos de adquirir, vender o canjear dichos valores. La invitación a la compra de valores realizada a los clientes de una institución de manera generalizada constituye oferta pública aunque no se realice publicidad al respecto”.

### **IV.3. Registro de valores de oferta pública**

La solicitud de autorización de oferta pública debe ser presentada por el Fiduciario, quien actúa en representación del Fideicomiso pudiendo optar por: emisión de títulos de deuda, títulos de participación y títulos mixtos o un programa de emisión de los valores mencionados, hasta un monto máximo.

Por otra parte, a efectos de proceder a la oferta pública de los valores a ser emitidos, como ya expresamos el fiduciario deberá presentar la solicitud de autorización la que debe estar acompañada entre otros de:

- Testimonio notarial de las resoluciones del órgano competente del fideicomitente por medio de las cuales se autoriza a transferir los bienes al fideicomiso.
- Testimonio notarial del acta de la reunión del órgano competente del Fiduciario que dispuso la emisión, sus términos y condiciones y cotización de valores.
- Un ejemplar del proyecto de prospecto de emisión y modelo de los títulos a ser emitidos.
- Informes de calificación de riesgos, expedida por una entidad inscrita en el Registro del Mercado de Valores.
- Testimonio notarial de las garantías otorgadas en caso de existir.

Posteriormente a la inscripción se deberá presentar:

- tres días hábiles previos a presentación y suscripción de la emisión: prospecto definitivo de emisión, testimonio de inscripción en el Registro de Actos Personales del Ministerio de Educación y Cultura, una nota con la fecha de suscripción y emisión.
- El día hábil siguiente deben presentar una nota indicando el monto emitido
- Diez días hábiles posteriores a la emisión: facsímil del valor o testimonio según corresponda.

#### **IV.4. Insuficiencia patrimonial**

La asamblea de títulos de deuda tiene la potestad de resolver la forma de administración y liquidación de patrimonio fiduciario frente a un caso de insuficiencia patrimonial de fideicomiso financiero para atender las obligaciones contraídas por el fiduciario frente a terceros. La citación a la asamblea la realizará el fiduciario, la misma deberá regirse por las normas de la Ley 16.060 de sociedades comerciales. El elemento novedoso en relación con el fideicomiso ordinario es que en el caso de fideicomisos financieros se deja el poder de decisión en la asamblea de títulos de deuda. Las facultades del fiduciario se ven disminuidas en este caso.

#### **IV.5. Facultades de la Asamblea de tenedores de títulos de deuda**

La asamblea de tenedores de título de deuda, por el voto conforme de tenedores de títulos que representen por lo menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación, podrá resolver:

- Transferir el patrimonio fiduciario como unidad a otro fiduciario. En realidad, esta no es más que decir que se podrá cambiar al fiduciario pues es lo mismo que el fiduciario “transfiera al patrimonio fiduciario como unidad a otro” que decir que se designará un sustituto (que deberá recibir la transferencia).
- Modificar el contrato de emisión, que podrá comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos o condiciones iniciales. La solución es casi obvia, ante la insuficiencia de fondos

del fideicomiso se presenta las alternativas de quita, espera o cualquier otra posible alternativa de refinanciación.

En cuanto a la asamblea de tenedores de títulos y la participación en esta de personas vinculadas al fiduciario, en tanto son tenedores de títulos, en la recopilación de normas del Banco Central del Uruguay se establece que se deberá destacar en el prospecto si se admite o no que participen en dicha asamblea. Y además se establece que el fiduciario no podrá tener participación en los títulos que se emitan.

#### **IV.6. Los flujos de fondos como fuente de financiamiento**

De acuerdo a lo mencionado anteriormente, los fideicomitentes (originantes), pueden transferir sus bienes o derechos a un fideicomiso, el cual emitirá como contrapartida certificados de participación o títulos de deuda, a partir de los cuales éstos pueden obtener financiamiento del mercado. Estos bienes o derechos pueden ser de diversa índole:

- cupones de tarjetas de crédito,
- facturas comerciales,
- documentos comerciales (vales, conformes, cheques),
- créditos hipotecarios,
- créditos prendarios,
- ingresos por exportaciones,

- tarifas públicas, o cualquier otro activo que cumpla con la condición de ser generador de un flujo de fondos predecible.

Esta modalidad de financiamiento supone un cambio de criterio en el otorgamiento de créditos. En el sistema tradicional, la obtención de crédito por parte de una empresa supone el análisis de su capacidad de repago y de su fortaleza patrimonial. En un proceso de securitización, el crédito se obtiene a partir de la confiabilidad en el flujo de fondos proveniente de los activos fideicomitidos.

Esto permite que empresas con una situación patrimonial comprometida, o que puedan provocar dudas respecto a la capacidad de repago de sus pasivos, puedan igualmente acceder al crédito en la medida que tengan activos, presentes o futuros, capaces de generar un flujo de fondos predecible y que dichos activos sean securitizados a través de la transferencia a un fideicomiso. Quienes otorguen crédito a través de la suscripción de los certificados de participación o de los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso habrán de tomar en cuenta la seguridad del flujo transferido al fideicomiso, independientemente de la situación económica del fideicomitente.

Por otra parte, el fideicomitente obtendrá los recursos financieros necesarios para su operativa sin necesidad de incrementar su pasivo, limitándose a ceder al fideicomiso los activos generadores del flujo de fondos predecible, que integrarán el patrimonio fiduciario.

En suma, en aquellos momentos en que resulta difícil acceder al crédito bancario; ya sea por las elevadas tasas impuestas por las Instituciones de Intermediación Financiera, o las exigencias requeridas por el Banco Central del Uruguay a éstas

últimas, la securitización de flujos de fondos a través de fideicomisos financieros brinda a los agentes económicos una excelente oportunidad de acceso y mejoramiento crediticio.

#### **IV.7. Aspectos tributarios**

En cuanto al aspecto tributario, consideramos de suma importancia la existencia de un apropiado marco normativo y fiscal, para que garantice un desarrollo exitoso del fideicomiso financiero. La Ley 17.703 dedica un capítulo específico al tratamiento fiscal de los Fideicomisos, es importante destacar que las normas contenidas en este capítulo no aportan beneficios o ventajas tributarias, tal como sucede en algunos países de la región, para la promoción del instrumento, salvo algunas exoneraciones y algún tratamiento preferencial, como ser a los Fideicomisos Financieros que emitan títulos fiduciarios mediante oferta pública. Cabe aclarar, la intención del legislador de evitar que los costos impositivos puedan hacer menos atractivo el instrumento financiero.

El análisis de la situación tributaria del mercado de capitales involucra abordar la situación de un conjunto de hechos económicos que vinculan entre sí a determinados sujetos y en algunos casos a entidades que carecen en sí mismas del elemento personal.

Es interesante analizar la incidencia de nuestra estructura tributaria en la situación del inversor (beneficiario), de la entidad que demanda los fondos en el mercado (fideicomitente), y de las entidades que intermedian en el mismo (fiduciario).

Debemos tener presente, para este aspecto, que la Ley uruguaya ha intentado consagrar dos principios:

- **Neutralidad tributaria:** Se intentó que el tratamiento fiscal del Fideicomiso tuviera las mismas implicancias económicas frente a otras alternativas posibles de estructuración de negocios para que el instrumento no fuera perjudicado o beneficiado.
- **Principio de la realidad económica:** Existen dos planos que pueden no coincidir necesariamente, el plano meramente jurídico o formal, y el plano de la realidad económica de la operación (subyacente). Al momento de determinar los efectos impositivos de este contrato, no es posible tomar en cuenta solamente las consecuencias fiscales, evaluando solo la estructura jurídica y sus rasgos conceptuales, sino que es necesario completar el análisis intentando comprender cuál es el negocio “real” (subyacente), con el fin de utilizar el tratamiento fiscal correspondiente, utilizando las normas que a ese negocio le corresponden, así como a los actos que el fiduciario está obligado a ejecutar como consecuencia del encargo fiduciario.
- Los fideicomisos son contribuyentes de todos los tributos que gravan las sociedades personales, siempre que se verifiquen todos los aspectos del hecho generador de los respectivos tributos. Asimismo tendrán la calidad de responsable en las mismas condiciones que las sociedades personales, siempre que se cumplan las hipótesis que dan origen a dicha responsabilidad.

Con respecto a los ingresos de los fiduciarios obtenidos por su actividad, tendrán el mismo tratamiento que las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

#### **IV.7.1. Tratamiento de los Fideicomisos Financieros**

La Ley otorga ciertos beneficios a los fideicomisos financieros, cuyos certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos sean emitidos mediante oferta pública:

Se exonera de Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales a la parte enajenante (fideicomitente) y también a la parte adquiriente (fiduciario), por las transmisiones de bienes y derechos efectuados en cumplimiento del fideicomiso.

Se exonera del Impuesto al Valor Agregado, de Contribución al Financiamiento a la Seguridad Social y Específico Interno a las enajenaciones de bienes y derechos realizadas en cumplimiento de fideicomiso.

Cuando el objeto del Fideicomiso consista en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, este tendrá el mismo tratamiento tributario que los fondos cerrados de inversión cerrados de crédito. Por lo tanto, esto implica que estos Fideicomisos serán sujetos pasivos del IRAE, IP, e IVA.

#### **Principales características:**

- **I.R.A.E.** (Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas)

La diferencia entre el valor nominal del crédito cedido y el precio pagado a la empresa cedente, constituye ganancia.

Los intereses pagados a los tenedores de los títulos son totalmente deducibles a los efectos de este impuesto.

Los pagos efectuados a los tenedores de certificados de participación, utilidades y devolución de capital, no constituyen gastos del fideicomiso.

- **I.V.A.** (Impuesto al Valor Agregado)

Los intereses estarán gravados por IVA, solo si ya estaban gravados antes de la transferencia al fideicomiso.

La diferencia entre el valor nominal del crédito y el precio pagado está gravado por IVA, solo cuando el fideicomitente sea una persona física no contribuyente de IRAE.

- **I.P.** (Impuesto al Patrimonio)

Los créditos cedidos al Fideicomiso están gravados por IP.

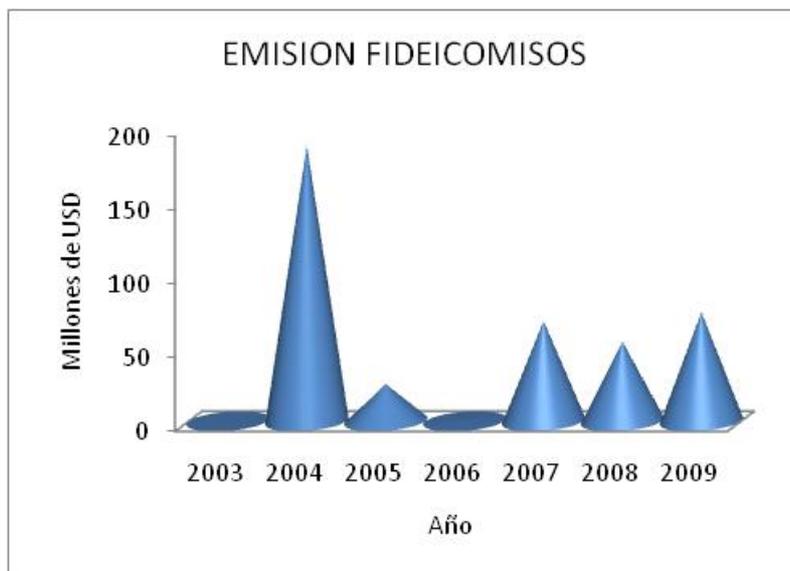
Los títulos de deuda son deducibles a efectos del cálculo del IP, mientras que los títulos de participación no los son.

Los certificados de participación y títulos de deuda, emitidos mediante oferta pública, tienen el mismo tratamiento fiscal que las acciones que cotizan en bolsa, y las obligaciones emitidas mediante suscripción pública y cotización bursátil.

#### IV.8. Análisis de las emisiones de los Fideicomisos Financieros

A continuación efectuamos un análisis práctico de las emisiones de los fideicomisos financieros, por el período 2003-2009. Cabe aclarar que durante los años anteriores no existieron emisiones debido a la falta de regulación y conocimiento del instrumento financiero.

En este gráfico ponemos en juego dos variables, relacionando la emisión de fideicomisos en millones de dólares y los años transcurridos hasta el momento. A continuación haremos un análisis de la gráfica, detallando los montos transados y las emisiones. Para efectuar este análisis, recabamos la información de los Informes Trimestrales del Mercado de Valores, publicados por el Banco Central del Uruguay. Con el fin de homogeneizar las diferentes emisiones, para expresarlas en una misma unidad de medida, utilizamos el tipo de cambio vigente a la fecha de emisión.



En el año 2004, se registraron 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 que emiten Certificados de Participación. La emisión ascendió a un valor nominal de U.R. 17.457.000 (aprox. USD 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.

En el año 2005, el 24 de junio se registró la inscripción del Fideicomiso Financiero de oferta pública, “Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez”, del programa de sus títulos de deuda y de la primera Serie del mismo, por un valor nominal de USD 1.000.000. También, el 23 de agosto se registró la inscripción de la Segunda Serie de Títulos de Deuda del Programa de Emisión del Fideicomiso Financiero de oferta pública, “Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez”, por un valor nominal de USD 800.000. También se registraron 2 inscripciones de Fideicomisos en el Registro del Mercado de Valores, con fecha 19 de octubre el “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero” por un monto de UI 351.239.000. Con fecha 8 de noviembre, se registró la inscripción de la Tercera Serie de Títulos de Deuda del Programa de Emisión del Fideicomiso Financiero de oferta pública, “Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez”, por un valor nominal de USD 800.000.

Con respecto al año 2006, sólo se emite al final del trimestre, en el ámbito de B.E.V.S.A. la cuarta Serie del Fideicomiso Financiero Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez, por un monto de USD 1.300.000. Esta emisión ha sido calificada por Fitch Uruguay con A+ (uy).

En cuanto al año 2007, en el mes de marzo se realizó la inscripción en el Registro de Valores de la quinta Serie del Fideicomiso Financiero, Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez por un valor de USD 1.500.000. En el mes de abril se efectivizó dicha emisión. En agosto se realizó la emisión del Fideicomiso Financiero del Fondo Lechero-FFAL II por un valor de USD 42.500.000. Por otro lado, en el mes de setiembre se realizó la inscripción en el Registro de Valores y se efectivizó en setiembre la sexta Serie del Fideicomiso Financiero –Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez por un valor de USD 1.500.000. En el mes de octubre se efectivizó la emisión del Fideicomiso Financiero Cerro Free Port por un valor de USD 22.500.000. También, en el mes de octubre se realizó la inscripción en el Registro de Valores del Certificado de Participación de la Cartera Hipotecaria III – Fideicomiso Financiero por un valor de UR 3.571.201,22. Este valor, que aún no se ha emitido, consiste en un fideicomiso financiero al que el Banco Hipotecario transfiere parte de sus créditos y cuyo único beneficiario es el Ministerio de Economía y Finanzas, y no tendrá oferta en el mercado. Por tratarse de un fideicomiso unilateral, de acuerdo a la Ley 17.703, el mismo adquiere el carácter de un fideicomiso de oferta pública.

Haciendo referencia al año 2008, en los dos primeros trimestres no se realizaron inscripciones ni emisiones de fideicomisos financieros. En los dos últimos trimestres se realizó la inscripción del programa de emisión del Fideicomiso

Financiero Creditel I por un total de \$ 96 millones de títulos de deuda senior y por \$ 12 millones de títulos de deuda subordinada. La emisión de dichos títulos se efectivizó el 5 de noviembre del 2008.

En cuanto al año 2009, recién en el segundo trimestre, se registró la emisión del Fideicomiso Financiero Pronto! 1, por un monto de \$ 80 millones de pesos de títulos de deuda senior y por un monto de \$ 10 millones de pesos de títulos de deuda subordinados. En julio de 2009, se registró la emisión del Fideicomiso Financiero NZFSU que tiene por objeto la financiación del grupo New Zealand Farming System para completar el proyecto comercial en Uruguay de negocio de producción lechera. El monto de la emisión es por USD 30 millones. En el mes de diciembre se registró la emisión del Fideicomiso Financiero Departamental por un monto de UI 420 millones que tiene como garantía el flujo de efectivo que proviene del Fondo de Inversión Departamental, que a su vez se constituye en base a aportes de Rentas Generales. El objeto de dicho fideicomiso es mejorar la infraestructura departamental, y reestructurar las deudas de las Intendencias con el BROU, entes autónomos y servicios descentralizados.

En este cuadro presentamos las emisiones en millones de dólares del segundo trimestre del 2010 de los fideicomisos financieros de oferta pública según información recabada de los informes trimestrales del Banco Central del Uruguay.

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

FIDEICOMISOS FINANCIEROS DE OFERTA PÚBLICA EN CIRCULACIÓN	Saldo a fin de 2do. Trim. 2010 ( en mill. De dólares USA )
Fideicomiso Financiero Ampliación Batlle y Ordoñez	6,90
Fideicomiso Financiero ANV *	328,80
Fideicomiso Financiero Cerro Free Port	15,75
Fideicomiso Financiero Creditel I	0,03
Fideicomiso Financiero I - Fondo de Inversión Departamental	4,10
Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo	8,60
Fideicomiso Financiero Fondo Lechero - FFAL II	32,32
Fideicomiso Financiero Nuevo Casmu	36,50
Fideicomiso Financiero NZFSU	30,00
Fideicomiso Financiero Pronto! 1	1,37
Fideicomiso Financiero UTE	5,36
<b>Total</b>	<b>506,72</b>

Fuente: Informe Trimestral del Banco Central del Uruguay correspondiente al segundo trimestre 2010

#### **IV.9. Securitización**

La emisión de títulos de deuda o certificados de participación por parte del fiduciario y en nombre del patrimonio fiduciario, que caracteriza al fideicomiso financiero, hace muy atractiva a esta figura jurídica para su utilización en diversas operaciones de lo que se conoce como **financiamiento estructurado**.

El financiamiento estructurado es una alternativa al financiamiento bancario tradicional que consiste en la creación de estructuras que actúan como un puente directo entre inversores (oferentes de fondos) y empresas (demandantes de fondos) para canalizar financiamiento hacia estas últimas. Estas estructuras, que asumen diversas formas jurídicas, contribuyen a evitar el pasaje de los fondos a través de las instituciones bancarias. La tendencia en los mercados de capital hacia el

desarrollo del financiamiento estructurado es parte del proceso mundial conocido como desintermediación, el que consiste en la canalización de los ahorros desde los inversores hacia las empresas, directamente a través del mercado abierto y sin la actividad de intermediación tradicional de los bancos.

Un caso particular de financiamiento estructurado es la securitización (o titulización). Se denomina securitización al proceso de transformación de activos ilíquidos en valores negociables. La securitización consiste en colocar un grupo de activos ilíquidos (generalmente derechos crediticios) en una estructura jurídica separada del patrimonio de la empresa propietaria de los activos y emitir títulos de deuda y/o certificados de participación residual sobre contra esos activos. Estos títulos valores emitidos son vendidos a inversores que aportan financiamiento a la empresa, y son negociables en un mercado financiero secundario.

A los efectos de ser efectiva y útil al objetivo de la securitización, la forma jurídica a utilizar en la operación debe: permitir la colocación de los activos en un status jurídico tal que los aisle de cualquier acción de los acreedores de la empresa, y permitir la emisión de títulos valores respaldados por los referidos activos. Al reunir estos requisitos fundamentales, el fideicomiso financiero es un instrumento muy apto para la realización de operaciones de securitización de activos.

En un proceso de securitización existen diversos participantes: originador, emisor, administrador, colocador, inversor y garante. Explicamos a continuación las funciones desarrolladas por cada uno de estos participantes, asumiendo en la misma que el activo a securitizar es una cartera de créditos, y que la figura jurídica

utilizada es el fideicomiso financiero. Esto nos permitirá mostrar más claramente la relación entre el concepto de securitización y el de fideicomiso financiero.

El originador o fideicomitente, es quien selecciona un conjunto de créditos ubicados en su patrimonio y los transmite al fideicomiso financiero. En la mayoría de los casos el originador mantiene la administración de los créditos transferidos percibiendo por ello una comisión.

El emisor o fiduciario, es quien recibe los créditos a securitizar en calidad de mandato y los incorpora a un patrimonio fiduciario independiente del suyo propio. La separación de patrimonios, como dijimos, busca garantizar que los titulares de los títulos valores que se emitirán sean los únicos capaces jurídicamente de accionar contra los créditos fideicomitados.

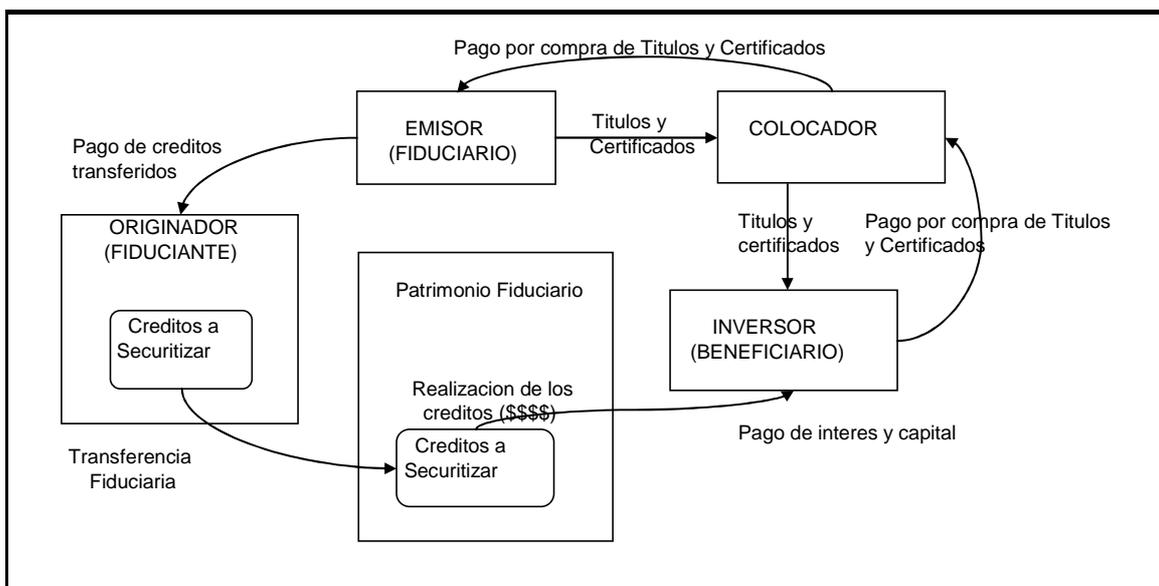
Además de los dos participantes anteriores, una securitización de créditos generalmente cuenta con un administrador. El administrador es quien administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza regular, las gestiones de créditos morosos y otras funciones similares a efectos de realizar los créditos fideicomitados. El administrador puede ser el mismo originador, o un tercero designado al efecto. Periódicamente, el administrador debe proporcionar información al emisor, a los tenedores de los títulos de participación en el fideicomiso sobre la marcha de la gestión de la cartera.

El colocador, generalmente una entidad financiera, es quien mediante un contrato celebrado con el emisor, compra los títulos valores del fideicomiso para colocarlos al público o a inversores privados. El colocador, que usualmente coincide con el emisor (fiduciario), puede ser también asesor en la estructuración de la operación.

El inversor, por su parte, es quién financia la operación adquiriendo los títulos de deuda o certificados de participación garantizados con los créditos colocados en el fideicomiso. El pago de capital e intereses correspondiente a los títulos y certificados mencionados es realizado por el emisor a base de los ingresos producidos por los créditos fideicomitados.

Finalmente, otro participante de algunas securitizaciones es el garante. El garante, generalmente una entidad financiera, proporciona una garantía de cumplimiento sobre ciertos grupos de títulos valores emitidos por el fideicomiso, de forma de hacer más atractiva su adquisición por parte de los inversores. La referida entidad que emite la garantía indicada recibe una comisión por su función.

Presentamos a continuación un esquema gráfico donde exponemos la estructura explicada anteriormente.



En lo atinente a las ventajas de la securitización cabe destacar:

- Se permite a las entidades financieras solucionar el problema del descalce de plazos en los casos en que se financian a corto plazo y otorgan créditos a largo plazo, tal como ocurre con las entidades financieras que toman fondos a 30 días y prestan a varios años. Al cederse los activos a un fideicomiso y emitirse títulos por el mismo plazo de vida que estos activos, se unifican los plazos de la financiación. Esta ventaja hace de la securitización una herramienta para el adecuado manejo de riesgos financieros.
- Permite diversificar la excesiva exposición a riesgos crediticios por región geográfica o por industria. Por ejemplo, en el caso en que se posea una cartera que sólo se encuentre constituida por créditos prendarios en una cierta localidad o una cierta industria, se permitiría descargar ese riesgo en los inversores de los títulos, y eventualmente invertir en títulos vinculados a otra clase de cartera o activos.
- Puede permitir obtener una mejor calificación de riesgo que una emisión de deuda del propio fiduciante. Esta ventaja es especialmente relevante en los casos de emisores que no tienen la capacidad de acceder a mercados internacionales en grandes volúmenes. Asimismo, en el caso en que el mercado exija altas tasas de interés, este mecanismo se presenta como el más idóneo para obtener una sustancial rebaja en comparación con una simple emisión de deuda.
- Se permite la diversificación o ampliación de la base de financiación del fiduciante, pudiendo acceder a la financiación por inversores

institucionales tales como AFAPs, compañías de seguro, y fondos comunes de inversión. Esto conlleva a la reducción del costo financiero y la creación de una imagen positiva en el mercado en relación con el emisor.

- Puede conllevar una reducción del endeudamiento del fiduciante. Esta ventaja se puede apreciar claramente en los casos de securitización de créditos que se han fondeado a partir de la emisión de deuda.
- En los casos de entidades financieras sujetas a requisitos de capitales mínimos, se permite continuar con el ritmo de otorgamiento de créditos sin necesidad de nuevos aportes de capital.

## **CAPITULO V. TRABAJO DE CAMPO**

### **V.1. Introducción**

El principal objetivo de este trabajo de campo es efectuar un análisis sobre la aplicación del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento en Uruguay.

Con este propósito, analizamos diferentes alternativas de financiamiento a las que pueden acudir las empresas: el capital propio, el crédito bancario, la emisión de obligaciones negociables y la utilización del fideicomiso financiero. Dado que esta última alternativa implica la emisión de títulos valores por parte del fiduciario, entendimos necesario analizar el desarrollo del mercado de valores uruguayo y el impacto de la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 sobre el mismo.

Para lograr nuestro objetivo entrevistamos a empresas que se financian mediante las diferentes alternativas mencionadas con el fin de conocer su opinión sobre los riesgos y dificultades involucrados, sus ventajas y desventajas, la normativa existente, la fiscalización por parte del Banco Central del Uruguay, y finalmente, los motivos por los cuales el mercado de valores y el fideicomiso financiero en particular se encuentran poco desarrollados. A su vez, entrevistamos a las distintas partes intervinientes en fideicomisos financieros, para que con su experiencia aportarán su opinión sobre la utilización de la figura y sus implicancias.

En cuanto a la selección de la muestra, recurrimos tanto a empresas que acuden al mercado de valores para obtener financiamiento así como a potenciales emisores para conocer su posición al respecto. Contactamos a empresas reconocidas en el

mercado de forma de obtener evidencia empírica representativa. También entrevistamos a las partes intervinientes en las distintas alternativas de financiamiento (bancos, bolsas, fideicomitentes, fiduciarios e inversores) y a profesionales especializados en el tema.

Por otra parte, consideramos relevante realizar un análisis comparativo de los costos asociados al crédito bancario, la emisión de obligaciones negociables y la utilización del fideicomiso financiero. A estos efectos, proyectamos un flujo de fondos esperado para cada una de las alternativas en base a datos actuales del mercado.

## **V.2. Entrevistas**

A partir de la información relevada mediante las entrevistas, seleccionamos las siguientes cuatro interrogantes que consideramos más importantes para responder al objetivo planteado para el trabajo de campo. Por último exponemos brevemente el punto de vista de los inversores institucionales en la materia.

1. ¿Cuáles son las diferencias entre las distintas fuentes de financiamiento (capital propio, crédito bancario, emisión de obligaciones y fideicomiso financiero)? Sus ventajas, desventajas, riesgos y dificultades involucradas.
2. ¿Cuáles son los motivos por los cuales el mercado de valores uruguayo se encuentra poco desarrollado?
3. ¿Cuáles son los motivos por los cuales el fideicomiso financiero se encuentra poco desarrollado en el Uruguay?

4. Opiniones sobre la regulación del mercado de valores y los controles impuestos por el Banco Central del Uruguay.

5. Opinión de las AFAP's como principales inversores institucionales.

La totalidad de las entrevistas realizadas se presentarán en el Anexo.

**1. ¿Cuáles son las diferencias entre las distintas fuentes de financiamiento (capital propio, crédito bancario, emisión de obligaciones y fideicomiso financiero)? Sus ventajas, desventajas, riesgos y dificultades involucradas.**

A continuación realizamos una comparación entre el financiamiento mediante el fideicomiso financiero, la emisión directa de valores, el crédito bancario y el capital propio. No nos extenderemos con otros tipos de financiamiento que puedan existir alternativos a los mencionados.

En base a las entrevistas que realizamos podemos destacar varios puntos en cuanto a las diferentes alternativas de financiamiento que se le presentan a un empresario.

La primera alternativa es la del financiamiento mediante capital propio, esto es, la empresa necesitada de fondos no se endeuda frente a terceros sino que tiene otras alternativas. O bien se financia mediante sus utilidades acumuladas, o bien aumenta su capital social mediante aportes de los socios actuales. En el primer caso para autofinanciarse, esto se obtiene realizando una buena gestión del capital de trabajo de la empresa, contando con buenos sistemas de gestión e información internos. En el segundo caso, la empresa aumenta su capital social sin abrir su capital al público.

La segunda alternativa de financiamiento es a través del financiamiento externo, el que puede ser, entre otros, por medio del endeudamiento o la emisión de títulos de participación. En el primer caso la empresa tiene varias opciones, ya sea, a través de instituciones de intermediación financiera locales o extranjeras, o emisión de títulos de deuda. Esta última implica recurrir al mercado de valores, pero a diferencia del primer caso, los tenedores pasan a ser una especie de accionistas, están sujetos a los riesgos del negocio.

En función de estas alternativas presentes en el mercado el empresario debe tomar en consideración tanto las ventajas y desventajas de cada opción, así como los riesgos y dificultades involucrados.

A continuación, presentamos un resumen de las opiniones de los entrevistados sobre cada una de las opciones mencionadas.

- **Crédito bancario:**

Al momento de solicitar un préstamo bancario el acreedor exigirá determinadas condiciones y garantías para otorgar el préstamo, generalmente hipotecarias o prendarias. Esto opera como una barrera para este tipo de financiamiento ya que si el empresario necesitado de fondos no cuenta con un bien para otorgar en garantía o no tiene ánimo de hacerlo, porque pretende destinar ese bien a otro fin, el crédito bancario no es aplicable en este caso.

Además de las garantías, dependiendo de las características del crédito y de la empresa que lo solicita, se exige entre otros, la presentación de estados contables proyectados, estado de origen y aplicación de fondos, estado de evolución del

patrimonio, notas explicativas y flujos de fondos proyectados. En definitiva, información que permita analizar la capacidad de repago del deudor. La diferencia con otros tipos de financiamiento es que esta información no se hace pública.

En cuanto a los plazos, la mayoría de los préstamos bancarios se otorgan a corto o mediano plazo, entonces en caso de necesitar un financiamiento por un plazo mayor, el préstamo bancario no es una alternativa aplicable. Lo mismo ocurre con los montos, los bancos tienen una restricción en cuanto al monto total de préstamos que puede otorgar, el cual está limitado por la Responsabilidad Patrimonial Neta. Adicionalmente, los bancos fijan sus propios límites, que tendrán en cuenta, entre otros, la estructura interna de cada banco, los plazos y tipos de activos y pasivos que cada uno tiene.

En materia de tasas, según la mayoría de las opiniones recabadas, esta no operaría como un diferencial. Actualmente en el mercado uruguayo hay una gran liquidez, lo que hace que hoy en día sea atractivo el préstamo bancario debido a la baja de las tasas. Esta es una situación coyuntural que hace que esta opción sea preferible, pero no significa que en el corto o mediano plazo se mantenga esta posición.

Una institución financiera es una entidad especializada en otorgar créditos, analizar y evaluar riesgos y garantías. En base a este análisis se otorga o no el crédito y se define el momento y las condiciones en las que se otorgará. En general los plazos desde el momento de solicitud y la obtención del financiamiento no son demasiado extensos, es un proceso mucho más directo que el que se recorre cuando se acude al mercado de valores, mucho menos dificultoso.

- **Capital Propio:**

El financiamiento mediante capital propio implica, o bien obtener los fondos necesarios de las utilidades de la propia empresa o bien emitir acciones que adquieran los actuales o futuros accionistas de la empresa.

Estas opciones de financiamiento tienen las ventajas de otorgar una mayor certeza y tranquilidad en comparación a las demás alternativas ya que no necesariamente implican asunción de responsabilidades.

El financiamiento por medio de utilidades acumuladas requiere de un ejercicio intenso de control sobre el capital de trabajo, monitoreo de las cuentas a cobrar y una eficiente gestión del stock así como de los pagos a proveedores de modo de lograr la mejor relación de capital de trabajo. Este debe ser un objetivo compartido por todos los sectores de la empresa ya que exige una fuerte negociación interna entre los mismos.

Cabe aclarar que ésta no es una opción accesible para todas las empresas, pues muy pocas tienen la capacidad para autofinanciarse. Depende del tipo de negocio de la misma que le permita gestionarse eficientemente, sin necesidad de contar con el financiamiento externo. Es muy importante tener un buen sistema de gestión de control interno y un eficiente sistema de información que cumpla con las características confiabilidad, oportunidad, exactitud e integridad para alcanzar sus objetivos de acuerdo a lo planificado.

- **Mercado de Capitales:**

Otra de las opciones de financiamiento es mediante la emisión por parte de la empresa de títulos de participación, títulos de deuda o títulos mixtos.

En base a las entrevistas realizadas, podemos concluir que las principales **ventajas** de acudir al mercado de capitales, en particular mediante la emisión de obligaciones negociables, como opción de financiamiento son:

- Obtener flexibilidad mediante la diversificación de las fuentes de financiamiento. Hablamos de flexibilidad en cuanto a montos, tasas, plazos, garantías y demás condiciones. El mercado de capitales funciona como un complemento del financiamiento bancario cuando se requieren plazos mayores a los que el banco está dispuesto a prestar. En cuanto a las tasas, estas no son dadas, en base al riesgo de la empresa y demás condiciones, el emisor es quien fija la tasa, que deberá ser competitiva para que resulte atractiva para los inversores. Con respecto a los montos, hay flexibilidad porque no hay un tope respecto a la cantidad a emitir, a diferencia del crédito bancario. Por último, en referencia a las garantías, no son una condición necesaria para emitir valores, aunque en caso de respaldar una emisión con algún tipo de garantía resultaría más atractivo para el inversor.
- La emisión de valores confiere a la empresa emisora cierta presencia en el mercado. Una empresa que emite por ejemplo obligaciones

negociables, debe ser una entidad con gran solidez de forma tal que otorgue al inversor seguridad para invertir. Estas empresas deben tener un grado de madurez institucional corporativo para cumplir con los altos requerimientos que esto exige. Asimismo, a nivel internacional tiene una mejor reputación una empresa que cotiza en bolsa y cuenta con balances públicos auditados.

- La empresa emisora es quien estipula a priori las condiciones, el monto a ser emitido y lo que está dispuesta a pagar.

Por su parte, las **desventajas** de acudir al mercado de valores como alternativa de financiamiento de las empresas uruguayas son las siguientes:

- Se deben cumplir con requisitos impuestos por las leyes, la normativa bancocentralista y de las propias bolsas. Las altas exigencias del Banco Central del Uruguay en cuanto a plazos de presentación de información, operan como un freno a la hora optar por la emisión. En cuanto a los requerimientos de información, deben presentar entre otros, en forma trimestral estados con notas (con informe de auditoría, informe de revisión limitada o compilación, según corresponda), memoria anual, informe del sindico. Además con la nueva ley se exigen también requerimientos de control interno y de gobierno corporativo que además de hacer más dificultoso el proceso lo encarece. Implica un trabajo profesional muy intenso y una estructura interna acorde a los requerimientos.

- La obligación de hacer pública la información patrimonial y financiera de la empresa emisora. Pocas empresas están dispuestas a revelar su situación ante terceros.
- Los tiempos de implementación de una emisión son prolongados, más aún cuando se realiza por primera vez. Además, implica un proceso en el que participan varios agentes como los corredores de bolsa, el Banco Central del Uruguay, bolsas de valores, calificadoras de riesgos, asesores y las empresas de auditoría.
- Contar con requerimientos de calificadoras de riesgos. Esto es una condición necesaria para poder emitir.
- Altos costos para implementar una emisión. Esto se debe a que en Uruguay no existen inversiones de gran volumen de forma tal que los costos fijos de intermediación y de emisión se diluyan emitiendo a grandes plazos. Los costos ocultos son también muy significativos, estos son básicamente por las exigencias del Banco Central del Uruguay de presentación de información, requisitos de gobierno corporativo, etc. Cuando se emite por primera vez, generalmente se debe ofrecer una tasa alta, esto es, se debe “pagar un derecho de piso” de forma de ser conocido en el mercado.
- En caso de problemas financieros o dificultades en el cumplimiento de pago de las obligaciones, para poder renegociar el pago de las mismas, se debe realizar una asamblea de tenedores de dichas obligaciones y obtener mayorías especiales. Esto en la práctica no es nada fácil, a

diferencia de un banco con quien se negocia en privado en caso de renegociación de un préstamo.

- Lentitud del sistema judicial y protección de los inversores.

En cuanto a los **riesgos y dificultades** que se le presentan a una entidad a la hora de realizar una emisión podemos afirmar que los principales serían:

- Colocación de la emisión. Uno de los principales riesgos de este mecanismo de financiamiento es que la emisión no sea atractiva para los inversores, es decir, que no se coloque la totalidad de la emisión. Para esto, antes se debe realizar un estudio de mercado, definiendo los productos competitivos que se desean emitir y si la oportunidad de la emisión es conveniente. Por ejemplo, que al momento de emitir, no haya una emisión pública con tasas atractivas que hagan que lo que emite la empresa no resulte competitivo. Algunas de las formas de mitigar estos riesgos podría ser negociando previamente con las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, de forma que capturen la totalidad o parte de la emisión. Otra opción es la de celebrar con los corredores de bolsa una operación de underwriting, de forma tal que estos se comprometan a colocar toda la emisión.
- Riesgo de exposición. Este es uno de los riesgos más importantes a los que está expuesta una empresa que decide emitir valores mediante oferta pública. En caso de incumplimiento se aplican graves sanciones, el mismo se hace público y la imagen de la empresa se ve perjudicada.

- Oscilación de las variables. Al momento de emitir la empresa está expuesta a este riesgo debido a variables exógenas, tales como variaciones en las tasas que se pagan en otros países, variaciones en los tipos de cambio, cambios políticos y en la reglamentación, tanto del mercado local como regional y en algunos casos internacionales. Estas variables pueden afectar significativamente la competitividad de los valores que se emiten.

Además, como complemento de una emisión de obligaciones negociables se puede utilizar el instrumento del fideicomiso bajo la modalidad de fideicomiso de garantía o de administración, de forma de dotar de mayor seguridad dicha emisión. Un ejemplo claro de ello son los fideicomisos que se armaron para la construcción de Aeropuerto Internacional de Carrasco (Fideicomiso de garantía Puertas del Sur S.A. y fideicomiso de administración Puertas del Sur S.A.), o el correspondiente al Hipódromo de Maroñas en respaldo de la emisión de títulos (Fideicomiso de garantía Hípica Rioplatense Uruguay S.A.).

- **Fideicomiso Financiero:**

A continuación exponemos las ventajas, desventajas y riesgos implícitos propios de la implementación de un fideicomiso financiero. Cabe aclarar que esta figura al implicar una emisión de valores, ya sean títulos de participación, títulos de deuda o títulos mixtos, comparte las ventajas, desventajas y riesgos del mercado de valores recién mencionados.

Según las opiniones recabadas en el trabajo de campo, en cuanto a las **ventajas** del fideicomiso financiero podemos afirmar:

- La primer y más importante ventaja del fideicomiso financiero tanto para el fideicomitente como el beneficiario (tenedor del título valor), es la seguridad de que se trata de un patrimonio separado e independiente del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario. Este patrimonio da una mayor garantía al inversor de que los fondos del mismo van a destinarse primariamente a la cancelación de la deuda. Estos fondos están protegidos por la propiedad fiduciaria, la cual hace que dichos bienes sean inembargables e inconfiscables. Este patrimonio tiene tres características: independencia, transitoriedad y limitación, las cuales fueron desarrolladas en la parte teórica.
- El foco de la evaluación de riesgos está en el flujo u activo cedido al patrimonio fiduciario. Desde punto de vista de la empresa que se está financiando, este punto es una ventaja en comparación a la emisión de obligaciones negociables. Como mencionamos anteriormente, una empresa que emite obligaciones negociables debe hacer pública su situación financiera y económica. El análisis de riesgo se realiza en base a todo el negocio y los requerimientos del Banco Central del Uruguay son muy exigentes. Por su parte, cuando hablamos del fideicomiso financiero, lo que se analiza es el flujo de fondos u otro tipo de activos que se cede al patrimonio de afectación y no a toda la compañía. Además, el que debe exponer su situación económica financiera es el

fiduciario en vez del fideicomitente, quien solo debe revelar información respecto a los bienes o flujos de fondos cedidos.

- En ciertos casos el fideicomiso financiero puede ser la única alternativa de financiamiento para una empresa. Esto ocurre cuando la situación financiera de la misma no es buena, y por lo tanto no califica para solicitar un préstamo bancario ni para emitir títulos valores. Este es el caso, por ejemplo, del fideicomiso financiero realizado por el CASMU. Esta ventaja de la figura está muy relacionada con el punto anteriormente mencionado, ya que el fideicomiso financiero tiene la virtud de desligar lo que es un buen proyecto de la suerte que pueda tener la empresa que lo lleve adelante. O sea, para llevar adelante un fideicomiso no se analiza todo el negocio sino la calidad y seguridad de los bienes o flujos que se ceden.
- El fideicomiso financiero opera también como una opción alternativa al crédito bancario tradicional, permitiendo así diversificar las fuentes de financiamiento. Además, a diferencia de los bancos que en la mayoría de los casos prestan en dólares, el fideicomiso financiero tiene una gran potencialidad de captar un mercado en pesos.
- En el caso de las instituciones de intermediación financiera, este tipo de fideicomiso se utiliza para la recuperación de carteras morosas, de esta forma se obtiene liquidez rápidamente. Además algunas instituciones financieras no solicitan préstamos bancarios debido a que los bancos

que otorgan préstamos son muchas veces sus competidores, entonces en estos casos el fideicomiso financiero es una alternativa atractiva.

- Ventajas en costos de recuperación del activo para el inversor. El fideicomiso financiero tiene la ventaja de que no hay necesidad de recurrir a la vía judicial para recuperar el activo frente a las garantías reales tradicionales (prenda e hipoteca). Además, tiene un marco legal relativamente reciente pensado para esta época.

Por su parte las **desventajas** del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento de las empresas uruguayas son las siguientes:

- Altos costos. La estructuración del fideicomiso implica una carga administrativa muy importante, la cual se incrementa cuando se realiza un fideicomiso por primera vez. Además de los costos de emisión se suman los honorarios del fiduciario, honorarios del administrador, otros gastos relacionados con la implementación, elaboración jurídica e importantes costos ocultos que lo encarecen aún más. Esto implica que la empresa que implementa un fideicomiso debe contar con un sistema de información confiable que le permita tomar decisiones oportunas y que permita diagnosticar cualquier situación adversa.
- Complejidad de implementación. El instrumento es relativamente reciente y no existen muchas experiencias de su aplicación en el mercado. Además el fideicomiso financiero implica como mínimo la actuación de un fiduciario, fideicomitente, beneficiario y administrador que lo hacen aún más complejo.

- Largo período de implementación como consecuencia de lo anterior. El fideicomiso requiere de un período previo de elaboración jurídica.
- Obligación de transparentar el patrimonio cedido.
- Oferta restringida. Muchas veces el instrumento del fideicomiso financiero puede no resultar atractivo para determinado perfil de inversor que busca correr altos riesgos y como contrapartida obtener mayores ganancias.

En referencia a los **riesgos** implícitos en el fideicomiso financiero, además de los riesgos de acudir al mercado de valores que desarrollamos anteriormente, se corre el riesgo de seguridad de los activos fideicomitados o en el flujo de fondos futuros.

---

A continuación, exponemos un análisis comparativo simplificado entre una emisión de obligaciones negociables y un fideicomiso financiero desde punto de vista **impositivo**.

En cuanto al Impuesto al Valor Agregado, cuando se emiten obligaciones negociables, los intereses que se pagan al inversor están exentos de este impuesto. Para el caso del fideicomiso financiero, a efectos fiscales el fideicomiso le presta dinero al fideicomitente, y los intereses sí estarán gravados por Impuesto al Valor Agregado. Entonces, lo que se debe analizar es si el fideicomitente es contribuyente de Impuesto al Valor Agregado y si puede o no descontarlo. En caso de poder descontarlo, no habría diferencia respecto de la emisión de

obligaciones negociables; en caso contrario, sería un punto en contra para el fideicomiso.

En cuanto al Impuesto al Patrimonio, todos los pasivos con fideicomisos son deducibles, por lo cual no existirían diferencias en este aspecto.

Con respecto al Impuesto a la Renta de Actividades Económicas, el fideicomitente podrá deducir los intereses siempre que sea contribuyente de este impuesto. En este sentido, es neutra la diferencia entre el fideicomiso y la emisión de obligaciones negociables. Cuando la emisión de los títulos se realice en forma privada, los beneficios de los títulos de deuda no los va a tener el fideicomiso financiero, entonces estos costos fiscales se deberán transferir a la tasa que se ofrece. Lo que se debe analizar en este caso es si la tasa resultante termina siendo competitiva o no frente a las demás alternativas.

## **2. ¿Cuáles son los motivos por los cuales el mercado de valores uruguayo se encuentra poco desarrollado?**

En base a las entrevistas, relevamos las opiniones que tienen los entrevistados sobre los motivos por los que el mercado de valores en Uruguay está poco desarrollado.

En primer lugar, una de las principales razones es la falta de cultura bursátil de ingreso al mercado, a diferencia de lo que ocurre en otros países con diferente nivel de desarrollo. Esta razón está vinculada a la falta de desconocimiento e ignorancia por parte de las empresas respecto al mercado de valores. Los empresarios generalmente prefieren recurrir al financiamiento propio o al crédito

bancario debido a varias razones: la mayoría de las empresas son PYMES, de tipo familiar y no les resulta atractivo abrir su capital, son empresas conservadoras, y los antecedentes y las malas experiencias pasadas llevan a generar desconfianza en la gente de salir al mercado.

Las empresas con cierto porte son las únicas que van al mercado de capitales, las que tienen la estructura para amortiguar los altos costos y demás requerimientos que ello implica. Dichos costos de intermediación y emisión se diluyen emitiendo a mayores plazos y grandes volúmenes.

En segundo lugar, otro motivo del escaso desarrollo del mercado de valores son los riesgos implícitos que tiene salir al mercado de valores. No hay garantía que existan compradores del valor emitido. Lo que sí se puede llevar a cabo es un análisis del perfil del inversionista por parte de los intermediarios, quienes expresan sus preferencias y así se asegura una colocación exitosa del título valor. Pero este proceso de entrevistarse con los inversores requiere dedicación lo que resulta no del todo accesible por parte de las empresas. Es importante destacar que esta es una gran diferencia con las instituciones financieras.

En tercer lugar, a las empresas les cuesta hacer pública su información, ya sea por razones competitivas o de mercado no les resulta atractivo estar publicando permanentemente su información financiera. Se requiere transparencia, lo que es vital para los inversores para la toma de decisiones adecuadas. Además en caso de incumplimiento implica un riesgo de exposición pública de imagen.

En cuarto lugar, otro motivo es la oportunidad de recuperar la inversión debido a los plazos largos. Los precios del mercado oscilan diariamente y el período de

repago puede no tener la velocidad que sí tiene un depósito a la vista en un banco. Además, las variables no dependen sólo del mercado local, sino que también varían por el mercado internacional lo que no otorga seguridad. Esto lleva a que el pequeño ahorrista no vaya al mercado de capitales, ya que busca cierta seguridad que el mercado no le puede dar. Nadie garantiza que se recupere en tiempo y forma lo que se invirtió. En el sistema bancario existe, aunque limitado, el seguro de depósito.

En quinto lugar, en Uruguay no hay una gran participación de empresas públicas como ocurre en otros países lo que constituye el principal motor del mercado de valores. Además, no existen incentivos que lleven a las empresas públicas a financiarse mediante el mercado de valores. Hoy en día debido a la situación coyuntural que se está viviendo, la mayoría de las empresas recurren al financiamiento bancario como consecuencia de la liquidez que tienen los bancos que lleva a que ofrezcan tasas de interés bajas. Pero según algunos entrevistados cuando esta situación se revierta, en el futuro va a predominar el financiamiento mediante el mercado de valores ante el crédito bancario.

En sexto lugar, en cuanto a los productos financieros la mayoría tiene un colateral del Estado, lo que hace que las empresas se sientan desmotivadas a emitir ya que compiten con una entidad que brinda mayores garantías, y por lo tanto, mayor seguridad en los inversores. Otro factor de competencia son los valores que se ofrecen en el resto del mundo, como por ejemplo un bono de EEUU emitido en la bolsa de valores de New York tiene menor riesgo que un bono uruguayo. Esta opción varía, dependiendo de la preferencia del inversor en cuanto a la relación riesgo-retorno. El inversor antes de invertir debe saber que valores van a conformar

su portafolio, que riesgo está dispuesto a asumir por determinado retorno, y si prima el riesgo o el retorno.

En séptimo lugar, un motivo que los empresarios consideran que los desalienta al momento de financiarse mediante el mercado de valores es el exceso de regulación y supervisión. El esquema regulatorio contiene una serie de requerimientos bastante exigentes para los emisores, lo que induce a mayores costos, tiempo y dedicación en general que hace más complejo financiarse mediante el mercado de valores. Según varios entrevistados lo que falta es hacer una distinción en cuanto a los requerimientos a presentar según la empresa y el volumen de emisión, consideran que no es justo pedir lo mismo en todos los casos.

En octavo lugar, la nueva Ley de Mercado de Valores apunta a proteger a los beneficiarios de este instrumento y no a los emisores. De acuerdo con los entrevistados, es inútil incentivar a los inversores cuando no hay un mercado desarrollado en el que puedan invertir. Lo que se debería buscar es un equilibrio entre las dos partes, buscar desarrollar el mercado de valores, incentivando a las empresas a emitir títulos valores, y a su vez impulsar a los inversores a comprar esos títulos. Según algunas opiniones recabadas lo que resulta más difícil es encontrar ese equilibrio.

En noveno lugar, la oferta es muy restringida, además los instrumentos que ofrecen son de muy bajo riesgo, lo que lleva a que no resulte atractivo para determinado perfil de inversionista que busca correr altos riesgos para obtener mayores ganancias. Por lo tanto, el mercado está racionado, ciertos niveles de riesgo-retorno no aparecen.

### **3. ¿Cuáles son los motivos por los cuales el fideicomiso financiero se encuentra poco desarrollado en el Uruguay?**

Además de los motivos mencionados para el mercado de valores, el fideicomiso financiero tiene sus causas particulares.

En primer lugar, no es una alternativa fácilmente accesible para todas las empresas uruguayas, no existen tantos proyectos donde el fideicomiso financiero sea compatible. No es fácil encontrar empresas en las cuales los beneficios de realizar un fideicomiso financiero superen los costos. Las principales razones son básicamente los costos de estructura, administrativos, y de intermediación que implica utilizar este instrumento. Si una empresa decide hacer un fideicomiso financiero, al inicio tiene costos de implementación, los cuales no resultan del todo claros, también están los costos de emisión, los honorarios del fiduciario, del administrador, y demás costos ocultos. El costo oculto más importante, de acuerdo con los entrevistados, es el cumplir con las exigencias del Banco Central del Uruguay. Este proceso es largo y complejo, requiere un aprendizaje a través de la experiencia obtenida.

En segundo lugar, al ser una ley relativamente nueva la que reglamenta este instrumento, al no existir varias experiencias en la materia y al tener desconocimiento e ignorancia por parte del público hace que este instrumento no resulte aplicable. También hay dudas en materia tributaria, en la nueva Ley de Mercado de Valores se debe aclarar algunos aspectos tributarios que dan inseguridad tanto a los emisores como a los inversores.

En tercer lugar, el mecanismo es muy complejo, requiere tener derechos o un flujo de fondos futuros ciertos que garanticen y respalden la emisión de títulos valores por parte del fiduciario. No resulta fácil para cualquier empresa separar parte de su patrimonio o eventualmente proyectar un flujo de fondos futuros. No hay suficientes empresas que puedan ceder esa clase de derechos, por ejemplo, el stock de créditos hipotecarios que hay hoy día es todavía bajo ya que estuvo suspendido mucho tiempo después de la crisis.

En cuarto lugar, la restricción que tienen las personas para ser fiduciarios es algo que no impulsa la utilización de este instrumento. Los fiduciarios tienen como condición necesaria ser Instituciones de Intermediación Financieras o Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y una serie de requisitos que no todas las personas están dispuestas a presentar o por su calidad no las poseen.

#### **4. Opiniones sobre la regulación del mercado de valores y los controles impuestos por el Banco Central del Uruguay.**

En cuanto a la regulación del mercado de valores, la mayoría de los entrevistados coinciden en que existe un fuerte contralor por parte del Banco Central del Uruguay en la materia. Como mencionamos previamente, con anterioridad a la promulgación de la nueva ley de mercado de valores, la Ley 18.401 de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central de Uruguay le otorgó mayores potestades de control y supervisión a la Superintendencia de Servicios Financieros, posteriormente con la promulgación de la nueva ley se abandona el principio de autorregulación del mercado pasando a ser regulado casi en su totalidad por el Banco Central del Uruguay.

La mayoría de los entrevistados coinciden en que los controles son técnicamente correctos. Se tomaron como referencia los modelos bursátiles internacionales más exigentes los cuales apuntan a brindar mayor seguridad al inversor.

Más que cambiar, habría que flexibilizar la aplicación de ciertos requerimientos, escuchar un poco más a los emisores. La reglamentación está pensada para el primer mundo y éste no es el caso de Uruguay. En un país donde la mayoría de las empresas son PYMES, deberían existir regímenes simplificados para pequeños y medianos emisores en vez de unificar a todos los emisores bajo una misma regulación. Los requerimientos del Banco Central del Uruguay son pesados e implican muchos costos que sólo las grandes empresas pueden afrontar. Los procesos de autorización que se recorren por el Banco Central del Uruguay en general son lentos, lo cual hace que las empresas tengan cierta reticencia frente a la opción de acudir al mercado de valores.

Con respecto a la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627, ésta regula al detalle los requisitos y formalidades de los agentes económicos intervinientes. Establece requisitos de control interno y gobierno corporativo que para una empresa que no cuenta con una estructura acorde pueden encarecerle mucho una emisión. Además, en general se opina que no existen suficientes incentivos fiscales en comparación con legislaciones de otros países para fomentar el mercado.

Una regulación y supervisión rigurosa lleva a una disminución y concentración de los agentes, lo cual mejora la calidad en materia de agentes y la capacidad de control sobre estos. Sin embargo, ello conduce a que existan muy pocos

participantes en el sistema y a que no exista competitividad, pues siempre se encuentran los mismos emisores.

Por otro lado, el papel de regulador del mercado de valores del Banco Central del Uruguay es cuestionable. Este organismo es regulador y fiscalizador y a la vez competidor, ya que emite valores tales como bonos del tesoro y letras de tesorería. En ese sentido, faltaría un organismo que actúe de contrapeso e impulse al mercado de valores. En otros países está lo que se llama “Comisión Nacional de Valores”, ésta podría ser el órgano adecuado para cumplir con dicha función.

Una de las ventajas de la Ley 18.627 es la creación de la “Comisión de Promoción del Mercado de Valores”, la cual podría en un futuro mejorar el relacionamiento y la comunicación entre el Banco Central del Uruguay y los participantes del mercado de valores. Sin embargo la ley no indica cómo va a funcionar ni cuáles serán sus cometidos. Por lo tanto, está en manos del **Poder Ejecutivo** promover la creación de esta comisión.

En resumen, resulta muy difícil encontrar un equilibrio entre los intereses de las empresas emisoras sin dejar de proteger a los ahorristas. Habría que escuchar más a las empresas candidatas a participar en el mercado de forma de fomentar y hacer más atractiva la opción de participar en el mercado.

## **5. AFAP's como principales inversores institucionales.**

Además de las cuatro interrogantes desarrolladas previamente, consideramos importante presentar un resumen de la entrevista efectuada a la Ec. Sofía Laporta, Jefa de Estudios Económicos de República AFAP, de forma de obtener su visión

respecto al mercado y al instrumento estudiado desde punto de vista de este inversor.

La problemática que se le presenta a las AFAPs es que el mercado de capitales uruguayo es muy reducido y poco líquido. República AFAP S.A. es una institución muy grande, administra el 56% de los ahorros previsionales. Esto es complicado, porque justamente pueden provocar grandes variaciones en el mercado.

A veces se considera que las AFAPs no invierten en el sector privado. Sin embargo, lo que ocurre es que no hay cantidad de proyectos suficientes. Ellos han invertido en el 96% de las emisiones que han salido en el mercado con condiciones como para que pudieran invertir. El porcentaje de participación en el sector privado es muy bajo en lo que refiere a sus carteras, alrededor de un 5% de la cartera. El tema es que son tan grandes, que por más que inviertan en todas las emisiones privadas que califiquen y apoyen a las empresas del sector privado, el porcentaje que representa sobre el total del fondo resulta muy bajo.

En cuanto a instrumentos existentes en el mercado, consideran que las inversiones atractivas son aquellas que tienen una adecuada relación riesgo-retorno. En ese sentido, una obligación negociable de una empresa de primera línea con muy bajo riesgo puede llegar a ser mejor que un fideicomiso financiero, depende del activo que tenga adentro. Justamente, el problema que tienen las AFAPs es que los fondos están muy concentrados, el 85% de los fondos los invierten en instrumentos públicos y a tasa fija. Casi no existen compañías que emitan acciones que coticen en el mercado. Actualmente solo las acciones de Gralado S.A. (Terminal Tres

Cruces) e Industria Sulfúrica S.A. La teoría dice que las acciones rinden más que los bonos en el largo plazo y no con tanto más riesgo. Entonces, el problema es que a pesar de ser las AFAPs fondos de largo plazo, no existen acciones en el mercado en las cuales invertir.

Tienen requisitos muy estrictos a la hora de invertir en el mercado formal, a través de la bolsa (BVM o BEVSA). En el caso particular de títulos de deuda privada, tiene que tener calificación de riesgo, cotizar en un mercado formal, tienen que tener acceso todas las AFAPs y debe ser de oferta pública. En los artículos 123 y 124 de la Ley 16.713 promulgada el 3 de setiembre de 1995 se detallan las inversiones permitidas y prohibiciones que tienen las AFAPs.

Republica Afap intenta que una vez que salen productos uruguayos, salgan con condiciones como para que puedan invertir. Por lo general por ser la AFAP líder y tener el departamento de evaluación de inversiones más grande, los empresarios van hacia ellos. Cada AFAP puede comprar hasta el 100% de una emisión privada. Pero sí existen límites respecto al fondo, pueden comprar siempre y cuando todas las emisiones del mismo emisor no representen más del 3% del fondo de ahorro previsional, y si tiene buena calificación de riesgo puede incrementarse a un 5%. Todo esto es para no tener concentración en un mismo emisor, para diversificar y minimizar el riesgo del fondo.

Cuando viene una propuesta por parte de un emisor, en el área de estudios económicos la analizan profundamente. Una vez que toman una posición sobre la conveniencia o no, la elevan al Comité de Inversiones, que aprueba o rechaza la inversión y ahí se envía a Directorio en caso de que requiera. Siempre se evalúa

con criterios técnicos, no políticos, y en el plano riesgo retorno. Uno debe preguntarse el riesgo que está dispuesto a asumir por determinado retorno. Prima el tema del riesgo en el caso de esta AFAP.

En referencia al fideicomiso financiero, para invertir lo que importa es el activo que ofrecen y la empresa que lo emita, más allá de la estructura mediante la cual se emita. Su opinión es que para instrumentar garantías, es mejor la figura del fideicomiso. Por ejemplo, la AFAP invirtió en New Zealand Farming System, que tiene tierras en un fideicomiso de garantía. Obviamente prefieren eso ya que les asegura que las tierras son suyas y que no son ejecutables. Lo que prefieren es una inversión que tenga una mejor relación riesgo-retorno y una cobertura adecuada.

Pero una gran ventaja del fideicomiso financiero es que tiene un patrimonio de afectación independiente del patrimonio de la empresa con activos que respaldan las emisiones. Esto da mayor seguridad al inversor y permite al emisor eventualmente obtener mejor calificación de riesgo que la propia empresa.

### **V.3. Caso práctico**

A continuación realizamos un análisis práctico comparativo entre las diferentes alternativas de financiamiento abordadas en el trabajo de campo:

- a) Emisión de Obligaciones Negociables
- b) Fideicomiso Financiero
- c) Préstamo Bancario

Para realizar esta comparación consideramos un plazo de 5 años y un monto de financiamiento en dólares de 2 millones. La elección de dichas variables se fundamenta en que el crédito bancario tiene topes en cuanto a plazos y montos, tal como expresamos anteriormente, mientras que los otros dos carecen de este límite. Las cifras incluidas en los flujos de fondos están expresadas en miles de dólares.

Posteriormente realizamos un análisis de sensibilidad del costo de financiamiento (expresado en porcentaje) ante la variación de los montos y plazos de emisión haciendo la comparación entre la emisión de Obligaciones Negociables y el Fideicomiso Financiero. Dejamos de lado en este punto al crédito bancario debido a que realizamos dicho análisis para plazos y montos mayores de los que serían aplicables a esta alternativa.

#### **a) Flujo de Fondos - Emisión de Obligaciones Negociables**

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

<b>Monto emisión:</b>	<b>2.000</b>
Período de gracia:	1
Período de repago:	4
<b>Tasa de Interés (fija):</b>	<b>4,00%</b>
Incidencia de costos (no tasa):	7,53%
<b>TIR:</b>	<b>11,53%</b>

PLAZO (Años)	0	1	2	3	4	5
Emisión	2.000,00					
Repago de Capital		-	(500,00)	(500,00)	(500,00)	(500,00)
Intereses		(80,00)	(80,00)	(60,00)	(40,00)	(20,00)
<b>Costos por una vez</b>						
Distribución	(5,00)					
Impresión Prospecto	(10,00)					
Publicidad / Road Show	(10,00)					
<b>Costos anuales</b>						
Costos administrativos	(50,00)	(50,00)	(50,00)	(50,00)	(50,00)	(50,00)
Costos Legales	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)
Cotización en Bolsa	(1,60)	(1,60)	(1,20)	(0,80)	(0,40)	-
Agente Fiduciario	(2,00)	(2,00)	(1,50)	(1,00)	(0,50)	-
Entidad registrante & Agente de pago	(3,00)	(3,00)	(2,25)	(1,50)	(0,75)	-
Calificación de Riesgo	(10,00)	(10,00)	(10,00)	(10,00)	(10,00)	-
Impresión de Memoria	(5,00)	(5,00)	(5,00)	(5,00)	(5,00)	-
<b>FLUJO TOTAL</b>	<b>1.888,40</b>	<b>(166,60)</b>	<b>(664,95)</b>	<b>(643,30)</b>	<b>(621,65)</b>	<b>(585,00)</b>

**b) Flujo de Fondos – Fideicomiso Financiero.**

<b>Monto emisión:</b>	<b>2.000</b>
Período de gracia:	1
Período de repago:	4
<b>Tasa de Interés (fija):</b>	<b>4,00%</b>
Incidencia de costos (no tasa):	8,48%
<b>TIR:</b>	<b>12,48%</b>

PLAZO (Años)	0	1	2	3	4	5
Emisión	2.000,00					
Repago de Capital			(500,00)	(500,00)	(500,00)	(500,00)
Intereses		(80,00)	(80,00)	(60,00)	(40,00)	(20,00)
<b>Costos por una vez</b>						
Honorarios Agente Colocador	(30,00)					
Honorarios Agente Organizador	(16,00)					
Cuenta de Reserva	(20,00)					
Publicidad/Prospecto de emisión	(20,00)					
Costos ocultos	(10,00)					
<b>Costos anuales</b>						
Honorarios Legales	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)
Honorarios Fiduciario	(36,00)	(36,00)	(36,00)	(36,00)	(36,00)	(36,00)
Honorarios Administrador	(18,00)	(18,00)	(18,00)	(18,00)	(18,00)	(18,00)
Honorarios Calificadora	(10,00)	(10,00)	(10,00)	(10,00)	(10,00)	
<b>FLUJO TOTAL</b>	<b>1.825,00</b>	<b>(159,00)</b>	<b>(659,00)</b>	<b>(639,00)</b>	<b>(619,00)</b>	<b>(589,00)</b>

**c) Flujo de Fondos – Préstamo Bancario**

<b>Monto emisión:</b>	<b>2.000</b>
Período de gracia:	1
Período de repago:	4
<b>Tasa de Interés (fija):</b>	<b>5,84%</b>
Incidencia de costos (no tasa):	0,08%
<b>TIR:</b>	<b>5,92%</b>

PLAZO (Años)	0	1	2	3	4	5
Prestamo	2.000,00					
Repago de Capital			(500,00)	(500,00)	(500,00)	(500,00)
Intereses		(116,80)	(116,80)	(87,60)	(58,40)	(29,20)
<b>Costos por una vez</b>						
Costos ocultos	(5,00)					
<b>FLUJO TOTAL</b>	<b>1.995,00</b>	<b>(116,80)</b>	<b>(616,80)</b>	<b>(587,60)</b>	<b>(558,40)</b>	<b>(529,20)</b>

En referencia al financiamiento mediante crédito bancario, para el caso práctico tomamos las tasas medias de interés para empresas grandes y medianas en dólares y plazos mayores a un año que establece el Banco Central del Uruguay con vigencia 01/09/10.

Respecto de los costos implícitos, al momento de solicitar un crédito bancario se debe tomar en consideración la Comunicación 2006/195 del Banco Central del Uruguay. Dicha norma establece para las instituciones financieras los requisitos a tener en cuenta al momento de conceder un préstamo, tales como: datos identificatorios, información sobre análisis del riesgo, información para evaluar la capacidad de pago (información histórica, información prospectiva, informes profesionales sobre la información histórica) e información sobre garantías.

En función de toda esta información que debe presentar la empresa estimamos un costo total que se debe pagar por única vez en el momento inicial de US\$ 5000. Corresponden básicamente a los costos que debe incurrir la empresa para la confección de los estados contables, con notas explicativas, informe de auditoría, estados proyectados y flujos de fondos proyectados. A esto se le deben sumar los honorarios legales para la presentación de las garantías.

Cabe aclarar que la situación coyuntural actual de tasas bajas debido a la gran liquidez del sistema bancario hace que esta opción sea la más atractiva en cuanto a la tasa resultante. Obviamente deben tenerse en cuenta los aspectos señalados para cada tipo de financiamiento en la primer parte del trabajo de campo, tales como ventajas, desventajas, riesgos y dificultades de cada uno que no necesariamente tienen relación directa con los costos. Es decir, hay otros aspectos que se tienen en

cuenta por parte de la empresa al momento de optar por una de las opciones que puede no estar directamente asociadas al costo tales como; la imagen que da de la empresa cierto tipo de financiamiento, regulación que implica la opción, la cultura empresarial, entre otros.

En relación a la emisión de Obligaciones Negociables y al Fideicomiso Financiero, la tasa de interés utilizada que se paga al tenedor de la obligación negociable, o beneficiario, fue tomada en base a la emisión que realizó UTE (Serie 2) en el mes de enero de 2010. Si bien entendemos que la tasa de interés del Fideicomiso debería ser menor a la de la emisión de Obligaciones Negociables, para simplificar nuestro trabajo, decidimos considerar una única tasa de interés de modo que sea comparable ya que se supone que se trata de la misma empresa que está analizando las posibles alternativas de financiamiento.

Respecto de los demás costos, los correspondientes al Fideicomiso Financiero, tales como los honorarios del administrador, fiduciario y cuenta de reserva fueron tomados siguiendo los criterios del prospecto de emisión del Fideicomiso Financiero Creditel I. Por otra parte se estimaron los costos que se incurren por única vez al inicio de la emisión, ellos son: honorarios del agente colocador, organizador, gastos de publicidad, prospecto de emisión y otros costos ocultos. Los costos variables de un fideicomiso financiero, esto es, que varían en proporción al monto de emisión son los honorarios del colocador, organizador y la cuenta de reserva. En referencia a los costos ocultos, cabe aclarar que estos se deben en su mayoría a requerimientos de información a presentar, costos administrativos de personal, mantenimiento de garantías en Banco Central del Uruguay, entre otros. Además estimamos los honorarios legales y de la calificadoradora de riesgos en función

de datos recabados de los entrevistados. Cabe aclarar que los aspectos tributarios no fueron considerados en el análisis realizado.

En cuanto a las obligaciones negociables, la mayoría de los costos tomados en consideración fueron brindados por los entrevistados. Entre ellos se tomaron como variables en función del monto emitido, los gastos por cotización en bolsa, los honorarios del agente fiduciario, honorarios de la entidad registrante y honorarios del agente de pago. Por otro lado, los costos fijos anuales estimados fueron los costos administrativos, costos legales, calificación de riesgo e impresión de memoria anual. Asimismo, los costos iniciales por única vez estimados fueron: impresión del prospecto, gastos de publicidad y distribución de la emisión. Por último los costos ocultos, los cuales resultan difíciles de cuantificar, se componen de costos administrativos, esto incluye el cumplimiento de los requerimientos del Banco Central del Uruguay en cuanto a presentación periódica de información e incluyen también un posible costo de imagen. Muchos de los costos mencionados para realizar una emisión de Obligaciones Negociables no están presentes en el análisis del Fideicomiso Financiero, esto se debe a que estos costos están incluidos en los honorarios del fiduciario, quien es el encargado de gestionar el patrimonio fiduciario.

#### **Análisis de Sensibilidad – Emisión de Obligaciones Negociables**

<b>INCIDENCIA COSTOS</b>			
	<b>2.000</b>	<b>5.000</b>	<b>10.000</b>
<b>5 años</b>	11,53%	7,24%	5,83%
<b>10 años</b>	11,40%	7,24%	5,82%
<b>15 años</b>	11,12%	7,16%	5,79%

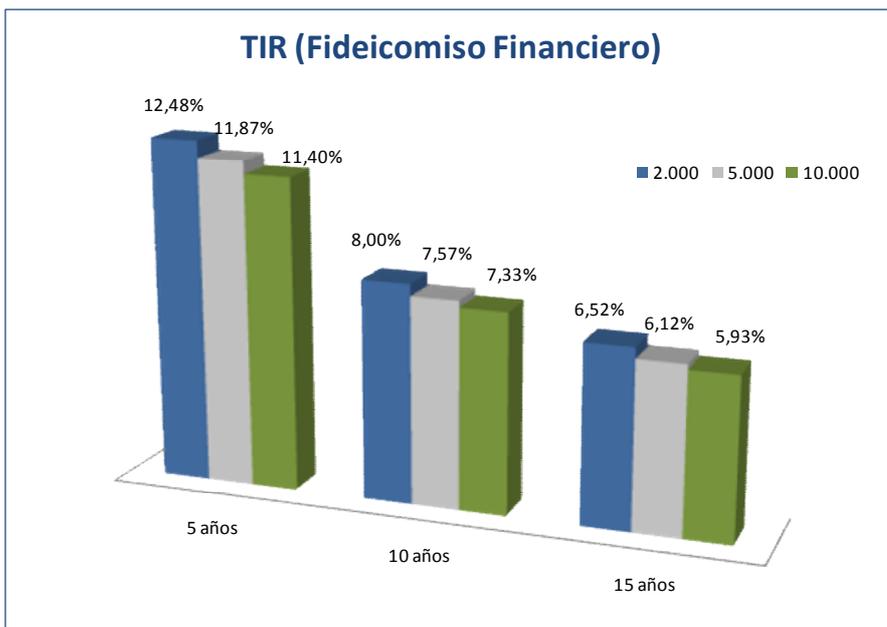
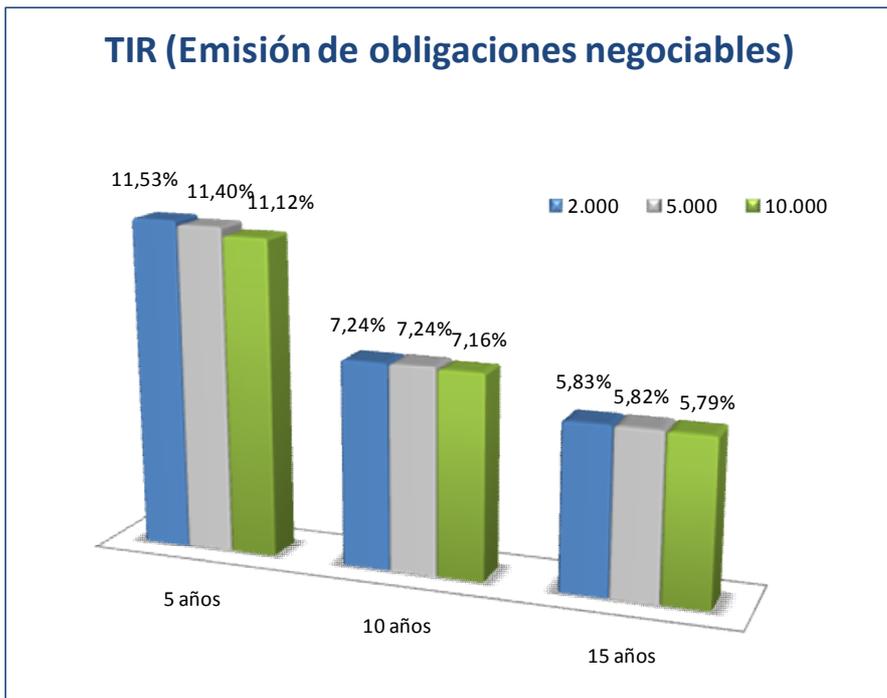
### **Análisis de Sensibilidad – Fideicomiso Financiero**

<b>INCIDENCIA COSTOS</b>			
	<b>2.000</b>	<b>5.000</b>	<b>10.000</b>
<b>5 años</b>	12,48%	8,00%	6,52%
<b>10 años</b>	11,87%	7,57%	6,12%
<b>15 años</b>	11,40%	7,33%	5,93%

Tal como se puede apreciar, los costos de financiamiento para ambos casos son más sensibles ante variaciones en el monto de la emisión que ante variaciones en los plazos de emisión. Tanto a plazos mayores como a mayores montos de emisión el costo de financiamiento disminuye. Dicha disminución no es proporcional debido a la existencia de costos fijos los cuales se van diluyendo a plazos y montos de emisión mayores.

Adicionalmente, se puede apreciar tanto en los flujos de fondos como en los análisis de sensibilidad que los costos de financiarse mediante un Fideicomiso Financiero son sensiblemente superiores a la emisión de obligaciones negociables. Esto se debe principalmente a los costos adicionales de estructurar un fideicomiso de este tipo.

Con la finalidad de lograr una mejor comprensión del lector, exponemos a continuación las gráficas correspondientes a los análisis de sensibilidad realizados.



## **CAPITULO VI. CONCLUSIONES**

### **VISION ACTUAL**

En nuestra opinión, y como principal conclusión del trabajo de campo, encontramos al fideicomiso financiero como un instrumento de financiamiento atractivo, seguro, costoso y poco desarrollado.

A continuación explicamos las características mencionadas anteriormente de forma de fundamentar nuestra conclusión:

- Atractivo

Esta característica se debe mayoritariamente a las cualidades positivas de este instrumento, las cuales permiten a la empresa que se financia por este medio, obtener mayor prestigio regional e internacional. Muchas veces este instrumento puede ser utilizado como una carta de presentación internacional, por ejemplo el caso de una empresa que quiere ingresar a un nuevo mercado.

A su vez, las experiencias regionales en cuanto a la aplicación de este instrumento, lo hacen más atractivo a la hora de ponderar las alternativas posibles de financiamiento.

Asimismo, al ser el fideicomiso financiero un instrumento innovador y relativamente reciente en el Uruguay, la utilización del mismo da una buena imagen de la empresa y además se utiliza como un medio para hacer marketing.

También consideramos que es una opción atractiva debido a que permite diversificar las fuentes de financiamiento sin demasiadas exigencias a la empresa

en cuanto a requerimientos desde el punto de vista regulatorio ya que es el fiduciario el encargado de cumplir con estos.

- Seguro

Esta cualidad es la esencia de todo fideicomiso. La constitución de un patrimonio de afectación independiente, de acceso limitado, tanto para los acreedores del fiduciario, del fideicomitente y del beneficiario, hacen de este patrimonio no pueda ser afectado por decisiones de las partes intervinientes. Además de estas cualidades, cabe aclarar que el patrimonio fiduciario es inembargable e inconfiscable.

La seguridad viene dada desde el punto de vista de que ese patrimonio y sus frutos están afectados a una finalidad determinada, y en caso de ser estos utilizados con otros fines, existen fuertes sanciones contra la persona que incumplió.

A su vez, otra característica que otorga garantías al inversor que obtiene el título valor mediante la subasta pública, son las exigencias desde el punto de vista de las calificadoras de riesgos.

También se considera más segura porque el fiduciario tiene una restricción en cuanto a las facultades y límites de actuación de acuerdo al fin por el que se creó el patrimonio fiduciario.

Esta característica va de la mano de la explicada anteriormente, debido a que al ser una opción segura, tanto para el inversor como para la empresa que se financia, el instrumento resulta aún más atractivo.

- Costoso

El instrumento es percibido como un mecanismo de financiamiento relativamente costoso. Esto se debe mayoritariamente a la gran estructura que implica desarrollarlo y mantenerlo. Tiene muchos costos fijos anuales debido a la cantidad de partes involucradas: fideicomitente, fiduciario, beneficiario, administrador, calificadora de riesgos, auditor externo, entre otros.

También implica un desembolso importante al inicio del período de financiación y mucha dedicación por parte de la empresa, que a primera vista hace que este instrumento no se considere al optar por una fuente de financiamiento.

- Poco desarrollado

Con respecto a este punto, consideramos que las razones por las cuales el fideicomiso financiero está poco desarrollado en Uruguay son: falta de información del mercado, cultura empresarial, escasas experiencias exitosas en el mercado uruguayo, exigentes requerimientos desde punto de vista regulatorio, tamaño de las empresas, entre otros.

Con respecto a la falta de información, creemos que se debe principalmente a que se trata de un instrumento relativamente nuevo y que no ha sido aplicado tanto como en otros países. Esta ignorancia se da tanto desde el punto de vista de los inversores, quienes generalmente son aversos al riesgo y prefieren invertir en valores más conocidos, como de las empresas, las que optan primariamente por las opciones más conservadoras de financiamiento.

No existe, como en otros países, una cultura de ingreso al mercado de valores, ya que se percibe como una alternativa muy compleja en comparación con el crédito bancario.

Adicionalmente el desarrollo del instrumento se ve frenado por la carencia de abundantes experiencias exitosas desde punto de vista de la implementación del fideicomiso financiero, que doten de mayor seguridad al momento de tomar la decisión de qué camino seguir para financiarse.

Con respecto a los requerimientos desde el punto de vista regulatorio cabe aclarar que este es visualizado por los potenciales emisores como un impedimento para el desarrollo del mercado de valores en general, no es una característica específica del fideicomiso financiero. La reciente promulgación de la nueva ley de mercado valores ha hecho cambiar el enfoque, se paso de la autorregulación del mercado a una total regulación por parte del Banco Central del Uruguay.

Adicionalmente en Uruguay no existen tantas empresas que tengan la posibilidad de recurrir a este tipo de instrumento, tanto por su tamaño como por el tipo de cartera que implica el Fideicomiso Financiero. Es por esto que las pequeñas y medianas empresas, las cuales predominan en Uruguay, no cumplen con los requisitos necesarios, ya sea por la estructura necesaria para afrontar los costos que ello implica, como por el tipo de activos necesarios para instrumentarlo.

### **Ventajas y desventajas del Fideicomiso Financiero.**

A modo de resumen, presentamos las ventajas y desventajas de realizar un fideicomiso financiero para cada uno de los sujetos intervinientes:

- Ventajas

**Fideicomitente:**

- No se hace público todo su patrimonio, sino que solo se presenta información sobre los bienes cedidos.
- Se delega la carga de presentación de información y tareas relacionadas con la emisión de títulos valores al fiduciario.
- Mayor flexibilidad en cuanto a montos, plazos, tasas y monedas en comparación con otras alternativas de financiamiento.
- Permite diversificar las fuentes de financiamiento, por lo tanto se diversifica el riesgo.
- Puede llegar a ser la única opción de financiamiento de una empresa.
- Buena imagen, otorga prestigio.
- Otorga liquidez, los activos ilíquidos cedidos al patrimonio fiduciario se transforman en activos líquidos.
- Se calzan los plazos en el sentido de que se obtiene liquidez para cancelar los pasivos de corto plazo.
- Se elimina el riesgo de crédito de la cartera fideicomitada.
- Para el caso de las entidades de intermediación financiera el fideicomitente puede coincidir con el beneficiario.

**Fiduciario:**

Se le presenta la oportunidad de intervenir en negocios adicionales a lo que desarrolla actualmente.

- Buena imagen, otorga prestigio. En este sentido el fiduciario al intervenir en este tipo de instrumento otorga mayores garantías al momento de instrumentar nuevas operaciones.

**Beneficiario:**

- Mayor seguridad derivada del patrimonio de afectación separado.

- El patrimonio fiduciario está destinado a un fin específico.

- Diversificación del portafolio de inversión.

- Riesgo crediticio muy bajo. No es riesgo empresa sino que del patrimonio fiduciario.

- Participación de pequeños ahorristas en proyectos de gran envergadura.

- Obligación del fiduciario de brindar periódicamente información sobre el status del fideicomiso.

- Desventajas

**Fideicomitente:**

- Altos costos, muchas partes intervinientes.

- Proceso largo y complejo.

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

- Exposición pública de los bienes cedidos.
- Riesgo de imagen en caso de incumplimiento de pago.
- Pocas empresas cumplen con los requisitos necesarios (activos calificables y tamaño de la empresa).
- En caso de renegociación el proceso es complejo, requiere de asambleas de tenedores de los títulos.
- Se dispone de poca información en la materia.

**Fiduciario:**

- Graves sanciones en caso de incumplimiento tanto ante el organismo regulador como ante el fideicomitente y beneficiario.
- Riesgo de exposición pública en caso de incumplimiento.

**Beneficiario:**

- Al ser un instrumento más seguro, el riesgo es menor y como consecuencia las tasas ofrecidas son más bajas, hay un menor retorno.
- Plazos largos en cuanto al repago del capital

**Cambios para alentar el desarrollo del Fideicomiso Financiero.**

Con el propósito de alentar el crecimiento del Fideicomiso, desde nuestro punto de vista, creemos importante resaltar ciertos aspectos, los cuales detallamos a continuación:

En primer lugar, debería haber más información disponible tanto para las empresas como para los inversores, confiable y de fácil acceso, sobre el funcionamiento y las implicancias del fideicomiso financiero. Dicha información debería otorgar un mayor conocimiento, de forma de lograr una mejor estimación de los costos en los que se llegaría a incurrir. En resumen deberían implementarse programas de educación para el inversor.

En segundo lugar, creemos que una mayor instrumentación de Fideicomisos Financieros por parte de los organismos públicos ayudaría tanto al desarrollo del mercado de valores como al del instrumento en sí. Esto se debe a que a este tipo de organismos les resulta más fácil acceder al instrumento ya que son de gran porte, cuentan con flujos de fondos ciertos y emiten a grandes volúmenes lo que les permite licuar los altos costos. Estas cualidades brindan al inversor cierta seguridad que otro tipo de empresas no otorga.

En tercer lugar, consideramos que actualmente no existen suficientes incentivos fiscales para la utilización de esta figura como si los hay en otros países. De forma de equilibrar los altos costos que implican llevar a cabo este instrumento, creemos que sería favorable para el desarrollo del mismo que se otorguen mayores beneficios fiscales.

En cuarto lugar, consideramos de suma importancia que las nuevas emisiones cumplan los requisitos que exigen los inversores institucionales como las AFAPs de forma de obtener una colocación exitosa, ya que uno de los motivos por los cuales estos inversores no destinan sus fondos en proyectos de este tipo es debido a la falta de proyectos que cumplan con esas condiciones.

En quinto lugar, entendemos que debería crearse un organismo que fomente el mercado de valores y otorgue flexibilidad a los actuales y potenciales emisores.

## **PERPECTIVAS A FUTURO**

Con respecto a la promulgación de la nueva ley de mercado de valores, en nuestra opinión, consideramos que la mayor potestad regulatoria otorgada al Banco Central del Uruguay podría desestimular a las empresas que emiten directamente en el mercado de valores mediante suscripción pública si no se distinguieran aspectos diferenciales de estos, como puede ser, el tamaño de la empresa o el porcentaje de emisión respecto de su patrimonio, por ejemplo. Por otro lado el fideicomiso financiero se percibirá como una alternativa más atractiva dado que la carga de cumplir con los requerimientos del regulador recaerá sobre el fiduciario y no sobre el fideicomitente, a diferencia de lo que ocurre cuando la empresa emite directamente. Esta mayor regulación llevaría a una mayor concentración de los agentes, entre ellos de los fiduciarios, y en consecuencia a una mejora en cuanto a la calidad de prestación del servicio, lo que podría alentar aún más el desarrollo del fideicomiso.

Asimismo, las exigencias impuestas por la ley en materia de Gobierno Corporativo, entre otras, apuntan a lograr una mayor profesionalización de las empresas, lo que a largo plazo mejoraría los fundamentos del marco en el que se desarrolla el mercado de valores.

Además, debe tenerse en consideración que la situación coyuntural presente de gran liquidez en el sistema bancario puede revertirse en el futuro cercano de forma que aliente el uso de otras alternativas.

## **BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA.**

- “Fideicomiso en Uruguay. Análisis del Proyecto de Ley.” Cr. Daniel Porcaro y Dr. Nicolás Malumian. PricewaterhouseCoopers, 2003.
- “Elementos personales del fideicomiso”. Dra. Nuri Rodríguez Olivera y Dr. Carlos López Rodríguez, 2003.
- “Naturaleza jurídica del fideicomiso”, “Elementos personales”, “La propiedad fiduciaria”, “Fideicomiso” Dra. Nuri Rodríguez Olivera, 2003.
- “Tratamiento Contable y Tributario del Fideicomiso Financiero”, Rodrigo Ribeiro y Luis Aisenberg, 2004.
- “Estudio sobre el Fideicomiso”, Gladys Fernández Formigo, 2008.
- “Mercado de Valores”, Dra. Nuri Rodríguez, 2010.
- “Fideicomiso Financiero. Una alternativa de Financiamiento”. Trabajo monográfico presentado ante la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República para la obtención del título de Contador Público, 2004.
- “Un Estudio de los Determinantes del Desarrollo del Mercado de Deuda Privada: El caso de Uruguay 1996-2007”. Trabajo monográfico presentado ante la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República para la obtención del título de Licenciado en Economía, 2009.
- Informes Trimestrales del Mercado de Valores emitidos por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.

- “Utilización del fideicomiso en el sector inmobiliario”. Consultora KPMG. Dr. Luis Aisenberg, 2005.
- “Nueva Ley de Mercado de Valores”. Hughes & Hughes Abogados, 2009.
- “La Nueva Ley de Mercado de Valores”. Diario El País, Carlos Borba, 2009.
- “Fideicomiso Inmobiliario”. Ferrere Abogados. Dr. Diego Rodríguez, 2009.
- “La Nueva Ley de Mercado de Valores en Uruguay”. Escuela de Finanzas, Cra. Patricia Álvarez, 2010.

- PÁGINAS WEB:

[www.bevsa.com.uy](http://www.bevsa.com.uy)

[www.bvm.com.uy](http://www.bvm.com.uy)

[www.derechocomercial.edu.uy](http://www.derechocomercial.edu.uy)

[www.winterbotham.com](http://www.winterbotham.com)

[www.educacionfinanciera.gob.sv](http://www.educacionfinanciera.gob.sv)

[www.transparencia-economica.mef.gob.pe](http://www.transparencia-economica.mef.gob.pe)

[www.gestiopolis.com](http://www.gestiopolis.com)

[www.alterfides.com](http://www.alterfides.com)

LEGISLACIÓN.

- Ley 16.426. “Desmonopolización en materia de seguros”, 14 de octubre de 1993.
- Ley 16.713. “Reforma previsional”, 3 de setiembre de 1995.

- Ley 16.774. “Fondos de inversión”, 27 de setiembre de 1996.
- Ley 16.749. “Mercado de Valores”, 30 de mayo de 1996.
- Ley 17.202. “Fondos de inversión y securitización de activos”, 24 de setiembre de 1999.  
Introduce modificaciones a la Ley 16.774.
- Ley 17.703. “Fideicomiso”, 27 de octubre de 2003. Exposición motivos de la Ley 17.703. Decreto reglamentario 516/003 y modificaciones introducidas por Decreto 204/004.
- Circular BCU 1.914. “Actualización normativa Mercado de Valores”, 9 de julio de 2004.
- Ley 18.401. “Reforma de la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay”, 24 de octubre de 2008.
- Ley 18.573. “Sistema de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores”, 13 de setiembre de 2009.
- Ley 18.627. “Normas relacionadas con el Mercado de Valores”, 24 de noviembre de 2009. Deroga Ley 16.749, art. 303 y 334 de la Ley 16.060, y último inciso del art. 6 de la Ley 16.774. Exposición de motivos de la Ley 18.627.
- Recopilación de normas de regulación y control del sistema financiero del Banco Central del Uruguay.
- Circular BCU 2.056. ”Modificación de la recopilación de normas del Mercado de Valores- sustitución del libro IV, Intermediarios de valores”, 26 de febrero de 2010.

## **ANEXO A**

### **El caso Granja Moro S.A.**

Granja Moro S.A. fue una de las empresas que realizó una emisión en 1997, de 10 millones de dólares, en un momento de buen dinamismo del mercado. La emisión fue demandada por cuatro veces, y tenía como agente fiduciario que presentó el proyecto a un Banco reconocido. Sus balances eran auditados por una firma internacional, y contaba como socios cooperativos a la Corporación del Banco Mundial y al Banco Interamericano de Desarrollo, que representaban el 40% de su capital. En febrero de 1998 la empresa se presentó a concordato, y el Directorio del Banco Central impuso la suspensión de las cotizaciones de sus obligaciones negociables.

Esta fue la primera situación de insolvencia de un emisor de obligaciones negociables en la plaza local. Hasta ese momento, la cantidad de empresas emisoras superaba las 40, y el monto del financiamiento en los tres años anteriores superaba los 320 millones de dólares. A nivel bancario, 18 instituciones se vieron afectadas, ya que eran el núcleo de los acreedores, superando el 30% de la emisión en su tenencia.

Como consecuencia de lo sucedido, las ON's bajaron de precio, pero muchos ahorristas salieron al mercado a buscar oportunidades, y lo lograron, al comprar a precios convenientes en empresas con emisiones que en poco plazo llegaban a su vencimiento.

En 1998 se realizaron solamente tres nuevas emisiones, que totalizaron 11,5 millones de dólares, correspondientes a la empresa textil Rajchman y Hnos., por 1,5 millones, Citrícola Salteña, por 6 millones y la forestal Delamonte por 4 millones.

## **ANEXO B**

### **La Crisis Bancaria del 2002**

La crisis que se desató en el año 2002 tuvo diversas causas: la economía en recesión desde fines del año 1998, la devaluación de la moneda brasileña el 13 de enero de 1999 y el “default” argentino de diciembre de 2001, las cuales terminaron por empujar al Uruguay hacia una de las crisis económicas más importantes de su historia.

La crisis bancaria de 2002 en Uruguay fue un proceso de insolvencia financiera que afectó a más de la mitad de la banca comercial, y produjo la desaparición de algunas empresas financieras más emblemáticas y el virtual colapso del sistema económico del país.

El proceso se inició con la crisis económica de diciembre de 2001 en la Argentina. Desde hacía muchos años, miles de ciudadanos argentinos venían depositando su dinero en el sistema bancario uruguayo, caracterizado por su seguridad (cada vez que un banco uruguayo entraba en problemas, el Banco Central intervenía con fondos), por su liberalidad (es muy sencillo abrir una cuenta) y la libre circulación de divisas (nunca se pesifican depósitos, y además es posible depositar en varias monedas). El volumen de depósitos de argentinos, entonces, era considerable para la pequeña economía de Uruguay; por tanto, los masivos retiros por parte de argentinos a lo largo de la primera mitad de 2002, afectaron al sistema bancario uruguayo. Y esto, a su vez, tuvo un efecto de "boomerang", los ahorristas de todas partes se apuraron a seguir retirando sus depósitos. En los primeros meses del año 2002, el sistema bancario uruguayo ya había perdido el 40% de sus depósitos y reservas. La inestabilidad y desconfianza en el sistema financiero uruguayo se hizo más evidente y la fuga de depósitos crecía día a día, la situación se tornaba insostenible.

Todo esto implicó considerables aportes por parte del Estado para auxiliar a los bancos con problemas, que implicarían una reestructura bancaria. Los bancos afectados más importantes fueron el Banco Comercial, el Banco La Caja Obrera, el Banco Montevideo y el Banco de Crédito, que enfrentaban altos grados de dificultades de solvencia.

Posteriormente, el 20 de junio el gobierno decretó la libre flotación del dólar, un mes después, el Ministro de Economía renunció a su cargo, y también cambiaron las autoridades del Banco Central del Uruguay. El martes 30 de julio, el dólar se disparó de 27 a 35 pesos. El gobierno suspendió las actividades de los bancos Montevideo y Caja Obrera y decretó el feriado bancario por una semana.

Durante la semana del feriado bancario, el país se jugó la salida de la crisis en suelo estadounidense. El gobierno envió a una delegación para negociar con el Fondo Monetario Internacional (FMI) un salvataje. El Parlamento uruguayo aprobó sin dilatorias la "Ley de Fortalecimiento del

Sistema Bancario", que reprogramó depósitos a plazo fijo y dispuso medidas para su gradual devolución a los ahorristas.

Finalmente, el 4 de agosto se acordó con el FMI y el gobierno de Estados Unidos envió un adelanto de 1.500 millones de dólares. El lunes 5 de agosto reabrieron todos los bancos menos cuatro: El Banco Comercial, el Banco Montevideo-Caja Obrera, el Banco de Crédito y la Cooperativa Caycu fueron suspendidos y el gobierno comenzó un plan para su liquidación y venta.

Esta crisis significó la desaparición de la banca privada de capitales nacionales. Actualmente, el mayor banco es el estatal Banco de la República Oriental del Uruguay, seguido por varios bancos de capitales extranjeros como el Banco Santander Uruguay, el Banco Itaú, etc. El Nuevo Banco Comercial sustituyó en nombre al extinto Banco Comercial, y recogió los depósitos de éste, del Banco Montevideo y del Banco La Caja Obrera.

Esta crisis arrojó numerosas lecciones. Pero fundamentalmente terminó con la habitual costumbre del Estado uruguayo, de asistir a los bancos quebrados; como consecuencia se instrumentó un seguro de depósitos bancarios con cobertura parcial.

## ANEXO C - ENTREVISTAS

### **Entrevista Dr. Siegbert Rippe abogado especialista en Derecho Comercial**

**Desde su punto de vista, ¿cuáles considera que son los motivos que llevarían a una compañía a elegir el instrumento fideicomiso financiero?**

Un empresario al optar por un financiamiento externo valora varias cosas:

- oportunidad en que se le pueda otorgar el crédito, es un tema de tiempos
- costos
- plazos
- montos
- garantías
- otras condiciones vinculadas al crédito o prestamos solicitado

La comparación entre estos dos tipos de financiamiento, no es fácil, ya que depende de los momentos económicos del país y de la valoración de los institutos.

Hay que mirarlo no solo del punto de vista del deudor, sino también del punto de vista de los acreedores, aquellas personas excedentarias en recursos que entregan estos a los deficitarios en recursos.

Acreeador bancario: para otorgar un préstamo exigirá determinadas condiciones y siempre va a exigir garantías, generalmente hipotecarias o prendarias. No todos los empresarios cuentan con este tipo de garantías, o hay empresarios que tratan de preservar el patrimonio familiar a través de otros mecanismos y no están predispuestos a gravarlos en garantía de operaciones comerciales. Entonces, si la persona no tiene esas garantías o no tiene ánimo de darlas el préstamo bancario no aplica.

Acreeadores Obligaciones Negociables: Se deben cumplir varios requisitos, tanto impuestos por la ley, por normativa bancocentralistas y por las propias bolsas, cada uno con sus términos, requisitos, condiciones, formalidades. En términos generales la emisión de Obligaciones Negociables algunas veces exigen garantías, otras no lo exigen. Para abaratar los costos de emisión, las tasas de interés, prolongar los plazos de pago, se consiguen mejor en caso de que existan garantías, en estos casos son más fáciles de colocar en el mercado. Hoy en día los emisores están recurriendo a ceder créditos, hacer una cesión de créditos futuros, en base a flujos, esta es la garantía que hoy en día se está ofreciendo. Es lo que actualmente se está combinando con el fideicomiso financiero.

Acreeedores del fideicomiso financiero: este instrumento tiene ventajas sobre la mera cesión de los flujos financieros ya que se constituye lo que la ley llama el patrimonio de afectación. Quien constituye este patrimonio es el deudor, cede los flujos hacia el fideicomiso, este fideicomiso tiene un fiduciario que lo va a administrar y que de acuerdo a instrucciones deberá pagar al beneficiario de esos flujos que son los acreedores. Con esto se facilita la colocación de los valores.

Las instituciones de intermediación financiera, al igual que las sociedades administradoras de fondos de inversión son los únicos que pueden ser fiduciarios.

En la práctica el banco hace una evaluación de cuáles son las condiciones por las que te presta, las garantías.

El emisor que va al mercado de valores, que tiene la intención de emitir títulos de deuda, una de las condiciones es “desnudarse patrimonial y financieramente”. En Uruguay la mayoría de las empresas no tiene interés en revelar toda su información tal como les exige este requisito, como presentar sus estados contables auditados. Las exigencias son mayores aún cuando son de oferta pública y además sea una sociedad abierta que cotice en bolsa.

### **¿Cuáles son los riesgos de acudir al mercado de valores como alternativa de financiamiento?**

El emisor antes de recurrir al mercado debe tener una cierta seguridad de que los valores que emite tienen mercado, esto es, si van a ser adquiridos por alguien. Ya que un empresario no estaría dispuesto a cumplir con todos los requisitos necesarios con una alta probabilidad de que fracase la emisión, fracase el negocio. Además esto generaría una mala imagen del emisor. Por esto, se debería estudiar el mercado y definir en qué condiciones resultan aceptables la emisión de esos títulos y ver cuáles son los productos financieros competitivos.

En el caso de las AFAP's, hay emisores que son empresas fuertes que pretenden muchas veces que la colocación la reciban las AFAP's antes que atomizar dicha emisión en el mercado. Esto es un tema de plazos, la AFAP's invierten en largos plazos. No siempre las emisiones son calificables para ser receptadas por las AFAP's, además se debe negociar previamente para que recepten la emisión.

Si se recurre al mercado con independencia de estas instituciones, se busca asesoramiento con los corredores de bolsa que son las entidades que más conocen como funciona el mercado bursátil. Se ha dado, hoy no tan frecuente, que se celebraban con los corredores de bolsa una operación de underwriting, los corredores, o bien están dispuestos a comprar en firme la totalidad de las emisión y luego se encargan de recolocarlos, o bien lo reciben por un plazo determinado y el resto que no se pudo colocar se devuelve. En estos casos se garantiza al emisor que no tiene que salir a buscar compradores.

Hay que tener en cuenta la competitividad del valor que se está emitiendo frente a los que ya existen en el mercado, si es un producto interesante, si ofrece al inversionista una oportunidad de colocación alternativa a otras que haya en el mercado. Analizar la competitividad con los valores públicos, valores que hoy en

día tienen un retorno seguro al inversor, también es importante tener en cuenta la oportunidad de la emisión, si al momento de emitir hay una emisión pública esto podría interferir competitivamente con la emisión que se planea llevar a cabo.

**¿Cuáles son las principales causas de que el mercado de valores uruguayo se encuentre poco desarrollado?**

Cultura. Lo que hay en otros países con distinto nivel de desarrollo en una cultura, en Uruguay no hay una cultura de ingreso al mercado. Los empresarios recurren la mayoría de las veces o bien al financiamiento propio, deciden por ejemplo en el caso de sociedades anónimas aumentar el capital social y ellos mismos adquieren las nuevas acciones ejerciendo el derecho de preferencia y de acrecer o pueden ingresar otros como accionistas, no como acreedores, donde a diferencia de estos últimos existe una suerte de copropiedad accionaria diferenciada, esto hablando en materia de acciones, cosa que no existe si hablamos de títulos de deuda.

La empresa está dispuesto a emitir capital social o deuda, en el primer caso no existe deuda, se trata de un nuevo o actual accionista aportante de capital sujeto a los riesgos del negocio, se rigen por las normas estatutarias y legales, no hay urgencias con respecto al repago a los accionistas como pasa con respecto a los acreedores. Este tipo de sociedades está más acostumbrada a acudir a los bancos o prestamistas particulares, el mercado es algo relativamente ajeno para estos.

En el mercado ingresan inversionistas, personas con excedente de recursos, no tanto pequeños ahorristas que depositan en las instituciones de intermediación financiera. Los ahorristas tienen cierta certeza sobre estas instituciones, la tasa de interés que reciben es seguramente la del mercado con la opción de elegir colocaciones a la vista o a plazo fijo en moneda nacional o extranjera. En cambio en el mercado de valores hay riesgos implícitos, nadie puede garantizar que un valor que se emite, que cotiza y se negocia en el mercado efectivamente existan compradores para este valor. Por su parte los intermediarios de valores deben determinar el perfil del inversionista, por requerimiento del Banco Central del Uruguay, cuáles son sus expectativas y cuáles son sus riesgos, para esto es que el intermediario debe dar mucha información, para determinar el producto más adecuado con su perfil y al riesgo que está dispuesto a asumir. En cambio cuando un banco recibe un depósito, sea a la vista o a plazo fijo no suele hacer un perfil del cliente para este efecto. El corredor de bolsa, por ejemplo, es un intermediario de valores, debe asesorar al inversionista, darle toda la información que este le solicite, a diferencia de un ahorrista que es cliente de un banco y al que no le solicita información del mismo.

Otro riesgo es la oportunidad de recuperar la inversión. En el caso de un banco la mayor parte de los depósitos están a la vista, o bien a plazos relativamente cortos (como mucho a 2 años). Cuando hay una emisión los plazos son mucho mayores, para el caso particular de las obligaciones negociables, en la práctica no hay emisiones a plazos menores que 5 años, entonces el tenedor de ese título debe esperar todo el plazo, si necesita dinero debe recolocarlo en el mercado. Los precios del mercado oscilan diariamente, puede no tener la velocidad de

recuperación que si tiene un depósito a la vista, además de la incertidumbre del precio.

El requerimiento de información es una de las causas por las que las emisoras no suelen acudir tanto al mercado.

Otra causa es que el mercado no les da certeza, ya sea por falta de conocimiento, de información, por falta de cultura inversora.

En la práctica es muy difícil que el pequeño ahorrista vaya al mercado, primero porque no puede ir directamente, sino que debe hacerlo por medio de un intermediario de valores, no se puede tratar directamente con las bolsas. Este tipo de inversor busca una seguridad que el mercado de valores no le puede dar, hay oscilaciones diarias por variables que no dependen del solo mercado uruguayo. Los valores que cotizan además tienen que competir con otros valores del mundo, en las bolsas, por ejemplo, cotizan valores soberanos de otros países. Los productos financieros son más sofisticados y exigen más sofisticación de las empresas, de los inversionistas y de la intermediación, más factores e indicadores que no son accesibles al grueso del público. Nadie puede garantizar que se recupere en tiempo y forma lo que invirtió. El mercado funciona en base a confianza y credibilidad en el sistema financiero, si estos atributos faltan el mercado no se desarrolla.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

Esta ley sustituye la ley del 96, basada en la autorregulación bursátil. Este principio fue modificado con la nueva ley, hoy en día la regulación es básicamente estatal, por más que se hable de regulación o autorregulación bursátil, no hay autorregulación que no pase previamente por los filtros del Banco Central del Uruguay. La idea de esto es dar mayor seguridad al mercado, pero no se puede asegurar que esto haya promovido al mercado mismo o haya motivado a que vengan más emisores e inversionistas al mercado. Fuerte contralor y papel predominante del Banco Central del Uruguay en la materia.

En segundo lugar es una ley rigurosa, regula prácticamente hasta el más mínimo detalle, los términos y condiciones, requisitos y formalidades, de los agentes económicos que intervienen en el sistema. Muchas de estas exigencias vienen precedidas de su aplicación en el exterior, los modelos a seguir son los modelos bursátiles más exigentes, de aquellos países que estuvieron sometidos a determinadas crisis, presiones y circunstancias, que de pronto en Uruguay no se dieron, pero igualmente se están preventivamente imponiendo. No todos los agentes están en condiciones de cumplir con todas estas exigencias.

Todavía no existen registros de que esto haya impulsado al mercado, de que haya promovido nuevas emisiones, haya permitido el acceso a las empresas a obtener recursos en el mercado, ni haya facilitado que vengan los inversionistas. En términos generales los mayores valores que se cotizan son los de la competencia de los emisores privados, la competencia es el Banco Central del Uruguay.

El Banco Central del Uruguay es un competidor, en el sentido de que emite valores, por ejemplo, bonos del tesoro y letras de tesorería, que compiten con las emisiones privadas, sean estos títulos de deuda o acciones. EL tema es que el regulador y controlador del mercado es también un competidor. O sea, tiene en juego un cuestionable doble papel, que los emisores privados no pueden hacer, por un lado regula y controla, por otro es un emisor, en definitiva, un competidor.

No se entiende, salvo razones históricas, porque el Banco Central del Uruguay es el regulador y fiscalizador del sistema; a nivel internacional hay pocos países cuyo Banco Central tenga estos cometidos. En la mayoría de los países hay una Comisión Nacional de Valores, no dependiente de un Banco Central; el Banco Central, en esos países se encarga de la instrumentación de la política monetaria y financiera, pero no regula ni fiscaliza las bolsas. Esta Comisión puede ser, no una dependencia del Banco Central, sino de repente de un Ministerio, por ejemplo de Economía o de Hacienda. En Uruguay se han ido agudizando las funciones y facultades del Banco Central del Uruguay, que lucen exceder las propias de una autoridad bancocentralista,

Además la ley impuso una serie de términos y condiciones bastante exigentes en materia de valores escriturales, en cuanto única modalidad de emisión de valores de oferta pública.

Determinó en este caso algunas derogaciones muy discutibles, a las que eventualmente se propongan algunas modificaciones puntuales para reequilibrar la situación. Es que por un lado reguló a los valores escriturales y por otro derogó las normas de la ley de sociedades comerciales sobre valores escriturales. Esta ley de mercado de valores está pensada para el sector que opera en el ámbito bursátil financiero, particularmente para sociedades anónimas abiertas cotizadas, pero resulta que la regulación se extendió a las sociedades anónimas cerradas al haber derogado los artículos pertinentes de la ley 16.060, a tal punto se está proponiendo restablecer las disposiciones derogadas de la ley de sociedades comerciales para las no abiertas.

Hay también aspectos tributarios que posiblemente requieran de algunos ajustes, hay propuestas de introducir algunos cambios legales en la próxima ley de presupuestos como forma inmediata de resolver algunos de esos temas.

La ley modificó otras disposiciones de la ley 16.060 como el art 288.

En resumen, la ley impuso mayor regulación y mayor control.

Fuertes exigencias para los distintos agentes económicos que intervienen en el mercado, esto va a determinar una disminución de los agentes, seguramente se produzca una reducción de corredores o sociedades de bolsa y una mayor concentración en el desarrollo de las actividades de intermediación de valores y de prestación de servicios, si bien puede verse positivamente como tendencia a una mayor calidad en materia de especialidad de agentes y una mejor capacidad estatal de control en beneficio de los inversionistas, desde otro punto de vista se podría

decir que mucho se habla de un mercado competitivo, ordenado, transparente y se está tendiendo en cambio a que disminuya el número de intermediarios de valores.

Tal vez una de las innovaciones que introdujo la ley fue la relativa a la creación de una Comisión de Promoción del Mercado de Valores que está en proceso de reglamentación. A lo mejor esta comisión que estará integrada tanto por las bolsas como por las AFAP's así como por los emisores, y será presidida por el Ministerio de Economía y Finanzas o más bien por representantes de los mismos, pueda mejorar el relacionamiento público – privado en la materia, hacer más entendible la realidad del mercado, procurar su incentivación y desarrollo. ¿Podría en un futuro convertirse a caso esta comisión en una suerte de Comisión Nacional de Valores?

Cabe recordar que este sistema de fortalecimiento del Banco Central del Uruguay y de la regulación y contralor estatal del sistema bursátil, que incluso puede pronunciarse por razones, ya no solo de legalidad, sino también por oportunidad, mérito o consecuencia, ya viene desde la última modificación a la Carta Orgánica de dicho banco, por lo que en este aspecto la ley 18.627 no es una novedad absoluta.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que la figura del fideicomiso financiero se encuentre poco desarrollada en el Uruguay?**

La realidad es que se han constituido diversos fideicomisos financieros por la ventaja particular que tiene este tipo de instrumento, un patrimonio de afectación independiente, que habilita al emisor de títulos de deuda a recurrir a este sistema de financiamiento a través de la cesión de flujos futuros u otros activos de tal manera de que se ofrecen ciertas garantías de repago a los acreedores de aquel. En la práctica no se han constatado, no se han advertido problemas ni inconvenientes de significación en la instrumentación de los fideicomisos financieros.

Hay que recordar que los únicos que pueden ser fiduciarios de tales fideicomisos son las sociedades administradoras de fondos de inversión y las instituciones de intermediación financiera, no pueden serlo las bolsas mismas.

En el caso de un banco, si los préstamos otorgados no tienen repago, como el banco puede a su vez ser fiduciario y beneficiario eventual, puede ejecutar ese patrimonio de afectación para la recuperación de aquellos.

Entonces la causa por la cual no se ha desarrollado en la forma esperable es que no hay una cultura instalada para su uso y aplicación, o por ignorancia del instrumento, o porque no da suficiente seguridad, tal vez la inexperiencia. Las causas pueden ser varias, puede ser también por un tema de costos, por un tema tributario, por un tema procesal, y a que se ha planteado la duda de si el fiduciario puede ejecutar sin riesgos de eventual judicialización.

El fideicomiso financiero es un producto más y su instrumentación depende de su visión por parte del mercado, como otros.

### **Entrevista a José Luis Rial: Gerente Financiero de CONAPROLE**

**¿Cuáles son los motivos que llevaron a la compañía a optar por financiarse mediante el mercado de valores? ¿Qué ventajas e inconvenientes podría identificar en cuanto al financiamiento mediante el mercado de valores, en comparación con el financiamiento bancario?**

El motivo fue obtener flexibilidad financiera mediante la diversificación de nuestras fuentes de financiamiento. Flexibilidad en cuanto a montos, tasas, plazos, y demás condiciones.

#### **Ventajas:**

Flexibilidad financiera. Básicamente estamos hablando de disponibilidad de crédito y de plazos. Un banco te puede prestar a 5 o 7 años, pero 10 años o más es muy difícil. Es más, dada su estructura de depósitos los bancos se ubican preferentemente en el corto plazo (<12 meses). Entonces, todas aquellas empresas que necesitan plazos extensos para financiar inversiones de crecimiento importantes necesitan recurrir al Mercado de Capitales o a organismos internacionales de crédito (IFC – Banco Mundial, BID, etc.).

En el caso de CONAPROLE, por nuestro tamaño específico, la capacidad crediticia de los bancos locales nos ha llegado a quedar muy justos. El crédito que nos puede dar un banco está sujeto a un porcentaje de su patrimonial. Entonces ha habido algunas instancias en el pasado no muy lejano en que el capital del banco - que está armado para empresas con menor porte - es una restricción.

Eso hizo que CONAPROLE empezara a emitir CONAHORRO (obligaciones negociables). Hoy la situación es muy distinta, CONAPROLE, sin embargo, mantiene CONAHORRO por un tema más de marketing, de imagen. Contribuye al objetivo estratégico de ser la empresa insignia del Uruguay. Además es una tarjeta de presentación a nivel internacional. CONAPROLE vende en todo el mundo, entonces al ser una empresa que cotiza en Bolsa, auditada, con Calificación de Riesgo por una empresa internacional de 1era línea, y con Memoria en inglés y en español, ello le otorga una imagen sólida al momento de exportar.

#### **Desventajas:**

Lo que lo mata al mercado de capitales es que tiene muchos costos de intermediación y un Mercado Secundario con muy poca profundidad. Los costos de intermediación se licuan con volúmenes altos, pero en el Uruguay no hay empresas que emitan con volúmenes altos. Entonces hay poca licuación de los costos fijos, lo cual hace que sea más ineficiente el mercado de capitales que un préstamo bancario.

Además está el tema de costos ocultos que son importantes. El costo oculto más importante es el cumplir con las exigencias del Banco Central del Uruguay. Los requerimientos del Banco Central del Uruguay son pesados. Ir a un banco que lo único que te pide es información anual, estados contables, con auditoría quizás, pero no más de eso, es mucho más sencillo que hacer balances trimestrales,

revisión limitada, balance anual, memoria anual, publicando balances en la web, etc. Además, ahora hay todo un tema de control interno, gobierno corporativo, y exigencias de información cada vez más importantes. Los bancos – en comparación - exigen muy poco, una forma de promocionar el Mercado de Valores podría ser que el Banco Central del Uruguay obligue a los bancos a pedir más información.

Estar en el Mercado de Capitales implica asumir un riesgo de exposición pública de imagen. El riesgo de que si llegas 1 día/hora tarde con el Banco Central del Uruguay te suspenden la cotización y, esto lo recogen los diarios al instante.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

Poco de promoción y mucho de regulación, básicamente por haber sido redactada por el Banco Central del Uruguay como organismo especializado y no haber tenido la suficiente discusión en el parlamento. Le otorga muchas potestades al Banco Central del Uruguay, delega en Banco Central del Uruguay todo cambio posterior a la ley. El legislador pasa a ser el Banco Central del Uruguay, y su interés es regular todo lo mayor posible para evitar el riesgo que tienen de que algo salga mal (lo cual es muy razonable desde su punto de vista). Puedo tener a nivel internacional una ley de Mercado de Capitales espectacular, comparable con los países desarrollados pero no tener ninguna empresa. Entonces, la Comisión de Promoción trata de ver cómo podemos hacer algún tipo de contrapeso a las potestades del Banco Central del Uruguay para incluir un poco de razonabilidad.

¿Cuáles considera que son los principales riesgos y dificultades de acudir al mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial en Uruguay?

Es un mercado poco eficiente en la evaluación inicial de riesgo y retorno. Siendo hoy tan fácil el costo de los fondos por parte de los bancos, no mucha gente quiere pagar un derecho de piso, la curva de aprendizaje que implica tener que pagar una mayor tasa inicial para que te conozcan. Este pago en mas hay que verlo como una inversión, pero verlo de esta manera implica tener una visión de largo plazo hacia este mercado lo cual no mucha gente tiene. Se le analiza – en la mayoría de los casos – como una alternativa de oportunidad. Si no es lo suficientemente ventajosa no se la considera por los riesgos y costos que ella implica.

Costos de emisión e intermediación altos.

Costos ocultos que implica cumplir con los requerimientos del Banco Central del Uruguay.

Todo esto frente a una oferta bancaria muy competitiva actualmente. Hoy el mercado de capitales no es competitivo con los bancos. Los bancos están con mucha liquidez y ofrecen condiciones bastante convenientes (en cuanto a tasas, garantías, plazos, condiciones). Además, muchas empresas tienen un buen balance. O sea que se juntan las dos cosas: aquel banco que tiene para prestar y la empresa que tiene buen balance.

**¿Considera que los controles impuestos por el Banco Central del Uruguay sobre el mercado de valores son adecuados? ¿Qué cambios le haría?**

Técnicamente son correctos y muy comparables con la legislación de otros países.

Más que cambiar habría que flexibilizar la aplicación de algunos requerimientos para fomentar el uso del Mercado de Capitales por parte de las empresas. Por ejemplo, por qué exigir balance consolidado trimestral a los 30 días de cerrado el trimestre y no a los 45 días como pidieron las empresas, 15 días no creo que cambie la decisión de nadie. El tema es que eso está bien cuando ya tenés una rueda que está girando, la mantenés en movimiento y le hacés ajustes para que ruede mejor. Pero acá no tenemos una rueda que esté girando. Y si hacés la valla demasiado alta nadie la va a saltar para estar del otro lado.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que el mercado de valores uruguayo se encuentre poco desarrollado?**

Lo que pasa es que los que están recurriendo al mercado de capitales siempre han sido aquellos que lo hacen por alguna razón específica. En otro momento recurrían todos aquellos que no tenían crédito bancario o aquellos que tenían un crédito bancario difícil o un riesgo malo. Estos accedían al mercado de capitales, donde pagando una buena comisión encontrabas algunos agentes que te vendían el papel. Y eso fue lo que desencadenó que se rompiera el mercado. Se pone a Moro como ejemplo típico, pero hubo varios más. En el mercado de capitales es sumamente importante la seguridad y la confianza, y cuando la confianza se rompe, se complicó el mercado. El Banco Central del Uruguay en ese entonces, no exigía calificación de riesgo, a partir de Moro cambió y comenzó a exigir la calificación de riesgo como condición para emitir. Eso hizo que la calidad de los papeles mejorara. Igualmente las malas experiencias pasadas no tan lejanas afectaron la confianza en el sistema.

Hoy los que acceden al mercado de capitales son todos aquellos que van a pedir cosas que los bancos no les dan. Básicamente estamos hablando de plazos. Es decir, el mercado de capitales está agarrando por defecto “n-1” a aquellos a los que no les queda otra. Y por eso es que no hay mucho mercado de capitales, no hay mucho desarrollo. Los que pueden comprar esos papeles son inversores institucionales profesionales que analizan y entienden lo que están comprando y tienen el fondeo de largo plazo, pero como lo compran para su posición no se genera mercado secundario (y por ello decimos que NO hay Mercado).

Falta de costumbre, mentalidad chica, de boliche. Emisiones de poco volumen que a nivel internacional son inmateriales. El atributo principal del mercado de capitales es el mercado secundario, acá casi no hay mercado secundario, la gente compra y se queda con los papeles. Es un tema de volumen, pero principalmente es un tema de cantidad de personas que tienen el papel. Por eso en Conahorro lo que hicimos fue fijar límites máximos del monto en que tiene que comprar una persona por día, justamente porque queríamos que la mayor parte de los uruguayos tuvieran acceso al papel y conocieran a CONAPROLE, pero también para fomentar el

mercado secundario. Al haber más personas con papeles eso hace más probable que algún porcentaje necesite hacerlo líquido y fomenta al mercado secundario.

Lentitud del sistema judicial y protección de los inversores.

Falta de inversiones de volumen. Empresas con cierto porte son las que van al mercado de capitales, son las grandes las que tienen la estructura, el músculo como para bancar lo que ello implica. Los costos fijos de intermediación y emisión se diluyen emitiendo a mayores plazos y grandes volúmenes. En el Uruguay hay muy pocas empresas grandes, para que hubiera más desarrollo debería haber más consolidación de empresas.

**¿Conoce la figura del fideicomiso financiero? ¿Maneja la posibilidad de financiarse mediante este instrumento? ¿Por qué motivos? ¿Qué ventajas y desventajas considera que proporcionaría dicha figura?**

Si la conozco y la han utilizado aquellos que tienen problemas de crédito, o han querido escapar a la regulación del Banco Central del Uruguay, no quieren brindar información sobre su empresa, etc.

El principal atributo es que separás el financiamiento de tu patrimonio. Además te saca de arriba las exigencias del Banco Central del Uruguay, al no ser la empresa que emite y mantenés tu información privada. Solo presentás los flujos, las cuentas a cobrar que cediste pero no el resto de tu patrimonio. No debés revelar ni tus ventas, ni tus márgenes, ni tu endeudamiento. Presenta información el fiduciario, sobre su portafolio y sobre él.

CONAPROLE no maneja la posibilidad de crear un fideicomiso, ya es emisor, y además, hoy por hoy el mercado no valora más o menos las emisiones si las hace directamente la empresa a que si la empresa crea un fideicomiso para emitir, no estamos en ese grado fino de mercado. No hay un diferencial que justifique crear un fideicomiso. El fideicomiso te alivia las exigencias a cumplir y revelar información de la empresa, pero por otro lado tenés costos de movimientos de fondos, costos legales y otros costos.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que la figura del fideicomiso financiero se encuentre poco desarrollada en el Uruguay?**

Las mismas por las cuales no se desarrolla el Mercado de Capitales.

### **Entrevista Daniel Varese: Gerente General de CITIBANK**

**En su opinión, ¿cuáles son los motivos que llevarían a una compañía a optar por financiarse mediante el mercado de valores? ¿Qué ventajas e inconvenientes podría identificar en cuanto al financiamiento mediante el mercado de valores, en comparación con el financiamiento bancario?**

Las empresas van al mercado de capitales cuando llegan a un grado de madurez institucional corporativo por el que entienden que ir al mercado de capitales tiene una cantidad de ventajas por la diversificación de fuentes de financiamiento que obtienen. No obstante, por lo general la mayoría de las empresas actualmente se financian sólo con el sistema financiero y no van al mercado de capitales. Esto es así porque encuentran que tienen que hacer un montón de trámites, desde el punto de vista formal, contractual, regulatorio. Deben ir al Banco Central del Uruguay, solicitar las aprobaciones, preparar el prospecto, es decir, ofrecer una cantidad de información inicial y después, durante la vida de la obligación, cumplir con las exigencias de la reglamentación. Implica realmente un trabajo profesional bastante importante, y tienen que tener la estructura interna como para poder cumplir. Las empresas deben tener el tamaño suficiente como para ir al mercado, pero aún empresas grandes tienen estructuras en lo que es la parte de administración financiera a veces reducidas, y justamente les cuesta mucho dar ese paso por el trabajo que implica.

Otra de las razones es que a las empresas les cuesta hacer pública su información, o sea, por razones competitivas, de mercado, no ven atractivo estar publicando permanentemente su información financiera; esto es, cómo les está yendo, cuánto vendieron, cuánto están ganando o dejando de ganar. Se requiere de transparencia, que es vital para los inversores para la toma de decisiones adecuadas, pero a los empresarios les cuesta mucho dar ese paso de abrirse al mercado.

Por lo tanto, tiene un costo, no sólo de ponerse a trabajar para hacerlo sino también tiene el costo de hacer pública la información, que todo el mundo la conozca. Entonces para hacer esto se requiere madurez, tamaño y seguridad en sí mismos.

Cuando una empresa va al mercado de capitales está captando ahorro público, que es la gran diferencia de ir a una institución financiera. Una institución financiera es una entidad especializada en otorgar créditos, tiene gente especializada en analizar y evaluar riesgos, tomar las decisiones adecuadas, solicitar las garantías que les parezca, y en base a eso otorgar o no un crédito y definir el momento y las condiciones en las cuales lo va a dar. En cambio, en el caso de una obligación negociable es la empresa la que fija a priori las condiciones, el monto a emitir y lo que está dispuesto a pagar, y luego capta ahorro del público. Cuando digo público me refiero al público en general, una obligación negociable la puede comprar una AFAP, que es lo normal últimamente donde se ha canalizado más que nada en inversores institucionales, pero en teoría también la puede comprar una persona física. Entonces una persona cualquiera no necesariamente tiene la capacidad para evaluar adecuadamente los riesgos de comprar una obligación.

Otra razón es cuando la empresa pueda llegar a tener un problema futuro financiero y que no pueda cumplir con la obligación pactada. Una cosa es negociar con bancos, que son acreedores institucionales, y otra cosa es ir a una Asamblea de obligacionistas a decir que no podemos pagar como estaba pactado y tenemos que pedir una reestructuración, algo mucho más complejo y además las deja expuestas. Cuando la relación es entre banco-empresa es algo privado entre las partes, la empresa reestructura, en fin, acomoda su endeudamiento y si el banco está dispuesto a hacerlo queda ahí. En cambio, cuando es un problema en el mercado de capitales se hace público, lo cual tiene el “costo” de ser transparente.

El crédito bancario tradicional hoy por hoy no es caro en Uruguay, es bastante barato comparado con ir al mercado de capitales. Ir al mercado de capitales tiene los costos de armar estructuras, pagar a la gente para que haga el prospecto, las calificadoras de riesgo, registrar las obligaciones en las bolsas, todo tiene costo, y eventualmente crear un fideicomiso si fuera el caso. Cuando se compara el costo total de una emisión en el mercado y el costo bancario, hoy día el costo bancario es más accesible porque los bancos en general desde hace un tiempo están con mucha liquidez y están ávidos por colocar dinero. Si están ávidos por colocar dinero se pelean entre sí para ver quien baja la tasa, entonces al final del día les sale más barato ir a un banco a financiar un proyecto, que salir al mercado.

La tendencia general es que las empresas tienden a ir a los bancos en primera instancia porque les es más fácil, más directo, y eventualmente más barato. Esto no quiere decir que las empresas no tengan el interés de ir al mercado de capitales para diversificar las fuentes de financiamiento, que es lo fundamental, ir a plazos largos que el mercado de capitales permite.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

Es una ley que trata una cantidad de cosas, aspectos formales entre otras.

En el caso particular de la Bolsa Electrónica, un elemento que preocupaba era que la ley preveía la exclusividad del giro, o sea, las bolsas solo podían ser bolsas, y hoy día la Bolsa de Valores Electrónica maneja tres mercados: el mercado de papeles (obligaciones negociables, letras de tesorería, bonos del tesoro), el mercado de cambios (operativa interbancaria), y el mercado de dinero (donde los bancos se colocan entre sí la liquidez). Si la ley preveía el objeto exclusivo era un problema para B.E.V.S.A. que ya funcionaba así hace 15 años, entonces planteamos eso y la ley se modificó para permitir justamente que las otras actividades que la bolsa llevaba a cabo se pudieran hacer.

Creó una Comisión de Promoción de Mercado de Valores, lo que todavía está por verse. Es una novedad, pero en otros mercados existe. En realidad la ley se aprobó pero todavía está por funcionar. El Gobierno tiene que ver a quien va a designar para formar parte de esta Comisión y reglamentar su funcionamiento. Porque la ley básicamente la crea, pero no dice cómo va a funcionar y cuáles van a ser sus

cometidos más específicos, así que queda bastante por hacer y está en manos del Banco Central del Uruguay básicamente promover la creación de esta comisión.

Esta ley va demasiado al detalle en aspectos demasiados formales, que no sé hasta donde era necesario que la ley incluyera. Pudieron haber sido previstos en alguna reglamentación posterior, porque después cambiar una ley es mucho más complicado que dictar una reglamentación o un decreto.

Creo que es una ley que tiene una serie de cosas positivas, otras demasiado detalladas, y el hecho de que haya una nueva ley todavía no ha tenido cambios en el mercado. Las leyes no crean el mercado, el mercado se genera si hay condiciones, es decir, la ley da el marco para que el mercado funcione.

**¿Cuáles considera que son los principales riesgos y dificultades de acudir al mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial en Uruguay?**

Los riesgos de acudir son la exposición, la información pública, los riesgos en caso de dificultades que hay que ir a una Asamblea de obligacionistas, obtener mayorías especiales, para justamente obtener cambios en las condiciones de pagos, lo que hace que no sea fácil.

En el pasado hubo experiencias sobre este tipo de situaciones, el mercado de capitales en los 90 fue cuando se desarrollo más, y sobre fines de los 90 empezaron a haber algunas empresas con problemas, y después en la crisis del 2002 todavía más. Hubo experiencias bastantes complicadas de las empresas que tuvieron que llamar a las Asambleas de obligacionistas y tratar de conseguir cambios en las condiciones, lo que no es sencillo, no sólo conseguir los quórum, sino también después conseguir que las Asambleas aprueben.

En la medida que aparecieron las AFAP's como principales inversores institucionales, eso puede mejorar porque las AFAP's son instituciones que manejan los ahorros previsionales, pero que también tienen personal idóneo como para analizar adecuadamente una propuesta y tomar decisiones inteligentes, que es distinto a un inversor individual que de repente se encapricha con algo.

Entonces para resumir, los riesgos son los de exposición, de rigidez, que implican eventualmente introducir cambios a las condiciones originales.

**¿Considera que los controles impuestos por el Banco Central del Uruguay sobre el mercado de valores son adecuados? ¿Qué cambios le haría?**

Yo no estoy en condiciones de opinar, esto es más bien para un abogado especialista en lo comercial.

Los controles impuestos por el Banco Central del Uruguay, en líneas generales, están en la dirección correcta, o sea, son apropiados porque tienden justamente a proteger el ahorro público.

Acá lo difícil es encontrar el equilibrio, dar flexibilidad para que el mercado se desarrolle promoviendo que las empresas vayan al mercado de capitales más asiduamente, sin dejar de proteger al ahorrista al que le colocaron el papel que de repente no está protegido, la única protección que tiene es la reglamentación. Es difícil encontrar el punto de equilibrio entre esas dos cosas, pero la realidad es que hoy no hay un número de emisiones importantes. La ley ya está vigente, y por cierto antes de que existiera esta ley ya se podía emitir y la verdad que el mercado era bastante pobre, excepto emisiones muy grandes como la del Aeropuerto, pero después no hubo emisiones grandes. Por eso digo que la búsqueda del equilibrio es lo más difícil. Hoy por hoy, la balanza tendría que estar para tratar de favorecer que las empresas vayan al mercado, por lo tanto, hay que escuchar más a los potenciales emisores, para ver qué opinión tienen. Los que ya están emitiendo te pueden dar su opinión, que es muy válida, pero también hay que escuchar a los que potencialmente podrían emitir y no lo hacen, y cuestionarles por qué no lo hacen.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que el mercado de valores uruguayo se encuentre poco desarrollado?**

Yo creo que las principales razones son básicamente los costos implícitos de ir al mercado de capitales, tanto en costo económico, que tiene salir al mercado, pagar a alguien que haga de agente, hacer el prospecto y pagarlo, calificar la obligación y pagarlo, registrar la obligación y pagarla, recorrer todo el proceso que lleva registrar la obligación negociable en el Banco Central del Uruguay, en las Bolsas, que aprueben todo, etc. Es un proceso de varios meses, complejo y que sólo las empresas que están maduras y tienen claro que quieren diversificar sus fuentes de financiamiento van por este camino, pero no necesariamente porque sea lo más fácil y lo más económico, porque no lo es.

Hoy día las AFAP's creo que son un elemento fundamental que Uruguay antes no tenía. En los 90 no las tenía, las AFAP's nacieron en el 96 pero prácticamente casi no compraron papeles hasta después de esta década, papeles privados me refiero. En los 90 fue donde hubo más emisiones con problemas, varias series y emisiones tuvieron que reestructurarse y algunas nunca se pagaron, lo que generó un mal antecedente y desconfianza en la gente. Después en el 2000 aparecieron más activas las AFAP, que están en mejores condiciones de evaluar los riesgos que asumen y además tienen mucho más dinero. En realidad, hoy se puede colocar bastante dentro de las AFAP's, sin recurrir a más nada. Eso por un lado facilita las cosas porque un emisor puede ir eventualmente y entrevistarse con las AFAP's y ver que perfil o qué tipo de papel les puede interesar y "tantear" antes de tirarse al agua, ver si encuentra interés, de forma de asegurarse la colocación exitosa del papel.

Una vez que las empresas empiezan con un poco de esta gimnasia, es como todo, ya es más fácil volver a hacerlo, ya tienen armadas las estructuras, ya están acostumbradas a dar información, como por ejemplo: Conaprole, Creditel, Pronto, ISUSA, etc. Por eso cuesta que nuevos aparezcan, y al final vemos repetición de los mismos emisores.

**¿Conoce la figura del fideicomiso financiero? ¿Maneja la posibilidad de financiarse mediante este instrumento? ¿Por qué motivos? ¿Qué ventajas y desventajas considera que proporcionaría dicha figura?**

El fideicomiso básicamente lo que tiene es la virtud que tiene en generar un patrimonio de afectación separado de lo que es la empresa. Una empresa con problemas, si tiene que ir a una calificador de riesgo nunca le darían una buena calificación porque está en una mala situación, pero precisa financiamiento a plazo y tiene eventualmente un flujo financiero bueno a futuro, entonces si logra separar ese flujo, y separarlo de sus problemas, ese flujo separado eventualmente puede ser algo realmente atractivo y apetecible para un inversor. Por lo tanto, la virtud que tiene un fideicomiso financiero es la de separar algo, ya sea un activo, un flujo futuro de lo que es una empresa que puede no estar en una buena situación, y de por sí facilitar la obtención de financiamiento.

En los hechos hemos tenido algunos casos, como el CASMU, CUTCSA, que justamente por sí mismos les resultaría muy difícil obtener financiamiento, pero separando lo que es el subsidio del boleto, o los pagos que obtiene el CASMU del Fondo Nacional de Recursos, como es un flujo donde el riesgo pasa a ser Gobierno, se cambia el foco del riesgo de la empresa a el flujo. Eso es lo que genera atracción y por lo tanto torna posible obtener financiamiento que de otra forma sería imposible.

Creo que es un instrumento bueno, complicado de armar, se requieren los agentes fiduciarios, hay costos, pero en la medida que puede ser la única forma de obtener financiamiento, es una buena forma para instrumentar el financiamiento.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que la figura del fideicomiso financiero se encuentre poco desarrollada en el Uruguay?**

En Uruguay como está poco desarrollado el mercado solo se dan estos casos, de situaciones más comprometidas, por lo tanto, buscan este mecanismo para separar el flujo de la empresa y hacerlo viable.

En otros países son mucho más comunes y corrientes, y se separan flujos de ventas de créditos hipotecarios, se securitizan un montón de flujos, de activos, de cuentas a cobrar, de ventas de préstamos automotrices, de créditos por tarjetas, se separa todo, se arma un vehículo y se pone en un fideicomiso y se vende. Todavía acá esas cosas faltan, quizás falta porque también falta materia prima, o sea, el stock de créditos hipotecarios que hay hoy en el país es todavía bajo ya que estuvo suspendido mucho tiempo después de la crisis. Volvió a aparecer hace dos o tres años y todavía el stock es bajo, no da como para armar estas operaciones.

Como para resumir, lo que falta es materia prima, poca historia y pocos casos que requieren esto como condición necesaria para acceder al financiamiento. Las otras empresas están yendo al mercado, las que deciden ir van y lo obtienen, a veces tienen que estructurar algún tipo de garantía y el fideicomiso puede ser la instrumentación idónea de la garantía.

### **Entrevista Ec.Eduardo Barbieri: Gerente General BEVSA**

**En su opinión, ¿cuáles considera que son los motivos que llevarían a una compañía a optar por financiarse mediante el mercado de valores en contraposición al financiamiento mediante crédito bancario tradicional?**

Mirando la realidad actual, el financiamiento de las empresas es más a través de deuda que de acciones y el número de empresas o emprendimientos que acuden al Mercado de Capitales es muy pequeño. Aun más pequeño cuando se toman en cuenta las propuestas de carácter público, por ejemplo UTE.

Los motivos por los cuales una empresa elige como financiarse depende de varios elementos, básicamente el costo de financiarse juega en contra del mercado ya que es bastante más costoso, también está vinculado el tema del tamaño de las empresas en Uruguay, sin perjuicio de que aquellas empresas con suficiente tamaño que requieren un financiamiento importante, van al mercado de valores porque por ejemplo los fondos de pensiones compran solamente a través del mercado de valores, cuando uno mira el destino de las emisiones actuales, casi todas tienen participación de AFAP's.

Otra diferencia con el crédito bancario radica que en operaciones muy importantes, los bancos no están dispuestos a prestar en las condiciones que sí se pueden conseguir en el mercado de valores, hablando tanto de montos como de plazos. El tema tasas no es un diferencial entre las 2 opciones. Para las empresas grandes hay un motivo de diversificación de las fuentes de financiamiento.

El mercado de valores también da presencia, captar parte de los ahorros de los uruguayos no es un tema menor, a veces se utiliza como argumento de venta para determina tipo de empresas. Lo diferente es que de alguna manera es costoso, es largo, no es sencillo, pide una serie de requerimientos que el sistema bancario no lo pide, se financia a largo plazo porque los costos de emitir a cuatro meses piden lo mismo que para emitir a 10 años. Por esto han ido desapareciendo los papeles que existían de corto plazo.

Procesos largos y complejos.

**¿Cuáles considera que son los principales riesgos de acudir al mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial en Uruguay?**

El principal riesgo radica en las dificultades de cumplimiento. La estructuración del mercado de valores hace que sea difícil renegociar. Aparte estás expuesto a sanciones reputacionales que en caso de otro tipo de financiamiento te puedes ahorrar. Por ejemplo la no presentación en tiempo de los balances en el Banco Central del Uruguay trae como consecuencia la suspensión. En el mercado de valores si hay algún problema se debe hacer una asamblea con los tenedores de las obligaciones, con el agente fiduciario. Los fondos de pensiones son también castigados severamente en sus portafolios cuando hay un incumplimiento.

Los riesgos son tan importantes que a la hora de emitir son pocos los emisores que se animan.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que el mercado de valores uruguayo se encuentre poco desarrollado?**

Las causas son múltiples: la economía es muy chica, de tipo familiar, no hay empresas públicas que coticen. El puntapié inicial del mercado de valores en América Latina son las empresas públicas que hacen su apertura a la bolsa, generan las acciones referentes, las acciones grandes, al no tener esto no se ha logrado un desarrollo como en los demás países. No ha habido ingenio a la hora de generar incentivos, pesa la historia del mercado de valores año 1999 a 2001, pesa más en sector público que en el sector privado. Además se ha desarrollado un esquema regulatorio muy complejo, los procesos son muy largos y complejos, y el tiempo es dinero. Esto no tiene que ser así, hay opciones de emisión más sencillas, con incentivos. Actualmente no hay esquemas simplificados. No hay motivo para que esto no pueda ser así. El último default en el mercado de valores fue en el 2004, y esto es una señal de que el mercado de valores no está funcionando, ya que si hay un mercado en funcionamiento siempre hay algún default. Debería repensarse el mercado de valores teniendo en cuenta las necesidades de los inversores y de los emisores. En todas partes del mundo hay regímenes que acá no se han podido impulsar como el de circulación restringida, de títulos son públicos, pero donde no todos pueden participar y los de tramitación abreviada. Estos regímenes que dan diversidad, distintos tipos de productos, no han sido aceptados en el Uruguay. Hoy la mayoría de los productos tienen un colateral del estado, para un mercado financiero no es bueno, se debería repensar el esquema.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

Básicamente los cambios han complejizado los regímenes. Hay cosas que no están claras. Se aumenta mucho la regulación, se aumentan los costos, como pedir que los prospectos de emisión sean protocolizados por escribano. Calificación de riesgo obligatoria para todo tipo de emisiones. Se introdujo un régimen de Comisión de Promoción, no se ha avanzado en este tema, se solicitó que le dieran otro rango. Los incentivos fiscales están mal definidos por lo tanto se deben redefinir, tal vez se incluyan algunas modificaciones en la ley de presupuesto. El mecanismo de incentivo de la Comisión no ha funcionado porque no tiene rango y no tiene autonomía. Con respecto a la transparencia del mercado y gobierno corporativo esto ya estaba en la normativa anterior.

**¿Considera que los controles impuestos por el Banco Central del Uruguay son adecuados? ¿Qué cambios le haría?**

Son excesivos. Debería simplificarse los regímenes, disminuiría los tiempos. Debería haber regímenes especiales más simples para inversores especiales y tratar de diversificar y no unificar una sola norma para todos.

**¿Conoce la figura del fideicomiso financiero? ¿Manejaría la posibilidad de financiarse mediante este instrumento? ¿Por qué motivos? ¿Qué ventajas y desventajas considera que proporcionaría dicha figura?**

Es un instrumento interesante, bien visto.

Entre las ventajas encontramos la generación del patrimonio.

Como desventajas tenemos: costos de la estructura, muy caro. No hay tantos proyectos donde sea compatible un fideicomiso financiero. Es un tema de tamaño. En un instrumento muy bueno que requiere aprendizaje.

El monto de emisión de fideicomisos financieros es significativo en proporción con los demás productos. En primer lugar se desarrolló porque los fondos de pensiones que son los que más participan requieren estructuras de este tipo para invertir, patrimonio aislado. En el caso de fideicomiso no se trata con la empresa sino con un fiduciario profesional. Estos fideicomisos a veces manejan garantías del estado, que salen de las disquisiciones del parlamento, tienen una ley aparte, se les provee fondos, lo que les da más tranquilidad de los inversores, hay un respaldo estatal y los bienes fideicomitados no pueden ser tocados.

En proporción los fideicomisos llegan a representar 2 de cada 3 emisiones. A veces si el negocio es malo, el fideicomiso no te salva, pero si lo que hay es un riesgo implícito el fideicomiso puede ser la solución.

### **Entrevista Cr. Alejandro Bernal: Gerente General CREDITEL**

#### **¿Cuáles son los motivos que llevaron a la compañía a elegir el instrumento fideicomiso financiero?**

Cuando se promovió la ley, era una posibilidad que se abría en el mercado como para mediante este instrumento acceder a una fuente de financiamiento diferente, con mucha potencialidad de poder captar un mercado en pesos. Es un instrumento que a nosotros nos pareció adecuado para la forma y para los activos que nosotros tenemos. Securitizar nuestra cartera de créditos era una alternativa bastante atractiva al principio y con la iniciativa del departamento financiero, se comenzó a evaluar esta alternativa. Trabajamos mucho porque fue la primera experiencia de fideicomiso financiero con oferta pública dentro del sector de créditos al consumo en Uruguay. Fue una experiencia enriquecedora desde el punto de vista de poderlo emitir finalmente, pero el término no fue el mejor porque en el momento en que lo emitimos las tasas estaban bastante altas y la inestabilidad a nivel internacional era muy grande. Entonces tuvimos que tomar la decisión de salir o no, pero dado que ya habíamos invertido mucho tiempo y había mucho interés en el mercado, decidimos lanzarlo en ese momento a pesar de que no era el más oportuno.

Básicamente el objetivo era encontrar una alternativa nueva de financiamiento que esperamos en el largo plazo pueda llevar a una mejora en la eficiencia desde el punto de vista de costos, plazos y diversificación de las fuentes de financiamiento. Nos parece que es un instrumento adecuado para cumplir con esos objetivos.

#### **¿Qué ventajas le proporciona a la compañía dicho instrumento frente al crédito bancario y emisión de obligaciones?**

Quizás el instrumento de fideicomiso no tiene demasiadas ventajas frente a las obligaciones negociables. Probablemente las obligaciones negociables te pueden dar un plazo más extenso que este instrumento.

Frente al crédito bancario, las ventajas no pasan mucho por un tema de costos, sino de poder acceder a un criterio de diversificación de financiación más amplio. En el Uruguay no hay tantos bancos que puedan financiarnos y a su vez, algunos son accionistas de competidores nuestros y eso sea un impedimento para tener un relacionamiento importante.

Una diferencia importante es con respecto a la fuente de repago del crédito; en el fideicomiso es la cartera cedida y en un crédito bancario, la empresa va a tener siempre la responsabilidad de cumplir más allá de que el flujo de fondos de una determinada cartera de créditos repague el crédito. Entonces, es una forma que se puede valorar el crédito en forma independiente de quien esté generando la obligación.

#### **¿Cuáles considera que son las desventajas principales de operar con la figura del fideicomiso financiero en el caso de CREDITEL?**

La principal desventaja es la carga administrativa que tiene y el costo asociado de administración del instrumento. Necesariamente hay que tener un volumen de

cartera muy grande. Tiene muchas ineficiencias en cuanto a costos ocultos, por ejemplo, manutención de cuentas de garantía y cuentas de gastos, son cosas que encarecen mucho al instrumento. Si hacés el flujo de fondos, la tasa que le pagas al inversor termina siendo una proporción muy chica del costo.

No sé si será producto de que fue el primero, pero nos parece que todos los actores y los participantes, como toda cosa nueva, le estuvieron muy encima. Fue bastante pesado desde el punto de vista regulatorio, administrativo, lo cual contribuyó a que resultara costoso. Pero bueno, fue una primera experiencia y esperemos que en el futuro los próximos fideicomisos sean menos costosos y más fáciles de emitir.

**¿Cuáles considera que son los riesgos y dificultades de operar con la figura del fideicomiso financiero?**

En tono general más que particular, pensando en otros tipos de emisores, la dificultad de hacer un fideicomiso financiero y sobre todo de oferta pública, es la necesidad de transparentar los números de tu empresa en el mercado. Nosotros la verdad que somos muy abiertos y no tenemos mayores reparos en que se conozcan nuestros balances, de hecho, son públicos. Pero es una dificultad grande que una empresa esté dispuesta a abrirse al mercado y a dar la información, que desde el punto de vista de competitividad a veces puede afectarle en contra.

Riesgos son los riesgos de salir al mercado. De que tú salgas al mercado y nadie te compre papeles es un riesgo importante. También los riesgos de hacerse público son bastante altos. El principal riesgo para nosotros era que terminara costando caro y, efectivamente, fue así.

**¿Cuál es la experiencia de Creditel con este instrumento? ¿Están conformes con cómo ha ido el instrumento? ¿Recomendarías utilizar esta figura a una compañía que reuniera las condiciones como para hacer un fideicomiso?**

La experiencia fue buena, nos parece que sí tuvo un costo de oportunidad alto por ser la primera y por ser un mal momento como les comentaba antes. Sí la recomendaría en la medida que la compañía tenga claro que no es para cualquiera hacer esto. Me refiero a que tiene que tener una estructura administrativa que soporte exigencias muy grandes desde todo punto de vista. Porque tenés que tener información confiable, un buen sistema de información. Además de los requerimientos de la propia calificadora de riesgos. Tenés estándares administrativos que no son para cualquiera. Tenés que contar con un sistema muy eficiente, porque también si no cumplís con esas cosas, la exposición en el mercado es fuerte. No te podés equivocar y tenés que tener una confiabilidad en la información que se presenta. No sólo las características de una empresa tienen que ser que tenga una cartera de clientes adecuada para securitizar o que sea de gran volumen para que te cubra los costos fijos. Tenés que tener una estructura administrativa que te permita manejarte con seguridad, con responsabilidad con respecto a la información, a pagar bien los flujos etc. En fin, requiere disponer de un back office importante.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que la figura jurídica del fideicomiso financiero se encuentre poco desarrollada en el Uruguay?**

Creo que es un proceso. En la medida que sigan saliendo experiencias exitosas como todo se va a poder desarrollar. Pero bueno, también hay que encontrar empresas que tengan la posibilidad de hacerlo y que éstas le encuentren los beneficios. En la medida que los beneficios no superen los costos de cumplir, no se va a desarrollar en el mercado.

Desde el punto de vista de la demanda creo que está firme, tiene un mercado que va a valorar mucho este tipo de instrumento y me parece que sería muy bueno para el desarrollo del mercado de capitales. El tema es que las empresas no encuentran mayores beneficios en emitir este tipo de vehículo porque realmente los costos asociados además de la tasa que le pagás al inversor son un poco altos todavía. Hay que recorrer un proceso de ir ganando en experiencia y eficiencia.

**¿Conoce la Ley 17.703 de Fideicomisos? ¿Qué opina sobre el marco regulatorio del fideicomiso en el Uruguay?**

Sí, la conozco. Te diría que como todo marco regulatorio nuevo es perfectible, en la medida que te vas encontrando con zonas que no están definidas. Pero como está el Banco Central del Uruguay, te da la posibilidad de ir aclarando zonas grises. El Banco Central del Uruguay ha aportado mucho en cuanto a la dedicación de tiempo, al estar trabajando juntos para que el instrumento se desarrolle. Intentan solucionar puntos que no están del todo claros y sus respuestas son rápidas.

El marco regulatorio me parece que no es un impedimento como para que se desarrolle el vehículo. Los controles son adecuados. Tiene algunas cosas que nos parece que no agregan valor, pero no es cuestión nuestra de opinar si agregan o no valor. Por supuesto que desde el punto de vista del emisor, si se pudieran flexibilizar algunas cosas que están dentro del marco regulatorio, capaz que sería más sencillo emitir más. Pero a nosotros nos parece que no es un tema que afecte el desarrollo del instrumento.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

Si, conozco la nueva ley. Está la ley, pero la reglamentación todavía no, y creo que todavía quedan muchas cosas que pueden tener un impacto bastante significativo en el mercado. En función de la reglamentación se va a jugar gran parte del partido si esta ley va a promover el mercado de capitales en el Uruguay. Me parece que la consideración de varios puntos, como por ejemplo, cómo afecte tributariamente a los inversores es fundamental. Sé que se está trabajando en conjunto, el Ministerio de Economía está recogiendo opiniones al respecto. En la medida que se puedan recoger algunas interpretaciones que los emisores puedan hacer para que esto funcione en el largo plazo, sería bueno que fueran recogidas. En principio la ley incorpora una serie de regulaciones, que no las califico que estén bien o estén mal, pero que son las que son, y definitivamente encarecen una posible incursión en el

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

mercado de valores y la verdad que no se generan incentivos que te permitan compensar ese incremento de costos marginales.

## **Entrevista Cr. Jorge Castiglioni: República AFISA**

### **¿Cuáles son los motivos que llevaron a hacer un fideicomiso?**

El origen fueron unas carteras morosas del BROU, se sacaron del patrimonio del banco y pasaron a ser administradas por la compañía que se fundó: Republica AFISA.

Originalmente no se utilizó el fideicomiso como una alternativa de financiamiento sino como forma de recuperar las carteras morosas. Actualmente los que se hicieron fueron como alternativa de financiamiento de nuevos proyectos o de reestructuración de pasivos.

### **¿Cómo funciona y qué tipo de activos fueron cedidos?**

Por una parte, Créditos morosos. Actualmente hay fideicomisos formados por carteras de créditos y fideicomisos constituidos a partir de flujos de fondos futuros.

Republica AFISA es la fiduciaria. Se realizaron 2 emisiones de deudas en el mercado y hay un beneficiario residual que es normalmente el fideicomitente.

### **¿Qué ventajas proporciona frente a un préstamo y emisiones en el mercado de valores?**

Frente a la emisión de obligaciones negociables la separación del patrimonio fideicomitado contra el cual se emiten los valores, lo que le da una mayor garantía al comprador de esos títulos de que el flujo de fondos fideicomitado se van a destinar primariamente a la cancelación de esa deuda.

El fideicomiso tiene una estructuración financiera en cuanto a plazos y montos que muchas veces los bancos no dan. Esto sale del circuito bancario. Más que ventaja competitiva con los bancos se está planteando un escenario de complementariedad en las opciones de financiamiento.

En cuanto a las desventajas, pueden ser los costos, aunque en la medida de que la oferta pública se hace por licitación de tasas estos se pueden compensar. Tiene una estructura más compleja desde el punto de vista administrativo y tributario que redundan en un costo que por el medio bancario no existe.

### **¿Qué riesgos podría identificar?**

Riesgo de seguridad de los activos fideicomitados o en el flujo de fondos futuros.

### **Experiencia de la compañía con el instrumento**

La experiencia fue muy buena, las expectativas de recuperación de las carteras han sido largamente superadas, y con respecto a los proyectos actuales que se están llevando a cabo, hay una multiplicidad de opciones donde poder colocar la figura del fideicomiso como un instrumento financiero.

**Ley 17.703. ¿Qué opina del marco regulatorio en Uruguay del fideicomiso?**

Es un marco que de a poco va a ir cambiando. Comparado con normativas de otros países fundamentalmente en la parte tributaria hay más beneficios que en Uruguay no están y que es un poco lo que está frenando el desarrollo del fideicomiso. Por ejemplo, en algunos casos hay activos que no están gravados por IP y al pasar a ser parte del patrimonio fiduciario, si lo están.

**¿Qué opina sobre la Nueva ley de Mercado de Valores 18.627?**

Apunta a dar más transparencia y mayor seguridad a los operados.

### **Entrevista Cr. Marcos Bazzi: Gerente Económico Financiero UTE**

UTE incursionó en obligaciones negociables hace más de 10 años. Más recientemente en 2004 UTE realiza el primer fideicomiso financiero, hacía poco había salido la ley, se debía obtener la aprobación del Poder Ejecutivo. El financiamiento fue de 25 millones de dólares con tasas interesantes que tenían un piso y un techo. Hasta el 2011 hay vencimientos de las participaciones del fideicomiso.

Activos fideicomitados. Lo que se traspasó fue un pagare, UTE firma un vale por los 25 millones, recibe la caja y transfiere ese pagare al fideicomiso, este se titulariza y se emiten participaciones que se subastan en la bolsa.

#### **El financiamiento de UTE**

Primero se detecta la necesidad de financiamiento, UTE es particular en sus inversiones, son inversiones muy grandes que generalmente tienen financiamiento asociado específico a través de un banco, un proveedor o un organismo multilateral de crédito. También tiene obras pequeñas (distribución y transmisión de líneas) más difíciles de financiar, las cuales se financian mediante el fideicomiso o por medio de una emisión de obligaciones. En ese momento se contrató un agente financiero que los asesorara en el tema y finalmente decidieron el fideicomiso. Un poco lo que impulsó fue lo nuevo de la figura del fideicomiso. UTE fue el fideicomitente, se contrata el fiduciario por licitación, quien ganó en principio esa licitación fue el Banco Surinvest pero luego por un decreto reglamentario que imponía que las instituciones de intermediación financieras para ser fiduciarios debían tener un departamento especializado encargado, condición que no cumplía, entonces se contrata a un fiduciario profesional Assets Management del Estudio Ferrere. Los beneficiarios son los titulares de las participaciones. Hay una garantía en el contrato que es que parte de la recaudación tercerizada por Abitab, hasta los 25 millones que en caso de incumplimiento de UTE está a la orden de que el fiduciario avise al recaudador que retenga el dinero para hacer frente a las obligaciones. Este fue el primer fideicomiso, la cual fue una buena experiencia.

Más recientemente se armó un fideicomiso para obras de electrificación rural, esto tiene mucho contenido social, es cuestionable la rentabilidad del punto de vista empresarial ya que hay que llevar tendidos de líneas a lugares muy distantes y donde no hay mucha demanda. Es una inversión grande para pocos clientes. Por otro lado esto lleva un mantenimiento como cualquier otra línea, pero a un costo mayor por estar en el medio rural. Pero tiene un retorno social y el gobierno está interesado en que Uruguay tenga el 100% de electrificación. Entonces lo que se hace es repartir los costos de la inversión, se dan los materiales básicos a la gente y esta contrata la empresa instaladora para efectuar la obra. También hay gente que no tiene la capacidad como para contratar y pagar a una empresa por lo menos al contado. Entonces se trató de financiar de alguna manera a la gente que tiene la posibilidad de pagar una cuenta de energía pero no dispone del monto en efectivo para la instalación, se armó una ingeniería financiera con la participación de las empresas que hacen electrificación rural, con los interesados en obtener electrificación, UTE y el Banco República Oriental del Uruguay para poder

conseguir financiamiento para la electrificación y pagarlo mediante cuotas mensuales. Los clientes firman un conforme a la empresa, previamente se evalúa en UTE la obra a realizar, sus costos, etc. Cuando se dan las condiciones se firma el conforme a favor de la empresa instaladora por el valor de la obra a pagar en 60 cuotas a una tasa muy conveniente fija en pesos, ese conforme se pasa al fideicomiso, con este se emiten títulos privados que los compra el Banco República Oriental del Uruguay, de ahí sale la caja para pagar a las empresas instaladoras. UTE si bien es el que da la instrucción el activo que entra al fideicomiso no es de UTE sino de los clientes, entonces lo que pone acá UTE es una garantía, UTE es a su vez el agente recaudador de las cuotas, a medida que va cobrando va volcando el dinero de las cuotas al fideicomiso, con este dinero se va pagando los títulos al Banco República Oriental del Uruguay. Da la posibilidad a personas con pocos recursos de conseguir la electrificación. El fiduciario es Republica AFISA.

La aprobación del fideicomiso en el Banco Central del Uruguay se enlenteció un poco. Se percibe al Banco Central del Uruguay como demasiado burocrático, ya que siendo UTE una entidad con potencial para hacer mercado, no tiene un tratamiento acorde. También se sufrió con las emisiones de obligaciones.

El Banco Central del Uruguay pide muchos requerimientos de información y obligaciones excesivas. Reglamentaciones de primer mundo para el tercer mundo.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

Antes no había un contrato fiduciario, ahora si hay.

Se aumenta la regulación con el fundamento de proteger al inversor, lo cual está bien, pero si el inversor no tiene nada para invertir es inútil.

En el tema impositivo, no hay incentivos, hay cosas que no están muy claras con respecto a las retenciones. Hay algunos aspectos reglamentarios que no ayudan a hacer más fluido el mercado de valores.

UTE tiene un plan de inversiones para el quinquenio 2010-2015 que ya tiene la aprobación del gobierno y del ministerio, de unos 1.500 millones de dólares. Una posibilidad para financiar una buena parte de este proyecto es armar un programa de emisión de ON's anual, complementando con algo de bancos, pero hay que pensarlo dos veces para armar un programa de este tipo, se necesita gente trabajando permanentemente en este tema. Tiene muchos costos ocultos. Es una opción provechosa tener siempre una línea de financiamiento por el mercado, primero porque se diversifica el riesgo, no se trabaja solo con una financiadora, en el mercado de valores hay buenas tasas, la única desventaja son las altas exigencias del Banco Central del Uruguay.

**¿Cuáles considera que son los riesgos y dificultades principales de operar en el Mercado de Valores?**

Principal riesgo es como te perciba el inversor. El inversor institucional conoce a UTE, es el que lee los balances y la calificación, tiene claro cuál es el riesgo. Sabe que es muy difícil que incumpla. Después está el pequeño inversor que no lee los prospectos, pero tiene la percepción que la empresa tiene determinado prestigio en el mercado y es seguro.

**¿Cuáles considera que son las ventajas de operar con la figura del fideicomiso financiero?**

En el caso de este fideicomiso de electrificación rural del que hablábamos fue bueno para poder conseguir financiamiento en pesos. En el caso de las ON's y algún fideicomiso con títulos en pesos pueden ser atractivos para las AFAP's, se calzan los ingresos en pesos con el financiamiento, la banca privada financia básicamente en dólares.

Hay mucha liquidez actualmente lo que favorece a los préstamos bancarios como alternativas interesantes de financiamiento.

El permanente cambio y mejora de las torna más complejo el suministro de información para presentar ante instituciones como el Banco Central del Uruguay.

**¿Qué opina sobre el marco regulatorio del fideicomiso en el Uruguay?**

Para el caso de programas de emisión Falta flexibilizar las exigencias, hacer diferencias por volumen de emisión en cuanto a requisitos y calificaciones. Se puede dar el Fenómeno de selección adversa, cumple con todas las exigencias aquel que no tiene otra posibilidad para financiarse.

Financiarse por mercado de capitales requiere de una estructura interna, un departamento especializado en finanzas. La empresa debe ser de mediano a gran porte.

En cuanto al Fideicomiso el marco regulador también es pesado y desde el punto de vista tributario no tiene ventajas superlativas sobre otros financiamientos o instrumentos.

### **Entrevista Manuel Romero: Chief Financial Officer SAMAN**

**¿Cuáles son los motivos que llevaron a la compañía a optar por financiarse mediante el mercado de valores? ¿Qué ventajas e inconvenientes podría identificar en cuanto al financiamiento mediante el mercado de valores, en comparación con el financiamiento bancario?**

En Uruguay el crédito bancario que ofrecen los bancos comerciales es en general a corto plazo o quizás a mediano plazo y en el mercado de capitales uno puede acceder a plazos muchos más largos. El tema es que no es comparable la oferta de crédito de los bancos con las posibilidades de créditos que hoy hay en el mercado de capitales. Yo creo que en el mercado del futuro, los bancos van a perder participación y el mercado de capitales les ganará cuando se desarrolle bien la herramienta del mercado de capitales la cual todavía no está suficientemente desarrollada.

**¿Cuáles considera que son los principales riesgos y dificultades de acudir al mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial en Uruguay?**

La realidad es que el mercado de capitales en Uruguay ha nacido mal. Cuando se hicieron las primeras operaciones, la mayoría de las empresas que fueron al mercado de capitales terminaron con problemas y eso al fin del día hace que las empresas tengan cierta reticencia. El mercado de capitales se va a desarrollar, la realidad es que es mucho más genuino que el que toma fondos los tome del que los tiene y no de un intermediario. Yo no veo muchos riesgos, lo que ocurre es que hoy día hay una ecuación de costos que no lo favorece. La oferta de dinero de los bancos en función de la coyuntura particular se considera muy barata, mientras que el costo de la emisión hoy es mucho más caro. Quizás no sea la oportunidad para cambiar pero con una visión de largo plazo, el mercado de capitales va a ser una muy buena opción de financiamiento.

Nosotros tenemos crédito bancario y crédito con organismos multilaterales de crédito, que son similares a los que uno podría obtener en el mercado de capitales, me refiero al Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo. Hacemos un ejercicio similar al que sería una emisión en el mercado de capitales, lo hemos estudiado y no lo hemos hecho todavía, lo que no quiere decir que no lo vayamos a hacer. Hoy día Saman es filial de una multinacional brasileña, o sea que la estrategia financiera es una estrategia global y no es local. Hemos optado por hacer una emisión de ON en Brasil, a través de la Casa Matriz por ventajas competitivas en lo que es el mercado brasileño de capitales y no el mercado uruguayo, por volúmenes, no tanto por tasas y por otras razones fiscales. Emitimos 250 millones de reales en el mercado de capitales en la Bolsa de San Pablo.

La realidad es que cuando se desarrolle el mercado de capitales bien va a ser una alternativa muy superior al financiamiento bancario, este va a quedar como una alternativa a corto plazo.

**¿Conoce la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627 promulgada en diciembre de 2009? ¿Está al tanto de los cambios que dicha ley introdujo? ¿Qué opina sobre la regulación del mercado de valores en el Uruguay?**

La conozco, creo que todavía le falta bastante. Si uno compara la legislación uruguaya con la brasileña, en Brasil hay ventajas que generalmente en Uruguay no las hay, deberían ofrecer alternativas de beneficios fiscales a aquellos operadores que vayamos al mercado de capitales, además de las que ya hay.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que el mercado de valores uruguayo se encuentre poco desarrollado?**

Yo creo que una de las principales causas es que cuando nació la primera oportunidad, nació mal, los jugadores que entraron muchos de ellos terminaron en concordatos o quiebras y eso le dio cierta mala fama.

Yo creo, falta un marco más adecuado, hoy lo que está conspirando contra el mercado de capitales son las tasas de los bancos, la coyuntura actual, el exceso de liquidez de los bancos, que ya viene desde hace un año y medio o dos. Eso hace que a las firmas de primera línea les resulte más barato ir al financiamiento bancario que ir al mercado de capitales, es un tema coyuntural que va a cambiar, el mercado de capitales va a desarrollarse en Uruguay.

**¿Conoce la figura del fideicomiso financiero?**

Nosotros lo conocemos, es más, el arroz está vivo en Uruguay por haber hecho el Fondo Arrocerero 1 y el Fondo Arrocerero 2. En el medio de la crisis, cuando la situación de los productores era insostenible, se hizo el Fondo Arrocerero 1 donde básicamente se pusieron 40 millones de dólares, que los compraron las AFAPS, que se repagó con una retención del 5% de las exportaciones de arroz y todos sus subproductos. Eso se reditó en el Fondo Arrocerero 2, fueron figuras que salvaron al sector, la solución era absolutamente necesaria y funcionó a la perfección. Se emitió, los compraron las AFAPS, que cobraron una tasa de interés muy buena, casi 10% y se canceló en su totalidad.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que la figura del fideicomiso financiero se encuentre poco desarrollada en el Uruguay?** El exceso de liquidez en los bancos y las tasas muy baratas a las que accede cualquier empresa que tenga una situación razonablemente ordenada.

### **Entrevista Ec. Álvaro Carella: Gerente de Área de Riesgos Banco Hipotecario del Uruguay**

**Los conceptos vertidos en el cuestionario son de exclusiva responsabilidad del entrevistado y no refleja necesariamente la opinión por su cargo en el Banco Hipotecario del Uruguay.**

**¿Cuáles son los motivos que llevarían a una compañía a financiarse mediante un fideicomiso financiero?**

Primero se plantea la necesidad de financiamiento y luego busca el instrumento más adecuado de acuerdo a sus necesidades. En la función de decisión entran varias variables: la información de qué dispone el tomador de fondos, el tamaño de la operación que pretende realizar, las ofertas disponibles en el mercado y sus costos. En la práctica puede ir desde endeudarse con un banco hasta otras instituciones más flexibles y con muy baja regulación. El fideicomiso financiero no es en general la primera opción, muchas veces surge por descarte, por no estar disponibles o por razones legales o regulatorias otras en las que la toma del pasivo puede ser más flexible y menos estructurada. Es un camino que no es el primero que se explora.

#### **Ventajas y desventajas del fideicomiso**

Desde punto de vista del emisor, la ventaja es que tiene un marco legal relativamente reciente, lo cual garantiza que fue hecho para las condiciones económicas actuales, no como otros instrumentos que pueden estar pensados para otra época. En relación a las demás formas de financiamiento el elemento central es la diferenciación del patrimonio. Las experiencias con otros tipos de instrumentos han sido nefastas con emisiones de acciones y de obligaciones negociables, más allá del problema de regulación y de supervisión. El instrumento obligación negociable no es bueno o malo en sí mismo, sino que era en esos momentos malo desde punto de vista de que no había regulación y el control caía en agentes indirectos como son las firmas de auditoría. Para el mercado se van a traspasar la ventaja del fideicomiso cuando venga una crisis y caiga una empresa fideicomitente pero sin embargo se pueda servir en tiempo y forma alguna obligación estructurada bajo la forma de un fideicomiso financiero. Va a demostrar a los inversores que este es un instrumento distinto a los existentes.

La desventaja, razón por la cual el instrumento está menos desarrollado que en otros países como la Argentina, es el exceso de regulación del Banco Central del Uruguay. En otros países en condiciones económicas similares como la salida de una crisis bancaria, donde no había acceso al crédito bancario, el fideicomiso financiero fue lo que sacó al sector productivo. Le permitió acceder al crédito, incluso a las empresas que financiaban consumo mucho más rápido que en Uruguay. La diferencia es que en Argentina hubo un regulador dispuesto a correr riesgos en aras de que el instrumento se desarrollara, mientras que en Uruguay el regulador se preocupó más por evitar que se le presentaran problemas que por el desarrollo del instrumento. En Uruguay se truncó la curva riesgo-retorno en valores

de bajo riesgo y bajo retorno. El rol de la regulación y supervisión no debería ser truncar la curva sino hacer que el inversor tenga la información adecuada para que pueda internalizar en que parte de la curva está el instrumento que está adquiriendo.

**¿Cuáles son los riesgos y dificultades al momento de operar en el Mercado de Valores Uruguayo?**

Salvo las empresas financieras, en Uruguay las empresas están acostumbradas a tener una regulación muy baja, entonces meterse en el terreno de un agente regulador con los niveles de exigencia del Banco Central del Uruguay es un terreno árido. Hay aversión a desnudar la información de una empresa frente a un organismo regulador como el Banco Central del Uruguay. Riesgos son pocos, lo que hay son dificultades de desarrollo por un regulador excesivamente conservador y por la aversión que tienen las empresas de presentarse frente al regulador que saben que les va a desnudar la información de una manera a la que no están acostumbrados.

**¿Qué cambios le haría al Banco Central del Uruguay en cuanto la regulación del Mercado de Valores?**

El problema no es únicamente el marco regulatorio sino a nivel de la supervisión. Los procesos de autorización que se recorren en el Banco Central del Uruguay tienen un alto componente de incertidumbre para el posible emisor, además son muy lentos y esto genera más aversión que la propia regulación. Alta incertidumbre, costos de estructuración y tiempos difíciles de estimar a priori, no alientan la toma de decisiones.

El regulador, como cualquier otro busca minimizar los riesgos de fraude e insolvencia en las instituciones reguladas, de allí se puede llegar al extremo de que no existan instituciones o instrumentos por los niveles de exigencia establecidos. Lo que falta desde algún otro lado del Estado es que se genere un contrapeso e impulse el mercado de valores. Tal vez la Comisión Nacional para el Desarrollo sería el órgano adecuado.

**¿Cree que los empresarios disponen de suficiente información sobre el fideicomiso?**

La información está en un círculo reducido y muy relacionado al sector financiero y a las grandes empresas. El empresario promedio este es un tema del que no tiene idea.

**¿Cuáles cree que son las principales causas de que la figura del fideicomiso financiero se encuentre poco desarrollada en el Uruguay?**

Las causas creo que son: problema de exceso de regulación y supervisión, alta incertidumbre sobre el proceso de autorización, inexistencia de un ente estatal que lo impulse. Además algunos actores que lo podrían promover, como los corredores de bolsas, son de dudosa reputación para el público en general y quizás para el regulador en particular.

El problema es que la oferta es muy restringida, además los instrumentos que hay son de muy bajo riesgo, las tasas son bajas y por lo tanto, no resultan atractivas para determinado perfil de inversores que busca correr altos riesgos para obtener mayores ganancias. El mercado está racionado, ciertos niveles de riesgo retorno no aparecen o en realidad aparecen pero en el mercado de crédito “informal”.

**¿Qué opina sobre la Nueva Ley de Mercado de Valores 18.627?**

Hoy el problema no es tanto legal, sino de regulación y supervisión, algo totalmente opuesto a lo que ocurría hace 10 años. Los caminos de autorización son muy lentos y tortuosos, poco atractivos frente a opciones más fáciles. Esto es entendible desde la lógica del ente regulador, falta un contrapeso institucional y actores en el mercado impulsando el instrumento.

### **Entrevista Ec. Sofía Laporta: Jefa de Estudios Económicos de República AFAP\***

\* Los conceptos vertidos en el cuestionario son de exclusiva responsabilidad de la entrevistada y no refleja necesariamente la opinión institucional de República AFAP

#### **¿Qué hace una AFAP?**

Una AFAP es una Administradora de Fondos de Ahorro Previsional y su objetivo es administrar los fondos por cuenta y orden de los afiliados de forma de que obtengan una mejor jubilación. Las AFAP son un ejemplo de fideicomiso previo a la Ley 17.703 que los creó en nuestro país. El Fondo de Ahorro Previsional de cada AFAP es un patrimonio de afectación independiente lo que implica que esos fondos están separados del patrimonio del administrador (de la AFAP). Se estructuró de esta forma para darle seguridad a los afiliados de que sus fondos iban a estar cuidados y no sujetos problemas de los administradores. Por ejemplo República AFAP S.A., quien administra el fondo de ahorro previsional de los afiliados a República AFAP. Pero el día de mañana, si República AFAP quiebra, nunca pueden ejecutar el fondo.

En la práctica la operativa es la siguiente: La empresa vuelca los aportes al BPS. El BPS distribuye lo que va a las AFAP y lo que va al BPS, porque es un sistema mixto. Cuando ese dinero llega a la AFAP invertimos el dinero. El dinero es de los afiliados, cada afiliado tiene su cuenta. La AFAP por el servicio que presta le cobra una comisión al afiliado que se cobra por única vez sobre el flujo que entra. Es decir, se cobra sobre la parte que entra, no sobre el stock que genera rentas.

Los art. 123 y 124 de la Ley 16.713 determinan en qué pueden y no pueden invertir las AFAP's, y una cosa muy importante que aclara es que el fondo no puede contraer pasivos. No puede endeudarse contra los activos del fondo para obtener más retorno. Ahora la Ley 18.673 que reforma el art 123. de la Ley 16.713, permite poner en garantía títulos de deuda para hacer operaciones de cobertura. Todavía eso no está reglamentado por el BCU, pero la ley habilita a que se reglamente. Nosotros ya podíamos hacer derivados, lo que cambia por la ley es que ahora tenemos la posibilidad de poner garantías en el marco de esa operativa.

#### **¿Qué invierte la AFAP?**

Lo que se invierte es el dinero que entra por los aportes de los afiliados más el dinero generado por las rentas de inversiones que ya hicimos. El objetivo es invertir a largo plazo, lo cual no quita que se realicen operaciones en el corto plazo para obtener ganancias. El tema es que nuestro mercado de capitales es muy reducido, muy poco líquido. Nosotros (República AFAP) somos muy grandes, tenemos el 56% de los fondos. Somos un monstruo al lado de lo que se opera anualmente en la bolsa. Eso nos complica porque justamente podemos mover el mercado. Si queremos comprar dólares porque creemos que va a subir, tenemos que irlo haciendo de a poquito con cuidado porque sino nosotros mismos afectamos la cotización.

Otro de los mitos urbanos es que las AFAP's no invierten en el sector privado, pero el tema es que no hay cantidad de proyectos suficientes. Nosotros hemos invertido en el 96% de las emisiones que han salido en el mercado con condiciones como para que las AFAP's podamos invertir. Así y todo, nuestro porcentaje de participación en el sector privado es muy bajo en lo que refiere a nuestras carteras, alrededor de un 5% de la cartera. El tema es que somos tan grandes, que por más que invirtiéramos en todo lo que salga al mercado y apoyemos a las empresas del sector privado, el porcentaje que representa sobre el total del fondo es muy bajo. Hay que tener en cuenta además que no todas las emisiones que salen al mercado son atractivas.

**¿Cuáles son las opciones más atractivas al momento de invertir y qué se evalúa a la hora de adquirir un valor?**

Las inversiones atractivas son aquellas que tienen una adecuada relación riesgo retorno, independientemente del producto bajo el cual estén estructuradas. No hay un instrumento mejor que otro per se. Capaz que hay una obligación negociable de una empresa de primera línea con muy bajo riesgo y que es mejor que un fideicomiso financiero. El análisis de los instrumentos se hace en el plano riesgo – retorno. Estoy dispuesto a asumir determinado riesgo por determinado retorno. En nuestro caso, dado que se trata de los ahorros de la gente tenemos que tener muy en cuenta el tema del riesgo.

Nosotros tenemos requisitos muy estrictos para invertir. Además las inversiones deben pasar por un mercado formal, a través de la bolsa (BVM o BEVSA). En el caso particular de títulos de deuda privada, tienen que tener calificación de riesgo, cotizar en un mercado formal, tienen que tener acceso todas las AFAP's y debe ser una oferta pública. Nosotros intentamos que una vez que salen productos, salgan con condiciones como para que nosotros podamos invertir. Por lo general por ser la AFAP líder y por tener el departamento de inversiones más grande, las empresas vienen a nosotros para ver qué condiciones tienen que cumplir para emitir instrumentos que sean atractivos para las AFAP. Cada AFAP puede comprar hasta el 100% de una emisión privada y además existen límites fijados en relación al FAP. Todas las emisiones del mismo emisor no pueden ser más del 3% del fondo de ahorro previsional, y si tiene una calificación de riesgo igual o superior a AA- local ese límite sube a 5%. Todo esto es para no tener concentración en un mismo emisor, para diversificar y minimizar el riesgo de crédito del fondo.

Cuando viene una propuesta, en nuestra área de estudios económicos la analizamos profundamente. Una vez que tomamos una posición sobre la conveniencia o no, la elevamos al Comité de Inversiones, que aprueba o rechaza la inversión y ahí se envía a Directorio en caso de que requiera. Nunca es al revés, no puede pasar que venga un director y diga que quiere invertir en tal cosa. Siempre es con criterios técnicos, no políticos, y el análisis se hace en el plano riesgo retorno.

En cuanto a instrumentos atractivos, el problema grande que tenemos nosotros como AFAP's es que los fondos están muy concentrados, el 85% de los fondos están invertidos en instrumentos públicos, ya sean emitidos por el BCU o por el Gobierno, y a tasa fija. Casi no existen compañías que emitan acciones que coticen

en el mercado. Actualmente solo cotizan las acciones de Gralado S.A. (Terminal Tres Cruces) e Industria Sulfúrica S.A. La teoría dice que las acciones rinden más que los bonos en el largo plazo y no con tanto más riesgo. O sea, la relación riesgo retorno de las acciones para fondos de largo plazo es mejor que la de los bonos. Entonces, tenemos un problema porque este es un fondo de largo plazo y sin embargo, no tenemos acciones en las cuales invertir.

### **¿Cuál es la diferencia entre invertir en una ON y en un fideicomiso financiero?**

La diferencia no viene por el instrumento en sí mismo si no como está estructurada toda la operación. El fideicomiso financiero es un patrimonio de afectación independiente y tiene adentro activos que respaldan las emisiones. Un fideicomiso es bueno, si lo que tiene adentro es bueno. Puede haber una obligación negociable de una empresa muy buena que sea mejor que un fideicomiso financiero, depende del activo que tenga adentro. Además, los fideicomisos y las obligaciones negociables pueden ser complementarios, algunas emisiones de obligaciones negociables tienen asociados fideicomiso bajo la modalidad de fideicomiso de garantía o de administración. Un ejemplo claro de ello es el fideicomiso que se armó para el aeropuerto, Puerta del Sur S.A., o el hipódromo, Hípica Rioplatense Uruguay S.A. Para invertir lo que importa es el activo que me ofrecen y la empresa que lo emita, más allá de la estructura mediante la cual lo emita. Sí creo que para instrumentar garantías, es mejor la figura del fideicomiso. Por ejemplo, nosotros invertimos en New Zealand Farming Systems Uruguay, que tiene tierras en un fideicomiso de garantía. Obviamente prefiero eso ya que me asegura que ante un incumplimiento las tierras son más, son fácilmente realizables y no pueden ser alcanzadas por otros acreedores.

El primer fideicomiso financiero que se hizo fue el de UTE. Lo que tenía adentro el fideicomiso era un vale, un pagaré de UTE y además como garantía el cobro de cesión de cobranzas de ABITAB. Ahí, independientemente que sea un fideicomiso es riesgo UTE, porque si UTE no paga ese vale el fideicomiso no puede pagarnos a nosotros, tú en realidad estás asumiendo el riesgo empresa. Pero si tuvieras la misma estructura con otra empresa no tan confiable, es peor todavía, porque yo puedo ir contra ese vale y nada más, no puedo ir contra el resto del patrimonio de la empresa, como si podría si se tratara de una obligación negociable. Entonces, si tú ponés un vale de una empresa mala, o cualquier activo de mala calidad en un fideicomiso, en realidad no es atractivo. No es el instrumento, es decir no prefiero obligaciones negociables frente a un fideicomiso, prefiero lo que tenga una mejor relación riesgo retorno y una cobertura adecuada.

Hacer un fideicomiso implica muchos costos de estructura, fiduciario, que se justifican solo cuando ello implica una mejora con respecto a prestarle directamente a la empresa o emitir una obligación negociable que también tiene sus costos. Emitir en el mercado tiene sus costos (calificación de riesgo, bolsa, estructuración), pero además, el fiduciario, te cobra todos los años, entonces es una estructura cara, y tampoco sirve para cualquier volumen de emisión.

Nos pareció importante transcribir los artículos 123 y 124 de la Ley 16.713 para ampliar los puntos comentados en la entrevista en cuanto a las inversiones permitidas a las AFAP's y las prohibiciones.

ART. 123.- (Inversiones permitidas).- El Fondo de Ahorro Previsional se invertirá de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y compatibilidad de plazos, de acuerdo con sus finalidades y respetando los límites fijados por la presente ley y las normas reglamentarias.

Las Administradoras podrán invertir los recursos del Fondo de Ahorro Previsional en:

A) Valores emitidos por el Estado uruguayo, hasta el 60% (sesenta por ciento) del total del activo del Fondo de Ahorro Previsional.

B) Valores emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta el 30% (treinta por ciento).

C) Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera que se realicen en las instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, autorizadas a captar depósitos, hasta el 30% (treinta por ciento).

D) Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas, valores o cuotas de fondos de inversión uruguayos. En todos los casos se requerirá que coticen en algún mercado formal y que cuenten con autorización del Banco Central del Uruguay. El máximo de inversión admitido al amparo del presente literal será del 25% (veinticinco por ciento).

E) Valores representativos de inversiones inmobiliarias, industriales, forestales u otros sectores productivos que reúnan condiciones suficientes de retorno y seguridad, y que se encuentren debidamente garantizadas según determine la reglamentación del Banco Central del Uruguay y que estén radicados en el país, hasta el 20% (veinte por ciento).

F) Colocaciones en instituciones públicas o privadas, garantizadas por las mismas, a efectos de que éstas concedan préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social, hasta dos años de plazo y tasa de interés no inferior a la evolución del Índice Medio de Salarios en los últimos doce meses, más cinco puntos porcentuales. El máximo del préstamo en estas condiciones no podrá superar los seis salarios de actividad o pasividad. El importe a prestar no excederá del 15% (quince por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.

G) Operaciones que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del fondo de ahorro previsional con las limitaciones y condiciones que establezca el Banco Central del Uruguay, hasta el 10% (diez por ciento) del activo del fondo de ahorro previsional.

H) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito de los cuales el país sea miembro, en las condiciones que establezca la reglamentación

que a tal efecto dicte el Poder Ejecutivo, por hasta el 15% (quince por ciento) del activo del fondo de ahorro previsional

Las inversiones mencionadas en el literal A) podrán alcanzar hasta el 100% (cien por ciento) en el primer año de vigencia del régimen de ahorro, reduciéndose entre cinco y diez puntos porcentuales por año, hasta llegar al 60% (sesenta por ciento) mencionado.

La suma de las inversiones mencionadas en los literales B), C), D), E y F) no podrá exceder del 20% (veinte por ciento) del valor del Fondo de Ahorro Previsional en el primer año, incrementándose entre cinco y diez puntos porcentuales anuales, hasta un máximo del 70% (setenta por ciento).

La suma de las inversiones mencionadas en los literales D), E) y F) no podrá exceder del 40% (cuarenta por ciento) del valor del Fondo de Ahorro Previsional.

Literal G) y H) incorporado por el artículo 3 de la Ley N° 18.127 del 02.05.07

Literal D) en la redacción dada por el artículo 6 de la Ley N° 17.202 del 08.09.99.

Redacción original dado por la Ley N° 16.713:

D) Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas que coticen en algún mercado formal, con autorización del Banco Central del Uruguay, hasta el 25% (veinticinco por ciento).

Literal B), E) e inciso final en la redacción dada por los artículos 55, 56 y 57 de la Ley N° 17.243 del 29.06.00.

Redacción original:

B) Valores emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay, hasta el 30% (treinta por ciento).

E) Valores representativos de inversiones inmobiliarias, industriales, forestales u otros sectores productivos garantizadas por entidades financieras autorizadas a funcionar en el país, a través de la emisión de certificados de depósito, hasta el 20% (veinte por ciento).

La suma de las inversiones mencionadas en los literales D), E) y F) no podrá exceder del 30% (treinta por ciento) del valor del Fondo de Ahorro Previsional.

ART. 124. - (Prohibiciones)- El Fondo de Ahorro Previsional no podrá ser invertido en los siguientes valores:

A) Valores emitidos por otras Administradoras que se creen de acuerdo con la presente ley.

B) Valores emitidos por empresas aseguradoras.

C) Valores emitidos por sociedades constituidas en el extranjero, con excepción de las empresas de intermediación financiera autorizadas a girar en el país y de los organismos internacionales de crédito de los cuales el país sea miembro.

D) Valores emitidos por las sociedades financieras de inversión.

E) Valores emitidos por empresas vinculadas a la respectiva Administradora, ya sea directamente o por su integración a un conjunto económico.

F) Acciones escriturales, preferidas y de goce, definidas por la Ley N° 16.060, de 4 de setiembre de 1989.

En ningún caso las Administradoras podrán realizar operaciones de caución ni operaciones financieras que requieran constitución de prendas o garantías sobre el activo del Fondo de Ahorro Previsional.

Una vez reglamentadas por el Poder Ejecutivo, las prohibiciones indicadas en el presente artículo serán controladas por el Banco Central del Uruguay.

Literal C) en la redacción por la Ley N° 18.127 de 02.05.07

Redacción original dada por la Ley N° 16.713 del 03.09.1995:

C) Valores emitidos por sociedades constituidas en el extranjero, con excepción de las empresas de intermediación financiera autorizadas a girar en el país.

### **Entrevista Javier Agustín Vigo: Gerente de Campiglia Pilay**

Nosotros elegimos la figura del fideicomiso porque esto hace que los ahorros de las personas estén protegidos por la propiedad fiduciaria, lo cual hace que sea inembargable e incofiscable.

Esto es algo específico nuestro, nosotros acá adecuamos nuestro contrato, que es un contrato de locación de obra en Argentina, que a su vez está protegido por la propiedad horizontal, que lo que hace inembargable e incofiscable los bienes. Acá vendría a ser un fideicomiso de administración de obra, pero no un fideicomiso tradicional inmobiliario.

En el fideicomiso tradicional inmobiliario juntan 48 personas, un par de inversores y deciden construir un edificio. La desventaja es que si algunos no pagan, los demás no quieren solventar el gasto de los que no pagan. La diferencia con nuestro sistema radica en que se hicieron grupos grandes, grupos de 500 personas, donde si se te caen 10 no pasa nada. Otra ventaja frente al fideicomiso inmobiliario tradicional es que en éste generalmente el tiempo de duración es de 24 o 30 meses; durante ese período si existen aumentos de precios lo tenés que hacer repercutir en la cuota. La diferencia es que acá como el tiempo de duración es de 240 meses, te permite estirar el efecto para que no repercuta tanto en las cuotas.

En este caso particular de fideicomiso, el fideicomitente B es el mismo que el inversor, pero podés tener un beneficiario distinto, y en ese caso si el fideicomitente quisiera vender le debería pedir autorización al beneficiario, y firmar la cláusula. Si el fideicomitente cuando hizo el contrato no estableció beneficiario, se presume que este y el beneficiario son los mismos.

Los fideicomitentes A, que son aquellos inversores que pusieron el dinero para que el fideicomiso comience. Su tiempo es limitado, una vez que el fideicomiso llega al punto de equilibrio y empieza a obtener una utilidad, esa utilidad está destinada a devolver a los fideicomitentes A y estos desaparecerían. El contrato establece que se podría buscar otro fideicomitente A para aumentar el ritmo de construcción.

Pilay hace la función de fiduciaria, por un lado administrar todo el dinero proveniente de los fideicomitentes, estos serían todos los inversores que deciden ahorrar, y a su vez, su obligación es contratar una constructora eficiente, que en este caso es Campiglia. Tiene que controlar todos los gastos que Campiglia manda de construcción, los cuales tienen que estar al costo. Pilay tiene la obligación no sólo de administrar los fondos eficientemente, sino también de mantener el fideicomiso vivo, por ejemplo, preocuparse por hacer publicidad.

Dentro de la figura del fideicomiso existen cláusulas, por ejemplo se puede remover a la fiduciaria si está haciendo mal sus funciones, también a la constructora si pasa precios que están fuera del mercado. La realidad es que si alguien hace mal las cosas se va, la fiduciaria obtiene ganancias si es eficiente, si no es eficiente su rentabilidad es nula.

Pilay a su vez está controlado por una auditoría que realiza el estudio Posadas, Posadas & Vecino, quién controla que todos los gastos estén bien hechos. A su vez

Pilay está limitado en lo que puede gastar, todo el dinero está destinado a solventar la obra. La gente confía en Pilay, en la administración, además Posadas, Posadas & Vecino realiza una circularización para corroborar los aportes efectuados por los clientes.

También hay ciertos hechos que fomentan el negocio. Hoy toda persona que quiera comprar una vivienda tiene 2 problemas: el primero son los requisitos bancarios, para pedir un préstamo prácticamente no clasifica nadie, y los que clasifican generalmente consiguen el dinero por otro lado; el segundo es que por más que clasifiques en todo, el banco te presta el 70%, o 80% en algunos casos, pero nunca el 100%.

Nuestro caso particular es una manera segura de ahorrar con una rentabilidad aceptable. Todos los ahorros están respaldados por la propiedad fiduciaria, si Pilay o Campiglia quiebra, los acreedores de la fiduciaria no pueden ir en contra de los ahorros del fideicomitente. El sistema nuestro está pensado en que un 70% es inversor, y un 30% lo busca como vivienda, el inversor está dispuesto a esperar esos 240 meses porque en dicho caso obtiene una rentabilidad del 100% de lo invertido.

Otra cosa importante del fideicomiso es que están limitados los barrios de construcción, nosotros establecimos Tres Cruces, Malvín, Buceo, Pocitos, Parque Rodó y Parque Batlle. Después tenemos barrios como el Centro, Palermo y Barrio Sur, que en principio no vamos a construir ahí, pero están puestos porque según la Intendencia en un futuro van a cambiar. En realidad el radio de construcción debés ampliarlo lo más posible para estar cubierto de los cambios del futuro. Nosotros buscamos que sean fáciles de alquilar y de vender porque para la persona que sale adjudicada también puede tener problemas de pago y tener que vender.

Estimamos a fin de año terminar con 700 contratos, lo cual para un primer año es positivo, hubiese sido sorprendente 1.200 contratos, pero 700 es aceptable. Hoy estamos teniendo 400 contratos activos.

Las dificultades que encontramos es que la mayoría no conoce lo que es un fideicomiso. Existen dos estilos de público, el público joven que está acostumbrado a comprar por Internet, confía mucho en el asesor, lee el contrato pero por ahí cierra en la primera entrevista porque está acostumbrado a otro tipo de compra, donde hay que confiar para que exista una transacción. En cambio, una persona de 40 o 50 años es más desconfiada y consulta todo con un escribano o abogado más en este caso que es una figura jurídica poco habitual.

En Argentina, Pilay S.A 25 años vendiendo este producto el cual esta elaborado bajo la figura de un contrato de locación de obra el cual tiene los mismo beneficios que el fideicomiso, ya que la propiedad horizontal actúa de la misma manera que lo hace la propiedad fiduciaria. Actualmente, tenemos 18 mil clientes incrementando por 550 clientes por mes nuestra cartera. En Montevideo recién estamos construyendo, recién estamos generando confianza. En realidad, nos falta tiempo, nos hace falta que se haga más conocida la figura del fideicomiso por esa razón el día 29 de septiembre vamos a organizar una charla sobre el fideicomiso que la va a

dar el Dr. Pablo Sequeira del estudio Posadas, Posadas y Vecino y el Dr. Javier Vigo Leguizmán, presidente de Pilay en el hotel Punta Trouvielle.

La estrategia del océano azul consiste en crear un mercado diferente, un mercado nuevo donde no exista competencia, a diferencia del océano rojo donde es un mercado altamente competitivo donde las empresas están condenadas a competir por costo, ya que la diferenciación es ínfima. Hace 25 años cuando lanzamos este producto, diseñamos la estrategia del océano azul sin saberlo. Donde la empresa se basó en la matriz (eliminar, reducir, aumentar y crear) para crear un mercado nuevo el cual tiene características del seguro de vida y características de un fideicomiso tradicional al costo.

En cuanto al fideicomiso financiero, conozco proyectos que se han desarrollado en Argentina y puedo contarles los riesgos que presentan. En Argentina hay varios, por ejemplo Megatone, la casa de electrodomésticos hizo varios fideicomisos financieros. Tomaba dinero a un 15% anual, a su vez, vendía electrodomésticos a 12 o 24 cuotas y a la gente le cobraba un 30% con lo cual lo cual ganaba un 15%. Hizo fideicomisos de 150 millones de dólares, la gente está dispuesta a pagar el 30% porque se fija en el valor de la cuota. El problema es que la Argentina vive en crisis por lo cual puedes tener el riesgo que no te paguen pero es bajo en este caso por el corto plazo para recuperar la inversión.

También hay fideicomisos financieros para la gente del campo, el riesgo en la Argentina con el tema de la soja o otros cultivos es que no se cumplan los pagos, los vencimientos están generalmente ligados con el momento de levantamiento de la cosecha y generalmente existe un juego con el valor futuro de la cosecha. A su vez, en la Argentina tenés que sumar el riesgo que generan ciertas políticas gubernamentales como fue el intento de aumento de las retenciones.

En Argentina estuvimos manejando la alternativa de implementar la figura del fideicomiso financiero para juntar dinero, con el fin de adelantar la construcción. El problema que teníamos es que las personas por el riesgo en Argentina, no están dispuestas a esperar a que le devuelvas el capital más de 5 años. No les resulta un fideicomiso atractivo a pesar de que tenés un flujo de fondos que es el gran respaldo para las personas. Generalmente los fideicomisos en Argentina rondan 2 o 3 años porque tenés mucho riesgo.

### **Entrevista Pablo Ballesta: Levadura Uruguaya**

**¿Cuáles fueron los motivos que llevaron a la compañía a optar por financiarse con capital propio? ¿Cuáles considera que son los motivos que llevarían a una compañía a financiarse mediante el mercado de valores?**

En nuestra empresa no requerimos de financiamiento externo, ni del propio grupo. El rubro es de crédito corto, tanto a nivel de cliente como de proveedores. El financiamiento es mediante capital propio porque nuestro apalancamiento financiero lo permite, nos financiamos con el manejo del capital de trabajo y con rentabilidad. Se analiza mucho el manejo de capital de trabajo, se definen objetivos anuales para el indicador. El mismo está compuesto de días en la calle (saldos con

clientes), días de inventarios, días de proveedores. Se hacen reuniones de gestión entre sectores, se sacan reportes, se revisa el indicador mensualmente, trimestralmente y anualmente. También hay mucho control de parte de nuestra Casa Matriz sobre este tema.

Los motivos que pueden llevar a una compañía a requerir financiamiento a través del mercado de valores, es captar ahorro privado a menor costo financiero que el bancario. También captar el financiamiento sin los límites de monto con que cuenta el sistema bancario, ni con las restricciones normativas que tienen.

Una empresa puede disponer de financiamiento a través del mercado de valores, pero para ello debe cumplir con determinados requerimientos legales, un plan de negocios adecuado que lo respalde, además de tener que contar con reputación que le permita dar confiabilidad al inversor, de otra manera será complejo utilizar el instrumento para captar financiamiento. El mercado de valores está muy deteriorado, porque en el país no ha habido buenas experiencias de emisión de obligaciones, casos como Granja Moro, Metzen y Sena, etc. han dispuesto fuertes emisiones y han pasado por crisis importantes que no pudieron superar, teniendo que cerrar y no pudiendo cumplir con los compromisos asumidos con inversores particulares, bancos, instituciones internacionales. Además esas experiencias han causado un gran daño en la confianza del inversor ya que hubo fuertes pérdidas causadas entre otros temas por mal manejo de las administraciones de las empresas, hasta con fraude de sus direcciones. El Banco Central del Uruguay y la bolsa de valores no pudieron plantear mecanismos de control que dieran certeza y tranquilidad a la sociedad en general, al sistema financiero y a este instrumento en particular.

El instrumento de financiamiento existe y con él se podría captar mucho del ahorro privado con buenos dividendos para los inversores y menores costos para quienes lo utilizan para financiarse.

### **¿Qué ventajas podría identificar en cuanto al financiamiento mediante capital propio?**

A nosotros financiarnos con capital propio nos da certeza, y nos ayuda a superarnos. Nos obliga a trabajar fuerte entre sectores, nos obliga a salir del círculo de confort para administrar el stress teniendo como objetivo la mejora continua en nuestra gestión. Trabajando fuerte en la administración del capital de trabajo, logramos independizarnos de las instituciones financieras y sus altos costos, y nos ayuda a tener una posición financiera saludable que nos permite concentrarnos en el crecimiento del negocio.

### **¿Qué opina sobre la emisión de Obligaciones Negociables?**

La emisión de una ON es una opción, si hubiera un poco más de confianza la gente invertiría.

En Uruguay falta experiencia, falta darle más nivel a la bolsa de valores y al sistema financiero.

Una empresa puede disponer de este financiamiento a través del mercado de valores, pero para ello debe cumplir con determinados requerimientos legales, un plan de negocio adecuado que lo respalde, además de tener que contar con reputación que le permita dar confiabilidad al inversor, de otra manera será complejo utilizar el instrumento para captar financiamiento. EL mercado de valores está muy deteriorado, porque en el país no ha habido buenas experiencias de emisión de obligaciones, casos como Granja Moro, Metzen y Sena, etc. han dispuesto fuertes emisiones y han pasado por crisis importantes que no pudieron superar, teniendo que cerrar y no pudiendo cumplir con los compromisos asumidos con inversores particulares, bancos, instituciones internacionales. Además esas experiencias han causado un gran daño en la confianza del inversor ya que hubo fuertes pérdidas causadas entre otros temas por mal manejo de las administraciones de las empresas, hasta con fraude de sus direcciones. El Banco Central del Uruguay y la bolsa de valores no pudieron plantear mecanismos de control que dieran certeza y tranquilidad a la sociedad en general, al sistema financiero y a este instrumento en particular. Hubo omisiones importantes de parte del sistema financiero y del Banco Central del Uruguay que hicieron retroceder el desarrollo del instrumento.

El instrumento de financiamiento existe y con él se podría captar mucho del ahorro privado con buenos dividendos para los inversores y menores costos para quienes lo utilizan para financiarse.

## **ANEXO D - LEYES Y REGLAMENTACION A DESTACAR**

### **NORMAS SOBRE FIDEICOMISO**

#### **LEY N° 17.703 del 27 de octubre de 2003**

### **CAPÍTULO I**

#### **Concepto y principios generales**

**Artículo 1°. (Definición).**- El fideicomiso es el negocio jurídico por medio del cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad u otros derechos reales o personales que son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre o ejerza de conformidad con las instrucciones contenidas en el fideicomiso, en beneficio de una persona (beneficiario), que es designada en el mismo, y la restituya al cumplimiento del plazo o condición al fideicomitente o la transmita al beneficiario.

Podrá haber pluralidad de fideicomitentes y de beneficiarios.

**Artículo 2°. (Constitución).**- El fideicomiso puede ser constituido por acto entre vivos o por testamento.

El fideicomiso por acto entre vivos es un contrato innominado que deberá otorgarse por escrito so pena de nulidad, cualquiera sea el objeto sobre el que recaiga, requiriéndose la escritura pública en los casos en que dicha solemnidad es exigida por la ley. La publicidad frente a terceros se regirá por lo dispuesto en la ley de Registros Públicos.

El fideicomiso por acto entre vivos es título hábil para producir la transferencia de la propiedad o de la titularidad de los derechos reales o personales que constituyen su objeto.

El fideicomiso testamentario podrá constituirse por testamento abierto o cerrado. En el certificado sucesorio se hará constar la constitución de la propiedad fiduciaria, debiendo inscribirse en los casos que así lo disponga la ley de Registros Públicos.

El fideicomiso testamentario confiere al fiduciario derecho personal a reclamar de los herederos la entrega de los bienes y derechos que constituyan su objeto, excepto en caso de recaer sobre una especie cierta. En tal caso, el fiduciario adquiere la propiedad de la misma desde la muerte del causante, conforme a los artículos 937 y 938 del Código Civil. El fiduciario heredero sucede conforme a los principios generales.

**Artículo 3°. (Habilitación de inversiones).**- Cuando el fideicomiso tenga por fin la realización de una obra pública municipal, las Intendencias Municipales podrán constituirlo mediante la cesión de derechos de créditos de tributos departamentales, dándose cuenta a la Junta Departamental.

La Caja Notarial de Jubilaciones y Pensiones, la Caja de Jubilaciones y Pensiones de los Profesionales Universitarios, la Caja de Jubilaciones y Pensiones Bancarias y las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional podrán invertir en fideicomisos, siempre que su objeto refiera a actividades desarrolladas, bienes situados o derechos utilizados económicamente en la República, así como créditos originados en exportaciones realizadas desde el Uruguay.

Las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional podrán instrumentar a través de fideicomisos las inversiones previstas en el literal E) del artículo 123 de la Ley N° 16.713, de 3 de setiembre de 1995, y las que realicen en fideicomisos financieros se considerarán en el literal D) de dicha norma.

**Artículo 4°.** (Estipulaciones del instrumento constitutivo del fideicomiso).- Sin perjuicio de la incorporación de otras estipulaciones, el instrumento de fideicomiso también deberá contener:

- a) La individualización de los bienes objeto del fideicomiso. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
- b) La determinación del procedimiento en que los bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- c) El plazo o condición a que se sujeta la propiedad fiduciaria.
- d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- e) Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si éste cesare.

**Artículo 5°.** (Objeto).- El fideicomiso por acto entre vivos puede ser constituido sobre bienes o derechos de cualquier naturaleza presentes o futuros, incluyéndose las universalidades de bienes.

El fideicomiso testamentario podrá recaer sobre toda la herencia o una cuota parte de la misma, o sobre bienes, derechos, universalidades de bienes, y demás relaciones jurídicas activas que compongan el patrimonio sucesorio.

**Artículo 6°.** (Propiedad Fiduciaria).- Los bienes y derechos fideicomitados constituyen un patrimonio de afectación, separado e independiente de los patrimonios del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario.

El conjunto de bienes y derechos fideicomitados deberá individualizarse en el instrumento que los determine. El mismo deberá ser inscripto en la Dirección General de Registros del Ministerio de Educación y Cultura.

El Poder Ejecutivo, con el asesoramiento de la Dirección General de Registros del Ministerio de Educación y Cultura, determinará las regulaciones que organicen la inscripción y demás condiciones registrales de los fideicomisos, dando cumplimiento a la Ley N° 16.871, de 28 de setiembre de 1997, y sus modificativas y concordantes.

Si el fiduciario fuera una persona casada bajo el régimen legal de sociedad conyugal, los bienes y derechos fideicomitados, no ingresarán a la masa de gananciales, rigiéndose a todos los efectos por las normas que regulan los bienes propios. La retribución que el fiduciario casado perciba por su actividad se rige por los principios generales.

**Artículo 7°. (Derecho de Persecución de los Acreedores).**- Los bienes fideicomitados quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario.

Los acreedores del beneficiario no podrán perseguir los bienes fideicomitados 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 fideicomitados, pudiendo ejercer tan solo las acciones por fraude previstas por la ley. A los efectos del ejercicio de la acción pauliana, a los acreedores les bastará con acreditar el fraude del fideicomitente, salvo en casos en los que deba excluirse el ánimo de liberalidad directo o indirecto del fideicomitente.

Si el fideicomiso testamentario diera origen a una sucesión a título particular, el fiduciario responderá frente a los acreedores hereditarios sólo con los bienes fideicomitados, en los casos y en la forma en que responden los legatarios (artículos 1175 y 1178 del Código Civil). No obstante ello, si los herederos comunicaran personalmente en forma fehaciente o por vía judicial al acreedor hereditario su intención de cumplir el fideicomiso testamentario, y éstos no se opusieran al cumplimiento dentro de los diez días inmediatos siguientes, hasta tanto no se le pague o garantice su crédito, perderán su acción contra los bienes fideicomitados.

Si el fideicomiso testamentario diera origen a una sucesión a título universal, el fiduciario responderá con el patrimonio fideicomitado. En todos los casos tendrá la carga de realizar un inventario solemne y completo del patrimonio o cuota patrimonial fideicomitado, citando a los acreedores hereditarios.

Decláranse aplicables a la propiedad fiduciaria las disposiciones contenidas en los artículos 189, 190 y 191 de la Ley N° 16.060, de 4 de setiembre de 1989, en lo pertinente.

El ejercicio de las acciones previstas en los incisos tercero y sexto del presente artículo no podrá afectar los derechos de los titulares adquirentes de buena fe de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con bienes que integren el fideicomiso, o de títulos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente, siempre que cualesquiera de dichos valores sean o hayan sido objeto de oferta pública en los términos previstos en el artículo 28 de la presente ley.

**Artículo 8°. (Alcance de la responsabilidad).**- Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán

satisfechas con los bienes fideicomitados. La insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de quiebra, concurso o liquidación judicial. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fideicomitente o el beneficiario según disposiciones contractuales, procederá su liquidación privada, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra.

Si se tratase de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas de los artículos 31 y 32 de la presente ley. En los casos de conflicto entre las partes y si se tratase de fideicomiso financiero se recurrirá al proceso arbitral previsto en los artículos 472 y siguientes del Código General del Proceso y si se tratase de fideicomiso no financiero, se podrá recurrir al proceso arbitral citado o a la vía judicial, siguiéndose el trámite del proceso extraordinario previsto en los artículos 346 y 347 del Código General del Proceso.

**Artículo 9º. (Prohibiciones).**- Quedan prohibidos, siendo absolutamente nulos:

- a) Los fideicomisos testamentarios en los que se designen diversos beneficiarios en forma sucesiva, procediendo la sustitución a la muerte del beneficiario anterior.
- b) El fideicomiso en el cual se designe beneficiario al fiduciario salvo en los casos de fideicomiso en garantía constituidos a favor de una entidad de intermediación financiera.

**Artículo 10º.**- Los fideicomisos testamentarios no afectarán el carácter intangible de la legítima (artículo 894 del Código Civil), ni perjudicarán el derecho de los restantes asignatarios forzosos.

Si se vulnerara el derecho de los legitimarios, del porcionero, o del beneficiario de los derechos reales de habitación y de uso, el asignatario forzoso cuyo derecho fuera lesionado podrá ejercer la acción de reforma de testamento conforme a los artículos 1006 y siguientes del Código Civil.

El heredero forzoso que fuera beneficiario de un fideicomiso por acto entre vivos deberá colacionar el valor de los bienes que le hayan sido transmitidos por fideicomiso, excepto en caso de haber sido dispensado de colación (artículos 1100 y siguientes del Código Civil). Respecto de los frutos rige el artículo 1111 del Código Civil.

## **CAPÍTULO II**

### **Del fiduciario**

**Artículo 11º. (Requisitos del Fiduciario).**- Podrá ser fiduciario cualquier persona física o jurídica. La persona física deberá tener la capacidad legal exigida para ejercer el comercio.

Sin perjuicio de los requisitos establecidos para los fiduciarios de los fideicomisos financieros en el Capítulo IV de la presente ley, las entidades de intermediación

financiera y los fiduciarios profesionales sólo podrán actuar como fiduciarios en forma habitual y profesional.

**Artículo 12°. (Registro Público de Fiduciarios).**- Créase en el Banco Central del Uruguay un registro público de fiduciarios profesionales, personas físicas o jurídicas. La información registrada en él será de libre acceso para cualquier interesado. El funcionamiento del Registro y los mecanismos a través de los que los fiduciarios darán cumplimiento a las obligaciones dispuestas por este artículo serán dispuestos por la reglamentación. En los casos en que el fiduciario no sea una persona física, los socios o accionistas, administradores o directores deberán determinarse precisamente. Tratándose de sociedades anónimas, éstas deberán emitir acciones nominativas o escriturales. En todos los casos se inscribirá la responsabilidad patrimonial de los fiduciarios, sus socios o accionistas, administradores y directores. Los fiduciarios inscriptos deberán actualizar la información proporcionada al registro con la periodicidad que establezca la reglamentación, así como inmediatamente de producida cualquier modificación en la información registrada. Los fiduciarios inscriptos serán responsables de la información original y las actualizaciones proporcionadas.

El incumplimiento de las obligaciones de registración y de información establecidas en este artículo será sancionado conforme a lo dispuesto por los artículos 20 a 24 del Decreto-Ley N° 15.322, de 17 de setiembre de 1982.

**Artículo 13°. (Actuación sucesiva).**- En caso que el fideicomitente designe varios fiduciarios para que sucesivamente desempeñen el fideicomiso, deberá establecer el orden y las condiciones en que hayan de sustituirse.

**Artículo 14°. (Sustitución).**- En el instrumento de fideicomiso, el fideicomitente podrá designar uno o más sustitutos para que reemplacen al fiduciario que no acepte o cese en sus funciones. Podrá también reservarse el fideicomitente, en dicho negocio, esta facultad de sustitución para ser ejercida en cualquier momento.

**Artículo 15°. (Acciones).**- El fiduciario está obligado a ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos, tanto contra terceros como contra el beneficiario.

El Juez podrá autorizar al fideicomitente o al beneficiario a ejercer acciones en sustitución del fiduciario, cuando éste no lo hiciera en violación de sus obligaciones.

**Artículo 16°. (Responsabilidad interna).**- El fiduciario deberá desarrollar sus cometidos y cumplir las obligaciones impuestas por la ley y el negocio de fideicomiso, con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

Si faltare a sus obligaciones será responsable frente al fideicomitente y al beneficiario, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión.

En ningún caso podrá exonerarse de responsabilidad al fiduciario por los daños provocados por su dolo o culpa grave, así como por aquellos causados por el de sus dependientes.

**Artículo 17°. (Relación externa).**- El fideicomiso que haya sido inscripto en el Registro Público correspondiente, de conformidad a lo previsto en los artículos 2° y 6° de la presente ley, será oponible a terceros conforme a los principios generales. En consecuencia, los actos y contratos celebrados por el fiduciario en infracción de las restricciones dispuestas o excediendo sus facultades, serán inoponibles en perjuicio del fideicomitente y del beneficiario.

Tratándose de fideicomisos no inscriptos, las restricciones a las facultades del fiduciario no serán oponibles a terceros, salvo que los actos realizados por éste sean notoriamente extraños a la finalidad del fideicomiso o que el tercero tenga conocimiento de la infracción.

Cuando el fiduciario celebre un acto que es inoponible al fideicomitente o al beneficiario en su caso, el interesado podrá solicitar ante el Juez competente la revocación del acto.

**Artículo 18°. (Rendición de Cuentas).**- En el negocio de fideicomiso no se podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas, la que podrá ser solicitada por el fideicomitente o el beneficiario, con las formalidades que se establezcan en el instrumento de fideicomiso y en la reglamentación respectiva.

En todos los casos el fiduciario deberá rendir cuentas al beneficiario con una periodicidad no mayor a un año, sin perjuicio de lo dispuesto en el fideicomiso.

Si no se objetaren las cuentas en el plazo establecido en el instrumento de fideicomiso y, a falta de ello, dentro del plazo de noventa días desde la notificación fehaciente, las cuentas se tendrán como tácitamente aprobadas, salvo que se hubiera incurrido en falsedad u ocultamiento doloso.

Aprobadas las cuentas en forma expresa o tácita, el fiduciario quedará libre de toda responsabilidad, frente a los beneficiarios presentes o futuros y a todos los demás ante los que se hubieran rendido cuentas, por todos los actos ocurridos durante el período de la cuenta y el instrumento de fideicomiso.

**Artículo 19°. (Obligaciones del fiduciario).**- Además de las previstas en el negocio constitutivo y en los artículos precedentes, son obligaciones del fiduciario:

- a) Mantener un inventario y una contabilidad separada de los bienes, derechos y obligaciones que integran el patrimonio fiduciario. En caso que sea fiduciario en varios negocios de fideicomiso, deberá llevar contabilidad separada de cada uno de ellos. En todos los casos la contabilidad deberá estar basada en normas adecuadas.
- b) Transferir los bienes del patrimonio fiduciario al fideicomitente o al beneficiario al concluir el fideicomiso o al fiduciario subrogante en caso de sustitución o cese.
- c) Guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información que se relacione con el fideicomiso.

**Artículo 20°. (Prohibiciones del fiduciario).**- Estará prohibido al fiduciario:

- a) Afianzar, avalar o garantizar de algún modo al fideicomitente o al beneficiario el resultado del fideicomiso o las operaciones, actos y contratos que realice con los bienes fideicomitidos.
- b) Realizar operaciones, actos o contratos con los bienes fideicomitidos, en beneficio propio, de sus directores o personal superior, de sus parientes directos o de las personas jurídicas donde éstos tengan una posición de dirección o control.
- c) Realizar cualquier otro acto o negocio jurídico con los bienes fideicomitidos respecto del cual tenga un interés" propio, salvo autorización conjunta y expresa del fideicomitente y del beneficiario.

**Artículo 21°. (Derechos del fiduciario).**- Salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos incurridos en beneficio del patrimonio que integra su dominio fiduciario y a una remuneración. Si ésta no hubiere sido fijada en el contrato, la fijará el Juez teniendo en consideración la naturaleza del fideicomiso encomendado y la importancia del patrimonio fiduciario.

**Artículo 22°. (Cese del fiduciario).**- El fiduciario cesará en el ejercicio de su cargo en los siguientes casos:

- a) Por muerte o incapacidad judicialmente declarada, así como por la pérdida de alguna de las condiciones exigidas para el ejercicio del comercio. En estos casos, la propiedad fiduciaria se transmitirá de pleno derecho de acuerdo con lo estipulado en el instrumento de constitución del fideicomiso.
- b) Por disolución, quiebra, concurso o liquidación judicial.
- c) Por remoción por el fideicomitente, cuando éste se hubiera reservado dicha facultad en el negocio constitutivo.
- d) Por remoción judicial, a instancia del fideicomitente o del beneficiario, en caso de incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley o por el negocio constitutivo. También procederá la remoción judicial, por las mismas causales, a instancia de los acreedores que representen más del 50% (cincuenta por ciento) de los créditos.
- e) Por renuncia, cuando sea autorizada en el negocio constitutivo y por las causas en éste establecidas. Cuando el negocio constitutivo nada establezca, sólo podrá renunciar en caso de negativa del beneficiario a recibir las prestaciones o en caso de insuficiencia del producto del fideicomiso para el pago de su remuneración y siempre que el fideicomitente o el beneficiario se nieguen a pagarla. La renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto.
- f) Por la cancelación de la inscripción en el registro dispuesta por el Banco Central del Uruguay, de acuerdo con lo previsto por el artículo 12 de la presente ley.

Producida una causa de cesación de las enunciadas en esta disposición se procederá conforme lo establece el artículo 14 de la presente ley.

## CAPÍTULO III

### Del beneficiario

**Artículo 23°. (Beneficiario).**- El acto constitutivo del fideicomiso, deberá designar al beneficiario quien podrá ser una persona física o jurídica.

En caso de fideicomiso testamentario rigen los principios del Código Civil (artículos 1038, 835, 841).

El beneficiario puede ser una persona futura que no exista al tiempo del otorgamiento del fideicomiso contractual, en cuyo caso deberá establecerse con precisión las características que permitan su identificación futura. El fideicomiso contractual quedará en tal caso, sujeto a la condición suspensiva de existencia de la persona beneficiaria y quedará sin efecto de no verificarse la misma dentro del plazo del año a partir del otorgamiento.

**Artículo 24°. (Designación conjunta o sucesiva).**- Se podrá designar dos o más beneficiarios que gocen de sus derechos en forma conjunta o sucesiva, sin perjuicio de lo dispuesto en el literal a) del artículo 9° de la presente ley. En caso de designación conjunta, salvo disposición en contrario, se repartirán los beneficios obtenidos por partes iguales.

Para el caso que alguno de los beneficiarios designados en forma conjunta no acepte, no llegue a existir o no pueda ser determinado, los beneficios que éstos debieran percibir se repartirán por partes iguales entre los demás beneficiarios, salvo que otra cosa se dijere en el instrumento de fideicomiso.

Pueden también designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación.

## CAPÍTULO IV

### Fideicomiso financiero

**Artículo 25°. (Concepto).**- El fideicomiso financiero es aquel negocio de fideicomiso cuyos beneficiarios sean titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente. Los certificados de participación y títulos de deuda se registrarán por el Decreto-Ley N° 14.701, de 12 de setiembre de 1977, en lo pertinente.

El fideicomiso financiero podrá constituirse por acto unilateral, en el cual coincidan las personas del fideicomitente y del fiduciario, cuando se solicite autorización para ofrecer públicamente (artículo 28 de la presente ley) los certificados de participación, los títulos representativos de deudas o los títulos mixtos a los que refiere el inciso precedente.

**Artículo 26°. (Fiduciarios).**- Solamente podrán ser fiduciarios en un fideicomiso financiero las entidades de intermediación financiera o las sociedades administradoras de

fondos de inversión. De acuerdo con los fideicomisos de que se trate y las modalidades de sociedades fiduciarias, la reglamentación podrá autorizar a estas últimas a actuar como fiduciarios en fideicomisos financieros. A los efectos de la presente disposición, no regirá la limitación del objeto de las sociedades administradoras de fondos de inversión dispuesta por la Ley N° 16.774, de 27 de setiembre de 1996. Las instituciones de intermediación financiera regidas por el Decreto-Ley N° 15.322, de 17 de setiembre de 1982, y sus modificativas, el Banco de la República Oriental del Uruguay y el Banco Hipotecario del Uruguay, podrán constituir o integrar, como accionistas, sociedades fiduciarias de acuerdo con el régimen de la presente ley.

**Artículo 27°. (Títulos valores).**- Los certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores.

**Artículo 28°. (Oferta pública).**- La oferta pública de los certificados de participación, de los títulos de deuda y de los títulos mixtos a los que refiere el artículo precedente se regirá por las disposiciones de la Ley N° 16.749, de 30 de mayo de 1996.

**Artículo 29°. (Regulación y sanciones).**- La reglamentación podrá dictar normas a las que deberán sujetarse el fideicomiso y los fiduciarios financieros. También podrá requerir el establecimiento de garantías respecto de determinados fideicomisos financieros.

El Banco Central del Uruguay tendrá respecto de los fiduciarios financieros las facultades que le confiere el Decreto-Ley N° 15.322, de 17 de setiembre de 1982, y sus modificativas.

En los casos en que se constaten transgresiones a la presente ley por parte de los fiduciarios financieros serán de aplicación, en lo pertinente, los artículos 20 a 24 del Decreto-Ley N° 15.322, de 17 de setiembre de 1982, y sus modificativas.

**Artículo 30°. (Transferencia de créditos).**- En la transferencia de créditos que se integren a un fideicomiso financiero, será de aplicación, en lo que corresponda, lo dispuesto por los artículos 33 y 34 de la Ley N° 16.774, de 27 de setiembre de 1996, con la redacción dada por la Ley N° 17.202, de 24 de setiembre de 1999.

**Artículo 31°. (Insuficiencia patrimonial).**- 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.

La convocatoria de la asamblea de tenedores de títulos de deuda, se regirá por las normas de la Ley N° 16.060, de 4 de setiembre de 1989, en cuanto a la convocatoria de asambleas de sociedades anónimas, en lo pertinente.

**Artículo 32°. (Facultades de la Asamblea).**- 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 extinción 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.

Las asambleas de tenedores de títulos de deuda se regirán por las disposiciones de la Ley N° 16.060, de 4 de setiembre de 1989, en materia de asambleas de accionistas, en lo pertinente.

## **CAPÍTULO V**

### **De la extinción del fideicomiso**

**Artículo 33°.** (Causas de extinción).- Serán causas de extinción del fideicomiso:

- a) El cumplimiento total de sus fines o la imposibilidad absoluta de cumplirlos.
- b) El cumplimiento del plazo o condición resolutoria a que se hubiese sometido. En caso de no haberse dispuesto plazo alguno, el máximo legal será de treinta años. Toda condición resolutoria de que penda la restitución de los bienes fideicomitidos que tarde más de treinta años en cumplirse, se tendrá por verificada llegado dicho plazo.
- c) El acuerdo entre fideicomitente y beneficiario, sin perjuicio de los derechos del fiduciario.
- d) La cesación en el pago de sus obligaciones, salvo el caso del fideicomiso financiero.
- e) La revocación del fideicomitente si se hubiere reservado expresamente esa facultad en el negocio de fideicomiso.

f) Por resolución de la asamblea de tenedores de títulos de deuda, adoptada en los términos y condiciones establecidas en el artículo 32 de la presente ley.

g) Por muerte o incapacidad judicialmente declarada del fiduciario, salvo que en el instrumento de constitución del fideicomiso se haya designado fiduciario sustituto.

h) Por cualquier otra causa establecida expresamente en el instrumento de fideicomiso.

Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomitente o a sus sucesores, salvo que otra cosa se hubiera establecido en el negocio constitutivo. En el caso de cese del fiduciario y si no se hubiere designado sustituto, dicha entrega operará de pleno derecho. Queda excluida de esta situación el caso de terminación del fideicomiso por cesación de pagos.

En ningún caso el fiduciario podrá adjudicarse, en forma definitiva, los bienes recibidos en fideicomiso.

**Artículo 34°.** (Derogación).- Se deroga el artículo 865 del Código Civil.

**Artículo 35°.**- Sustitúyese el artículo 866 del Código Civil, que quedará redactado en los siguientes términos:

"866.- Serán nulas en la sustitución fideicomisaria las cláusulas que dispongan:

1°. Declarar inalienable todo o parte de la herencia.

2°. Llamar a un tercero al todo o parte de los que reste de la herencia al morir el heredero.

3°. La que, sin cumplir los requisitos previstos por la ley de fideicomiso, tenga por objeto dejar a uno el todo o parte de los bienes hereditarios, para que los aplique o invierta según las instrucciones que le hubiere comunicado el testador (artículo 783)".

## CAPÍTULO VI

### Disposiciones tributarias

**Artículo 36°.** (Sujeto Pasivo).- El fideicomiso será contribuyente de todos los tributos que gravan a las sociedades personales, en tanto se verifiquen a su respecto los restantes aspectos del hecho generador de los respectivos tributos.

El fideicomiso tendrá asimismo la calidad de responsable en iguales condiciones que las sociedades personales, siempre que se cumplan las hipótesis que dan origen a dicha responsabilidad.

**Artículo 37°.** (Igualdad de tratamiento).- Los fideicomisos del exterior, que no actúen en el país mediante sucursal, agencia o establecimiento, tendrán el mismo tratamiento tributario que el aplicable a los fideicomisos locales.

**Artículo 38°. (Remuneración de los fiduciarios).**- Los ingresos que obtengan los fiduciarios como remuneración de su actividad tendrán el mismo tratamiento tributario que el asignado a las sociedades administradoras de fondos de inversión.

**Artículo 39°. (Fideicomisos financieros).**- A los efectos de fomentar el crédito destinado a la inversión, otórgase a los fideicomisos financieros cuyos certificados de participación en el dominio fiduciario, de deuda o títulos mixtos, se emitan mediante oferta pública, los siguientes beneficios:

a) Exoneración del Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales a la parte enajenante y a la parte adquirente, por las transmisiones de bienes realizadas en cumplimiento del fideicomiso.

b) Exoneración de los Impuestos al Valor Agregado, de Contribución al Financiamiento de la Seguridad Social y Específico Interno, a las enajenaciones de bienes y derechos realizadas en virtud del referido cumplimiento.

El Poder Ejecutivo establecerá la forma en que habrá de hacerse efectiva la oferta pública a efectos de gozar de la exoneración y de lo dispuesto en el artículo 41 de la presente ley.

**Artículo 40°. (Fideicomisos financieros).**- Los fideicomisos financieros cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito cuya titularidad sea transferida al fideicomiso, tendrán el tratamiento tributario establecido para los fondos de inversión cerrados de crédito.

El Poder Ejecutivo podrá fijar tasas diferenciales del Impuesto a los Activos de las Empresas Bancarias en relación a aquellos créditos que no hubieran estado gravados por dicho impuesto antes de su cesión al fideicomiso.

**Artículo 41°. (Certificados de participación y títulos de deuda).**- Los certificados de participación y títulos de deuda emitidos mediante oferta pública, tendrán a efectos fiscales el mismo tratamiento respectivamente que las acciones que cotizan en Bolsa y que las obligaciones emitidas mediante suscripción pública y cotización bursátil.

**Artículo 42°. (Fideicomisos de garantía).**- Exonérase del Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales a las transmisiones de bienes gravadas realizadas en cumplimiento de un fideicomiso de garantía.

Dicha exoneración se aplicará a la parte enajenante y a la parte adquirente, tanto en la transmisión original de los bienes al fideicomiso, como en la transmisión posterior al fiduciante.

**Artículo 43°. (Exoneraciones a los fideicomisos en general).**- No será aplicable a los fideicomisos el Impuesto de Control a que refiere el Título 16 del Texto Ordenado 1996, ni el Impuesto a las Rentas de la Industria y Comercio correspondiente al hecho generador a que refiere el literal D) del artículo 2° del Título 4 del Texto Ordenado 1996.

Facúltase al Poder Ejecutivo a:

- a) Otorgar a los fideicomisos que no cumplan con la condición de oferta pública a que refiere el artículo 39 de la presente ley, los beneficios fiscales establecidos en los literales a) y b) de dicho artículo. Esta facultad será otorgada en relación a actividades productivas por sectores específicos.
- b) Exonerar de tributos a los fideicomisos cuyos beneficiarios sean los Fondos de Ahorro Previsional, la Caja Notarial de Jubilaciones y Pensiones, la Caja de Jubilaciones y Pensiones de Profesionales Universitarios y la Caja de Jubilaciones y Pensiones Bancarias. En este caso se requerirá que los títulos de participación en el dominio fiduciario, de deuda o mixtos, sean nominativos y la exoneración se aplicará durante el período en que el fondo de ahorro previsional o las Cajas antes dichas sean titulares de los mismos y en la proporción que guarden con el monto total de títulos emitidos, de acuerdo con lo que establezca la reglamentación.
- c) Exonerar de tributos en iguales condiciones que las establecidas en el literal anterior a los fideicomisos cuyos beneficiarios sean entidades aseguradoras, siempre que los títulos nominativos de participación en el dominio fiduciario, de deuda o mixtos, integren los activos respaldantes de las obligaciones previsionales a que refieren los artículos 54 y siguientes de la Ley N° 16.713, de 3 de setiembre de 1995.

**Artículo 44°.** (Responsabilidad tributaria).- El fiduciario responderá por las obligaciones tributarias del fideicomiso, en los términos del artículo 21 del Código Tributario.

**Artículo 45°.**- Se declara que las citas a las disposiciones del Texto Ordenado 1996 se refieren a las normas legales que le dan origen.

**Artículo 46°.**- La presente ley entrará en vigencia a los treinta días de su promulgación. En el mismo plazo el Poder Ejecutivo procederá a reglamentarla.

**Ley N° 18.627**

**MERCADO DE VALORES**

**NORMAS PARA SU REGULACIÓN**

**El Senado y la Cámara de Representantes de la República Oriental del Uruguay,  
reunidos en Asamblea General,**

**DECRETAN:**

---

Artículo 1°. (Ámbito de aplicación).- El mercado de valores, todos los agentes que en él participan, las bolsas de valores y demás mercados de negociación de valores de oferta pública, los valores y los emisores de valores de oferta pública, quedarán sometidos a las disposiciones de la presente ley, a la reglamentación que dicte el Poder Ejecutivo y a las normas generales e instrucciones particulares que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay para su ejecución.

Artículo 2°. (Definiciones y alcance).- Se entiende por oferta pública de valores la comunicación dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de éste, a efectos de adquirir, vender o canjear dichos valores. La invitación a la compra de valores realizada a los clientes de una institución de manera generalizada constituye oferta pública aunque no se realice publicidad al respecto.

Las emisiones privadas quedan excluidas de las disposiciones del presente Título. En las emisiones privadas de valores se deberá dejar expresa constancia de su carácter privado, sólo podrán colocarse en forma directa a personas físicas o jurídicas determinadas y no se podrán cotizar en Bolsa ni hacer publicidad de su colocación. Quien realice emisiones privadas será responsable de aclarar expresamente que dichas emisiones no han sido registradas por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 3°. (Registro de Valores).- Sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando estos y su emisor hayan sido inscriptos en el Registro de Valores que a esos efectos llevará la Superintendencia de Servicios Financieros.

No requerirán inscripción en el Registro de Valores el Gobierno Central, el Banco Central del Uruguay, los Gobiernos Departamentales y los valores por ellos emitidos.

Artículo 4°. (Inscripción en el Registro de Valores).- La solicitud de inscripción de valores de oferta pública en el Registro de Valores deberá ser presentada por la entidad emisora.

La Superintendencia de Servicios Financieros podrá prever requisitos diferenciales en atención al tipo de valor, de oferta, de inversor al cual va dirigida y de emisor de que se

trate, asegurando por parte del emisor la debida información respecto de la característica de la emisión y del régimen al cual se encuentra sujeta.

El prospecto autorizado será el que rija la emisión y el único que podrá inscribirse en los mercados de negociación de valores de oferta pública.

Artículo 5°. (Divulgación de información).- Los emisores de valores de oferta pública divulgarán en forma veraz, suficiente y oportuna, toda información esencial respecto de sí mismos, de los valores ofrecidos y de la oferta.

La reglamentación del Poder Ejecutivo y las normas generales e instrucciones de la Superintendencia de Servicios Financieros, establecerán el contenido de la información y los requisitos para su divulgación, con la finalidad que los potenciales inversores dispongan de los elementos adecuados a los efectos de su decisión.

Artículo 6°. (Información reservada y confidencial).- Se considerará información privilegiada la información de un emisor o de los valores que emita obtenida en razón del cargo o posición, inclusive la transmitida por un cliente en relación a sus propias órdenes pendientes, que no se ha hecho pública y que de hacerse pública podría influir sensiblemente sobre la cotización de los valores emitidos o sus derivados, así como la que se tiene de las operaciones de transmisión de la titularidad a realizar por un inversionista en el mercado de valores a fin de obtener ventajas con la negociación de valores.

Los agentes intervinientes en el mercado de valores que revelen o confíen información privilegiada antes que la misma se divulgue al mercado, recomienden la realización de las operaciones con valores sobre los que tiene información privilegiada o hagan uso indebido y se valgan en beneficio propio o de terceros de la información privilegiada serán pasibles de las sanciones a que refiere el [artículo 118](#) de la presente ley, sin perjuicio de las acciones por daño a que ello diere lugar.

Serán pasibles de iguales sanciones y su conducta dará derecho a accionar civilmente por daños y perjuicios, los agentes intervinientes en el mercado de valores que divulguen información falsa o tendenciosa sobre valores o emisiones con la finalidad de beneficiarse de ello, sin perjuicio de lo dispuesto por la legislación penal.

## **TÍTULO II**

### **REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES**

Artículo 7°. (Fines).- Corresponde al Banco Central del Uruguay velar por la transparencia, la competitividad y el funcionamiento ordenado del mercado de valores, por la adecuada información a los inversionistas y por la reducción del riesgo sistémico.

Artículo 8°. (Regulación y fiscalización).- A los fines previstos por la presente ley, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, en el ámbito de su competencia, dictará las normas a las cuales deberán ajustarse los mercados de valores y las personas físicas o jurídicas que en ellos intervengan con las características

que se establecen en la presente ley para la regulación y supervisión de cada tipo de entidad.

Artículo 9°. (Atribuciones).- Para el ejercicio de las competencias previstas en la presente ley, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay tendrá las siguientes atribuciones:

1. Dictar normas tendientes a fomentar y preservar un mercado de valores competitivo, ordenado y transparente.
2. Dictar normas que establezcan los códigos de conducta a los cuales deben someterse los agentes participantes del mercado de valores.
3. Llevar el registro de entidades y valores autorizados para oferta pública.
4. Establecer reglas de carácter general conforme a las cuales se precise si una oferta es pública o no, de acuerdo con los términos del artículo 2° de la presente ley.
5. Reglamentar las operaciones de toma de control de sociedades abiertas a efectos de preservar la transparencia del mercado y la protección de los inversores. A tales efectos, podrá fijar las condiciones en las cuales se vuelve obligatoria la oferta pública de adquisición de acciones.
6. Requerir a las personas mencionadas en el artículo 8° de la presente ley que brinden información con la periodicidad y bajo las formas que la Superintendencia juzgue necesarias, así como la exhibición de registros y documentos. Para el ejercicio de tales cometidos no le será oponible el secreto profesional.
7. Requerir de las personas físicas y jurídicas no incluidas en el artículo 8° de la presente ley que brinden información bajo las formas que la Superintendencia juzgue necesarias, así como la exhibición de registros y documentos, en ocasión de la realización de investigaciones e inspecciones vinculadas a asuntos del mercado de valores. Para el ejercicio de tales cometidos no le será oponible el secreto profesional.
8. Aprobar la creación de instituciones privadas que constituyan nuevos mercados de negociación de valores de oferta pública y sus requisitos de funcionamiento.
9. Dictar normas que establezcan el capital mínimo y la relación de activos a patrimonio para las personas físicas y jurídicas intervinientes en la oferta pública de valores.
10. Dictar las normas contables y de valoración de activos aplicables a los agentes sometidos a su vigilancia.
11. Dictar las normas para la gestión de riesgos dirigidas a los agentes sometidos a su

vigilancia.

12. Aplicar a todas las personas que infrinjan las normas las sanciones previstas en el [artículo 118](#) de la presente ley, con excepción de aquellas que constituyen competencia atribuida al Directorio del Banco Central del Uruguay.
13. Participar en organismos internacionales en la materia de su competencia y celebrar convenios con dichos organismos, así como con entidades reguladoras de mercados de valores en otros países.
14. Intercambiar información relevante con los organismos indicados en el numeral anterior para la investigación de infracciones o delitos cometidos en los mercados de valores. Con esa finalidad podrá, además, suscribir memorandos de entendimiento. Para este efecto sólo se podrá suministrar información protegida por normas de confidencialidad si se cumplen los siguientes requisitos:
  - A) La información a brindarse deberá ser utilizada por el organismo requirente al solo y específico objeto de analizar o sancionar los hechos constitutivos de las infracciones o delitos.
  - B) Respecto a la información y documentación que reciban, tanto el organismo requirente como sus funcionarios deberán estar sometidos a las mismas obligaciones de secreto profesional que rigen para el Banco Central del Uruguay y sus funcionarios.

Los convenios y memorandos de entendimiento que la Superintendencia celebre en ejercicio de la competencia establecida en los precedentes numerales 13 y 14 deberán ser aprobados por el Directorio del Banco Central del Uruguay para poder entrar en vigor.

### **TÍTULO III**

#### **COMISIÓN DE PROMOCIÓN DEL MERCADO DE VALORES**

Artículo 10. (Creación, cometido y funciones).- Créase la Comisión de Promoción del Mercado de Valores, que tendrá como cometido la promoción del desarrollo del mercado de valores.

La Comisión de Promoción del Mercado de Valores, para el cumplimiento de su cometido tendrá las funciones siguientes:

1. Asesorar al Poder Ejecutivo en todas las materias relativas a la promoción y el desarrollo del mercado de valores. En la consecución de esta función podrá asesorar al Poder Ejecutivo en relación a proyectos regulatorios.
2. Promover y realizar estudios e investigaciones sobre el mercado de valores promoviendo iniciativas ante el Poder Ejecutivo y los demás agentes intervinientes

en el mismo para impulsar su funcionamiento y desarrollo.

3. Promover y proponer políticas y acciones públicas en la materia de su competencia.

Artículo 11. (Organización).- La Comisión de Promoción del Mercado de Valores estará integrada por un representante designado por el Poder Ejecutivo, dos representantes de las bolsas de valores y demás instituciones existentes que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, un representante de los emisores de oferta pública y dos representantes de las administradoras de fondos de ahorro previsional. El Poder Ejecutivo elegirá a los dos representantes de las bolsas de valores y demás instituciones mencionadas de negociación de valores de oferta pública, al representante de los emisores así como a los representantes de las administradoras de fondos de ahorro previsional que integrarán la Comisión de entre una lista que cada una de las citadas instituciones y grupos de agentes del mercado presentará a estos efectos. Dicha Comisión estará presidida por el representante del Poder Ejecutivo.

Artículo 12. (Reglamentación).- El Poder Ejecutivo reglamentará la forma y oportunidad de propuesta y elección de los representantes mencionados en el artículo anterior así como la forma de funcionamiento de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores.

## **TÍTULO IV**

### **VALORES**

#### **CAPÍTULO I**

##### **DEFINICIÓN**

Artículo 13. (Definición).- Se entenderá por valores, a los efectos de la presente ley, los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes. Se incluyen en este concepto las acciones, obligaciones negociables, mercado de futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores y, en general, todo derecho de crédito o inversión.

#### **CAPÍTULO II**

##### **DE LOS VALORES ESCRITURALES**

###### **SECCIÓN I**

###### **DISPOSICIONES GENERALES**

Artículo 14. (Valores escriturales).- Se entenderá por valores escriturales aquellos que sean emitidos en serie y representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta que cumplan con los requisitos establecidos en esta ley y en la reglamentación que determine el Poder Ejecutivo.

Las anotaciones en cuenta se efectuarán por la entidad registrante en un Registro de Valores Escriturales que podrá ser llevado por medios electrónicos u otros, en las condiciones que establezca la reglamentación.

Artículo 15. (Creación).- Para emitir valores escriturales el emisor deberá otorgar un documento de emisión e inscribir los valores en el Registro de Valores Escriturales que a tales efectos establecerá la entidad registrante.

A partir de dicha inscripción se realizarán en las cuentas de sus respectivos titulares las anotaciones de los valores comprendidos en la emisión.

Artículo 16. (Derechos sobre valores escriturales).- La constitución, modificación, transmisión y extinción de cualesquiera clases de derechos sobre valores escriturales sólo tendrá lugar mediante la registración en la cuenta del titular en el Registro de Valores Escriturales que llevará la entidad registrante.

Artículo 17. (Normas y principios sobre títulos valores).- Los principios y normas que rigen los títulos valores se aplicarán a los valores escriturales en todo lo no previsto por las normas contenidas en esta ley.

Artículo 18. (Relaciones de consumo).- Las relaciones de los inversores con los intermediarios, bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y las entidades registrantes, en su caso, son relaciones de consumo reguladas por la [Ley N° 17.250](#), de 11 de agosto de 2000.

Artículo 19. (Obligatoriedad. Convertibilidad).- Los valores de oferta pública deberán representarse mediante anotaciones en cuenta.

Los valores de oferta privada podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o títulos. No se podrán efectuar emisiones que revistan el carácter de escriturales y físicas simultáneamente.

La forma de representación adoptada tendrá el carácter de irreversible en cada emisión y se aplicará a la totalidad de los valores que la integran.

Artículo 20. (Fungibilidad).- Los valores escriturales de una misma emisión, emitidos por una misma entidad, que tengan características idénticas de acuerdo con lo que establezca la reglamentación, podrán operar como fungibles, sin perjuicio de su identificación, especificación o desglose, cuando ello sea necesario o conveniente para el ejercicio de derechos sobre los mismos.

## **SECCIÓN II**

### **DOCUMENTO DE EMISIÓN**

Artículo 21. (Contenido y forma).- El emisor deberá hacer constar en el documento de emisión entre otros, la entidad registrante y las características y condiciones de los

valores a emitir que establezca la reglamentación, sin perjuicio de las enunciaciones que exijan leyes especiales aplicables a determinados valores.

El documento de emisión se deberá otorgar en escritura pública o documento privado cuyas firmas serán certificadas por escribano público y se protocolizará.

La reglamentación establecerá las condiciones de registración de los respectivos documentos de emisión.

Artículo 22. (Publicidad).- Los titulares de valores escriturales y demás interesados así como el público en general tienen derecho a obtener de cualquiera de las entidades habilitadas referidas en el artículo 24 de la presente ley, la exhibición de los documentos de emisión registrados.

El emisor, la entidad registrante y la Superintendencia de Servicios Financieros cuando corresponda, deberán tener en todo momento los documentos de emisión registrados para su exhibición a disposición de cualquier interesado o del público en general.

### **SECCIÓN III**

#### **REGISTRO DE VALORES ESCRITURALES**

Artículo 23. (Entidad registrante).- La entidad registrante es aquella que llevará las anotaciones en cuenta de los valores escriturales. Los códigos que utilizarán las anotaciones en cuenta serán aquellos reconocidos internacionalmente.

Artículo 24. (Entidades habilitadas).- El registro de los valores escriturales será atribuido a una única entidad por emisión.

Podrán ser entidades habilitadas aquellas que cumplan con las condiciones que establezca la reglamentación.

El Registro de Valores Escriturales de valores emitidos por el Estado y regidos por ley nacional estará a cargo del Banco Central del Uruguay.

Artículo 25. (Efectos).- Todos los actos que afecten, constituyan, reconozcan, modifiquen, declaren o extingan el dominio, el usufructo y demás derechos reales o personales sobre valores escriturales se realizarán mediante registración en la cuenta del titular en el Registro de Valores Escriturales correspondiente, aun cuando la inscripción se haya realizado mediante código.

Tales actos surtirán efectos entre las partes y serán oponibles a terceros desde el momento de su inscripción en el Registro correspondiente.

Artículo 26. (Principios).- La organización y funcionamiento de los Registros de Valores Escriturales, sistemas de identificación y control de los valores escriturales, así como las relaciones y comunicaciones de las entidades registrantes con los emisores, bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación

de valores de oferta pública, intermediarios de valores e inversores se registrarán por los principios de protección del interés de los inversores y de la confidencialidad de las inversiones.

En especial se deberán tener en cuenta los principios de prioridad de la inscripción y de tracto sucesivo.

Artículo 27. (Identificación).- Las entidades registrantes llevarán los registros de las cuentas correspondientes a cada emisión.

Los intermediarios de valores efectuarán las anotaciones en el registro de las entidades registrantes a nombre propio, cuando se trate de valores propios o por cuenta y orden de los inversionistas, conforme a lo indicado en el artículo siguiente.

Artículo 28. (Intermediarios de valores. Registro).- Los intermediarios de valores deberán llevar un registro completo, claro y preciso de los valores por ellos inscritos en los registros de las entidades registrantes por cuenta y orden de los titulares reales mediante códigos de forma tal que permita la individualización plena y completa de estos y de sus sucesores en su caso.

Dichos registros deberán cumplir los mismos principios y requisitos establecidos por las leyes, decretos y normas de la Superintendencia de Servicios Financieros para los registros llevados por las entidades registrantes.

Artículo 29. (Rectificación de inscripciones).- Las entidades registrantes únicamente podrán rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial o en caso de errores puramente materiales que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento por el cual se practicó la inscripción.

Artículo 30. (Responsabilidad).- Las entidades registrantes, incluidos los intermediarios de valores según corresponda, serán responsables frente a quienes resulten perjudicados por la omisión de realizar las correspondientes inscripciones, las inexactitudes, errores y retrasos, salvo que la omisión o la inscripción inexacta o errónea hubiere sido causada por una conducta dolosa o culposa del perjudicado.

La inobservancia de las normas de organización y funcionamiento de los registros y de los sistemas de identificación y control de los valores dará lugar a la responsabilidad civil de las entidades registrantes y/o de los intermediarios de valores, según corresponda, frente a quienes resulten perjudicados.

Todo ello sin perjuicio de las sanciones penales o administrativas que también fueren aplicables.

Artículo 31. (Fiscalización).- Corresponderá a la Superintendencia de Servicios Financieros la fiscalización del cumplimiento por las entidades registrantes e intermediarios de valores de todas sus obligaciones y, en especial, de las relacionadas con el cumplimiento y mantenimiento de los estándares técnicos y de organización de los registros.

Artículo 32. (Contrapartida).- La suma de los montos de todos los titulares inscritos en el Registro de Valores Escriturales por cada emisión, deberá ser en todo momento la contrapartida exacta del valor total del monto circulante de la misma.

El sistema de registraciones adoptado por las entidades registrantes deberá ser llevado de manera de garantizar a los inversores el cumplimiento de lo establecido en el inciso anterior.

En protección de los titulares y demás interesados los emisores, las entidades registrantes e intermediarios de valores deberán contar con adecuados sistemas de registración de los valores que operen como fungibles.

Artículo 33. (Competencia de las entidades registrantes).- Las entidades registrantes, además de practicar las inscripciones de la emisión, de la titularidad de los valores y de los actos que los afecten, podrán brindar los servicios de administración de dichos valores, entendiéndose por ello el cobro de dividendos, intereses o amortizaciones, según corresponda, y el pago a sus titulares.

## **SECCIÓN IV**

### **TITULARIDAD, TRANSMISIÓN, DERECHOS**

Artículo 34. (Titularidad).- Se presumirá titular legítimo a quien figure en el Registro de Valores Escriturales y, tratándose de inscripción realizada por intermediarios de valores por cuenta y orden de terceros, a quien figure como titular en el registro del respectivo intermediario, salvo prueba en contrario.

Artículo 35. (Exoneración de responsabilidad).- La entidad emisora que cumpla de buena fe la prestación a favor del titular inscripto no incurre en responsabilidad si resulta que éste no es el titular real del valor.

Artículo 36. (Transmisión. Efectos. Excepciones).- La transmisión de los valores escriturales tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción en el Registro de Valores Escriturales de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La transmisión surtirá efectos entre las partes y frente a terceros desde el momento que se haya practicado la inscripción en la cuenta respectiva del Registro de Valores Escriturales.

El emisor sólo podrá oponer, frente al titular de buena fe de los valores escriturales, las excepciones que hubiere podido esgrimir en el caso que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos y aquellas que derivan del documento de emisión.

Artículo 37. (Copropiedad).- Los cotitulares de derechos sobre valores escriturales deberán designar un representante común para ejercer los derechos inherentes a los mismos. En su defecto, cualquier cotitular podrá solicitar la designación judicial de

representante común a cuyos efectos se aplicará el procedimiento previsto por los artículos 346 y 347 del Código General del Proceso.

Artículo 38. (Terceros. Efectos).- Las transmisiones de los valores escriturales a título oneroso o gratuito de dación en pago, permuta, fideicomiso, por ejecución forzada y cualquier otro título o modo, no surtirán efecto entre partes ni frente a terceros, hasta que se proceda a su inscripción en el Registro de Valores Escriturales.

A tales efectos el o los nuevos titulares deberán presentar ante el Registro de Valores Escriturales el documento público o privado que acredite su derecho como nuevo titular.

Artículo 39. (Transmisión por causa de muerte).- En caso de transmisión por causa de muerte, la entidad registrante anotará a los sucesores quienes deberán acreditar su calidad de tales por medio de testimonio de la declaratoria de herederos.

Artículo 40. (Derechos reales. Otros).- La constitución, modificación y extinción de derechos personales, gravámenes, prendas u otros derechos reales, prohibición de innovar, anotación de la litis, embargos u otras medidas cautelares sobre valores escriturales, tendrá lugar mediante inscripción en la cuenta del titular en el correspondiente Registro de Valores Escriturales.

A tales efectos, los intermediarios de valores tendrán la obligación de informar a la entidad registrante lo que corresponda para su efectivización.

La inscripción de prendas, prohibición de innovar, anotación de la litis, embargos u otras medidas cautelares sobre valores escriturales producirán la oponibilidad frente a terceros del gravamen o medida inscrita y su consecuente prioridad frente a inscripciones ulteriores.

En ningún caso corresponderá la inscripción de las prendas en el Registro de Prendas sin Desplazamiento al que se refiere el artículo 4º de la [Ley N° 17.228](#), de 7 de enero de 2000, con las modificaciones introducidas por el artículo 301 de la [Ley N° 17.296](#), de 21 de febrero de 2001.

Las entidades registrantes deberán informar a los respectivos inversores, a las bolsas de valores, a otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y a los intermediarios de valores que intervengan en su comercialización los actos registrados al amparo del inciso primero del presente artículo.

## **SECCIÓN V**

### **CERTIFICADO DE LEGITIMACIÓN**

Artículo 41. (Prueba, legitimación e inmovilización).- La legitimación para el ejercicio de los derechos emergentes de los valores escriturales podrá acreditarse mediante certificados que serán expedidos a tales efectos por la entidad registrante y, además, por los respectivos intermediarios de valores en el caso de valores inscriptos por estos.

Los certificados de legitimación no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación y no serán negociables. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los mismos.

El plazo, el contenido y otras condiciones de emisión de los valores, serán fijados por la reglamentación.

Sólo tienen legitimación para solicitar la expedición de certificados los titulares de derechos sobre los valores escriturales o sus representantes legales, voluntarios o estatutarios.

Las entidades registrantes y los intermediarios de valores, en su caso, podrán expedir más de un certificado de legitimación para los mismos valores y para ejercer los mismos derechos sólo en caso de pérdida, destrucción o sustracción probada por los procedimientos que fije la reglamentación.

Los valores respecto de los cuales se hayan expedido certificados de legitimación quedarán inmovilizados por el plazo de su vigencia.

Las entidades registrantes y los intermediarios de valores no podrán practicar inscripciones hasta que el titular no haya restituido los certificados expedidos a su favor, salvo que se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzadas o que el certificado haya quedado privado de valor.

Artículo 42. (Devolución).- El usufructuario, acreedor prendario o titular de gravámenes u otros derechos, sin perjuicio de que pueda solicitar y obtener la expedición de uno nuevo, deberá restituir el certificado de legitimación que tenga expedido a su favor, dentro del día hábil siguiente en que le sea notificada la transmisión de valores. Vencido dicho plazo los referidos certificados caducarán.

Artículo 43. (Caducidad).- Los certificados de legitimación caducarán:

1. Por el vencimiento del plazo de su vigencia o por el referido en las causales establecidas en la respectiva reglamentación.
2. Por la transmisión de valores operada por la ejecución forzada.
3. Por la modificación de titularidad ordenada por sentencia judicial ejecutoriada.

## **SECCIÓN VI**

### **DE LOS MEDIOS DE ALMACENAMIENTO Y TRANSMISIÓN DE DATOS**

Artículo 44. (Medios electrónicos. Otros).- Las entidades registrantes y los intermediarios de valores podrán utilizar, para organizar los registros, archivos y demás documentos necesarios para el cumplimiento de sus funciones así como para recibir y enviar información de todos los sujetos participantes en el mercado de valores, medios

electrónicos y magnéticos sin perjuicio de otros que autorice el Banco Central del Uruguay.

Artículo 45. (Sistemas de seguridad).- Las entidades registrantes y los intermediarios de valores deberán contar con sistemas de seguridad adecuados para prevenir y cubrir los riesgos operativos que de ellos dependan, así como implementar planes de contingencia para la inmediata recuperación de su capacidad operativa en caso de verse afectados por causas que les sean o no imputables.

Artículo 46. (Condiciones).- Las entidades registrantes y los intermediarios de valores deberán organizar sus registros con un sistema tecnológico, informático, electrónico o de cualquier naturaleza que reúna las condiciones de seguridad, disponibilidad, auditabilidad e integridad, a cuyos efectos deberán contar con los elementos mínimos que fije la reglamentación.

Artículo 47. (Prueba).- Todo registro relativo a valores escriturales en medio electrónico proveniente de emisiones públicas o privadas de oferta pública o privada, constituye documentación auténtica y como tal será válida y admisible como medio de prueba haciendo plena fe a todos los efectos, de acuerdo con el artículo 4º de la [Ley N° 18.600](#), de 21 de setiembre de 2009, siempre que esté debidamente autenticada.

Artículo 48. (Firmas).- Se considerará debidamente autenticado todo documento en medio electrónico relacionado con valores escriturales de emisores públicos o privados, de oferta pública o privada, cuyo contenido esté validado por una o más firmas electrónicas o digitales mediante códigos u otras técnicas seguras, de conformidad con el artículo 6º de la [Ley N° 18.600](#), de 21 de setiembre de 2009.

Artículo 49. (Firma digital).- Es de aplicación a todo registro electrónico de valores escriturales de emisores públicos o privados, de oferta pública o privada, el régimen establecido en la [Ley N° 18.600](#), de 21 de setiembre de 2009, para la certificación electrónica.

## **SECCIÓN VII**

### **OTRAS DISPOSICIONES**

Artículo 50. (Derecho de voto).- El derecho de voto que acuerdan a sus titulares determinados valores será ejercido directamente por estos o por las personas que designen a tales efectos, mediante documento escrito con firma notarialmente certificada.

Artículo 51. (Comprobantes. Constancias).- La entidad que lleve el Registro de los Valores Escriturales debe otorgar al suscriptor de dichos valores comprobantes de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que se inscriba en ella. Asimismo, el titular tendrá derecho a que se le entregue constancia del saldo, del estado de la cuenta y detalle total o parcial de los movimientos efectuados en la misma.

Los intermediarios deben entregar a los inversores copia del documento de emisión y comprobantes de todas las operaciones que por su cuenta realicen con valores escriturales.

A los efectos de la presente ley, constancia y comprobante son expresiones equivalentes.

Artículo 52. (Título suficiente. Título ejecutivo).- En todo caso de incumplimiento, las constancias que emita la entidad registrante serán título suficiente para reclamar los derechos que cada una de ellas acrediten. Tendrán el carácter de título ejecutivo para reclamar el pago de toda cantidad líquida y exigible que corresponda a cualquier título así como para ejecutar toda clase de garantías otorgadas. En el caso que se trate de un titular inscripto en el registro que lleva el intermediario, el título se conformará con la constancia expedida por éste a nombre del titular más la que la entidad registrante expida a nombre del intermediario en relación a la inversión que el mismo realizara por cuenta y orden de su cliente.

Las acciones para reclamar la propiedad del valor escritural se tramitarán por el procedimiento de entrega de la cosa establecido en el artículo 364 del Código General del Proceso.

Artículo 53. (Insolvencia).- Los valores escriturales integran el patrimonio de sus titulares legítimos.

Las entidades registrantes deberán contar con adecuados sistemas de identificación y separación de los valores de los diferentes inversores o titulares entre sí, incluso en los casos que aquellos valores operen como fungibles.

Igual obligación tendrán los intermediarios de valores quienes, además, deberán contar con adecuados sistemas de separación respecto de los valores de su propiedad.

Las sumas entregadas por los inversores destinadas a la adquisición de valores escriturales continuarán en el patrimonio de los inversores hasta que se efectúe la inscripción en la entidad registrante, de acuerdo con las instrucciones impartidas por los inversores.

Artículo 54. (Secreto profesional).- Las entidades registrantes y los intermediarios de valores están comprendidos en la obligación de secreto profesional, en los términos del artículo 25 del [Decreto-Ley N° 15.322](#), de 17 de setiembre de 1982, el que no será oponible al Banco Central del Uruguay.

Artículo 55. (Secreto profesional. Dependiente).- Toda persona que participe en cualquier concepto en la dirección, gestión, control o auditoría de la entidad registrante del emisor o de los intermediarios de valores intervinientes así como toda persona empleada o contratada por cualquiera de esos sujetos de derecho y que tenga conocimiento en el marco de su actividad profesional de informaciones relacionadas con los valores escriturales y sus titulares, también está obligada a guardar secreto

profesional en los términos previstos en el artículo 25 del [Decreto-Ley N° 15.322](#), de 17 de setiembre de 1982, el cual no será oponible al Banco Central del Uruguay.

## **SECCIÓN VIII**

### **RESPONSABILIDAD – SANCIONES**

Artículo 56. (Responsabilidad. Sanciones).- Sin perjuicio del régimen de responsabilidad y sanciones regulado por esta ley y por las normas aplicables dictadas por la Superintendencia de Servicios Financieros, los emisores, las entidades registrantes, las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los intermediarios de valores, serán responsables por el funcionamiento seguro, continuo y confiable de la operativa con valores escriturales que cada uno realice y, en especial, por la conservación e inviolabilidad del Registro de Valores Escriturales bajo su responsabilidad.

Cada uno de los agentes mencionados en el inciso precedente será responsable de todo y cualquier perjuicio que se irroque a los inversores por las deficiencias que les sean atribuibles en el cumplimiento de lo establecido en el inciso anterior.

## **CAPÍTULO III**

### **DE LOS VALORES FÍSICOS**

Artículo 57. (Valores físicos).- Se entenderá por valores físicos aquellos valores donde los derechos que otorgan están asentados en un documento que tiene materialidad física.

Artículo 58. (De la custodia de valores físicos).- Los intermediarios de valores podrán custodiar valores físicos de sus clientes. En todos los casos, se deberá entregar al cliente constancia de la constitución de la custodia, identificando el valor y el cliente.

Rige, en lo pertinente, lo dispuesto en el Capítulo II del presente Título.

## **CAPÍTULO IV**

### **DE LAS ENTIDADES DE CUSTODIA, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES**

Artículo 59. (Autorización).- Las entidades cuyo objeto sea prestar servicios de custodia, liquidación y compensación de valores requerirán autorización para operar y estarán sujetas al control del Banco Central del Uruguay, quien determinará los requisitos para su funcionamiento.

Artículo 60. (Funciones).- Las entidades de custodia, compensación y liquidación de valores podrán:

1. Recibir depósitos de valores físicos y encargarse de su conservación y custodia hasta la restitución a quien corresponda. A todos los efectos, los valores físicos que

custodien se consideran fungibles.

2. Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones negociables y otros valores y los libros de accionistas y efectuar el registro de transferencias, así como la liquidación y compensación de los valores depositados que se negocien en bolsa y en el mercado extrabursátil.
3. Administrar los cobros y pagos de intereses, dividendos y reajustes y amortizaciones de los valores que se encuentren custodiando.
4. Extender las certificaciones que les fueren solicitadas. En los casos que las leyes o reglamentos exijan títulos, bastará el certificado conferido por el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

Artículo 61. (Prohibiciones).- A las entidades de custodia, compensación y liquidación de valores les está prohibido:

1. Ejercer derecho alguno sobre los valores registrados en él o disponer de tales valores.
2. Efectuar transferencias encomendadas por personas no habilitadas a actuar en su ámbito, con las excepciones que determine el Banco Central del Uruguay.
3. Salvo los casos establecidos en el artículo 25 del [Decreto-Ley N° 15.322](#), de 17 de setiembre de 1982, proporcionar información sobre los datos que aparezcan en sus registros. Exclúyese de esta prohibición la información que requiriesen los emisores de valores respecto de valores por ellos emitidos, los intermediarios de valores respecto de los valores por ellos entregados y al Banco Central del Uruguay.

Artículo 62. (Normas para la compensación y liquidación).- El Banco Central del Uruguay dictará las normas por las cuales deben regirse los procesos de compensación y liquidación de los valores depositados, pudiendo prever la existencia de la compensación multilateral a efectos que los procesos de liquidación se realicen sobre una base neta.

## **TÍTULO V**

### **OBLIGACIONES NEGOCIABLES Y TÍTULOS DE DEUDA**

#### **CAPÍTULO I**

##### **ÁMBITO DE APLICACIÓN**

Artículo 63. (Entidades comprendidas).- Las sociedades comerciales, nacionales o extranjeras, las cooperativas, los entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado y las personas públicas no estatales con actividad industrial o comercial podrán emitir obligaciones negociables conforme a las disposiciones de la presente ley. Todo título de deuda, cualquiera sea su denominación,

que por su naturaleza sea asimilable a una obligación negociable, se regirá por las disposiciones de la presente ley.

Las emisiones de los entes autónomos y los servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado, así como las personas públicas no estatales deberán contar con autorización del Poder Ejecutivo con informe previo del Banco Central del Uruguay.

## **CAPÍTULO II**

### **TIPOS DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

Artículo 64. (Clases de obligaciones).- Podrán emitirse diversas clases de obligaciones negociables con derechos diferentes. Dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos.

La emisión podrá dividirse en series. No podrán emitirse nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén totalmente suscritas o no se hubiere cancelado el saldo no colocado.

Artículo 65. (Obligaciones convertibles).- Las sociedades por acciones podrán emitir obligaciones negociables convertibles en acciones de la sociedad emisora, de acuerdo con las condiciones establecidas en el título valor o en el contrato de emisión y con las disposiciones legales vigentes.

## **CAPÍTULO III**

### **EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

Artículo 66. (Documento de emisión).- El documento de emisión deberá contener:

- A) La denominación del título.
- B) Lugar y fecha de su emisión así como la de su vencimiento.
- C) El nombre y el domicilio del emisor, así como el lugar de pago, si no fuera el mismo que el domicilio.
- D) El número de serie y de orden de cada título, así como el valor nominal que representa.
- E) El monto y la moneda de la emisión.
- F) El plazo.
- G) La naturaleza de la garantía, si la hubiere.

- H) Las condiciones y la oportunidad en que se efectuará la conversión en acciones, si la hubiere.
- I) Las condiciones de amortización.
- J) El interés y la forma de reajuste o actualización del valor del capital, si correspondiere.
- K) Las mayorías necesarias para la modificación de términos y condiciones deberá representar por lo menos el 75% (setenta y cinco por ciento) del monto total circulante de la emisión.

Artículo 67. (Normas supletorias).- A las obligaciones negociables se les aplicarán, supletoriamente, las disposiciones sobre acciones y títulos valores en lo que corresponda.

Artículo 68. (Efecto jurídico de la adquisición de obligaciones negociables).- La adquisición de obligaciones negociables importará la aceptación y la ratificación de todas las estipulaciones, las normas y las condiciones de la emisión y del contrato del fiduciario, si lo hubiere.

## **CAPÍTULO IV**

### **OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES EN ACCIONES**

Artículo 69. (Derechos de preferencia).- Los accionistas que tengan los derechos de preferencia y de acrecer en la suscripción de nuevas acciones podrán ejercerlos en la suscripción de obligaciones negociables convertibles.

Se aplicará, en lo pertinente, lo dispuesto en los artículos 326 a 330 de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989.

Artículo 70. (Aumento de capital).- La resolución sobre la emisión de obligaciones negociables convertibles debe incluir, asimismo, la decisión de aumentar el capital social en la cantidad necesaria para atender las eventuales solicitudes de conversión.

Artículo 71. (Cambio de calidad jurídica).- El tenedor que ejerza la opción de conversión será considerado accionista desde que la sociedad sea notificada de su decisión. Esta deberá entregar las acciones que le correspondan o certificados provisorios de las mismas dentro de los treinta días de verificada la opción.

Artículo 72. (Derecho de acrecer).- Cuando la sociedad celebre un convenio de colocación en firme de obligaciones negociables convertibles en acciones con un agente intermediario, para su posterior distribución entre el público, la asamblea extraordinaria de accionistas puede suprimir el derecho de acrecer y reducir a no menos de quince días el plazo para ejercer la preferencia.

## **CAPÍTULO V**

## **REPRESENTANTES**

Artículo 73. (Designación de representantes de los titulares de los valores).- El emisor deberá, cuando se trate de una colocación de oferta pública, celebrar con una institución de intermediación financiera, con intermediarios de valores u otras entidades especializadas autorizadas a tales efectos por la Superintendencia de Servicios Financieros, un convenio por el que éstas tomen a su cargo la representación de los titulares de los valores durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total.

Será de aplicación, en lo pertinente, lo dispuesto por los artículos 456, 457 y 464 de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989.

El contrato otorgado en la designación de este representante deberá contener disposiciones que permitan a una mayoría especial de titulares de obligaciones negociables o de valores que establezcan derechos de crédito que representen más del 75% (setenta y cinco por ciento) del total de la emisión, salvo que el contrato estableciera un porcentaje mayor, la sustitución de la institución que los representa o la modificación de las condiciones de emisión que impliquen el otorgamiento de quitas, esperas, modificaciones de las fechas de pago del capital o intereses, modificación de la moneda de pago y otras que el contrato establezca. Las resoluciones de dicha mayoría especial serán oponibles a la totalidad de tenedores de las obligaciones negociables o de valores de la misma serie.

Lo establecido en el inciso precedente es sin perjuicio del derecho de cada titular de los valores de ejercer individualmente acciones para el cobro de lo adeudado.

Artículo 74. (Asamblea de obligacionistas).- Las asambleas de obligacionistas se registrarán en cuanto a su constitución, funcionamiento y mayorías para adoptar resoluciones por lo estipulado en los términos y condiciones de las obligaciones negociables y, en caso de inexistencia de precisiones, por las disposiciones que rigen las asambleas extraordinarias de accionistas.

## **CAPÍTULO VI**

### **GARANTÍAS**

Artículo 75. (Garantías admitidas).- Pueden emitirse obligaciones negociables con cualquier tipo de garantía real o personal, cumpliendo con los requisitos formales que para cada tipo exija la ley y con las estipulaciones contenidas en este Capítulo.

Las garantías se otorgarán antes de la fecha de emisión de las obligaciones o simultáneamente con dicha emisión.

Las garantías podrán constituirse válidamente en favor de los futuros titulares con la firma del emisor y con la del otorgante si fuere un tercero.

Para su inscripción en los registros públicos correspondientes, las garantías reales solamente individualizarán al emisor y a las obligaciones negociables a ser garantizadas,

con indicación de su monto, fecha de vencimiento y demás condiciones que indique la reglamentación, sin necesidad de identificar a los titulares.

En los casos de oferta pública y previo a la inscripción de la emisión, se deberá depositar en la Superintendencia de los Servicios Financieros o ante quien esta determine, copia auténtica del documento constitutivo de la garantía, en el que conste fehacientemente su inscripción en el registro público correspondiente, si fuere el caso. Tratándose de oferta privada, lo anterior podrá cumplirse ante cualquier entidad financiera de plaza. Los depositarios sólo entregarán el referido documento para su cancelación al Juzgado competente en caso de acción judicial.

Si la garantía consistiera en prenda con desplazamiento, la entrega de la cosa prendada se hará al representante de los titulares de los valores o a un depositario designado por el emisor, quien actuará en representación de los titulares y será responsable ante éstos conforme a derecho.

Artículo 76. (Transferencia y cancelación de garantías).- Los derechos emergentes de las garantías, sean reales o personales, se transferirán de pleno derecho por la sola transmisión de la obligación negociable o de los cupones correspondientes, no siendo necesario realizar inscripción alguna.

Para los títulos de oferta pública, en la cancelación de garantías, cuando no concurra un representante de los titulares de los valores o no se obtuviere la conformidad unánime de los titulares, la sociedad emisora deberá acreditar ante la Superintendencia de Servicios Financieros el pago o el rescate total de las obligaciones negociables o la consignación de los importes ante el mismo Banco, sin requerirse previa oblación. La Superintendencia de Servicios Financieros emitirá una constancia de cancelación de la emisión para su presentación ante el depositario para la restitución de la cosa.

La consignación de los importes de las obligaciones por oferta privada deberá realizarse judicialmente.

Artículo 77. (Acción ejecutiva).- Los títulos representativos de las obligaciones negociables otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, los intereses y cualquier otra suma que pudiese ser exigible al emisor de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como para ejecutar las garantías otorgadas.

La acción de cobro prescribe a los cuatro años contados a partir del vencimiento.

Artículo 78. (Prohibición a la sociedad emisora).- La sociedad emisora no podrá distribuir utilidades si se encontrare en mora en el pago de intereses o amortizaciones de las obligaciones negociables que hubiera emitido o en el pago de cualquier otra suma que fuese debida a los titulares de tales valores, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión.

Artículo 79. (Caducidad del plazo por disolución de la sociedad).- Cuando la sociedad emisora de obligaciones se disuelva antes de que venza el plazo convenido para su pago, aquéllas serán exigibles desde el día en que se haya resuelto o declarado la disolución.

## TÍTULO VI

### GOBIERNO CORPORATIVO

Artículo 80. (Gobierno corporativo).- Las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública deberán adoptar las prácticas de gobierno corporativo establecidas en la presente ley y su reglamentación de forma de asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los accionistas, en caso de haberlos.

En relación a los emisores, la reglamentación establecerá como mínimo su obligación de:

1. Divulgar en forma completa, puntual y exacta los resultados financieros y demás información relevante para los inversores.
2. Adoptar las normas de contabilidad y auditoría conforme a los estándares internacionales.

La Superintendencia de Servicios Financieros podrá adoptar normas para requerir la incorporación de compromisos de práctica de gobierno corporativo por parte de los emisores en sus prospectos, así como establecer una calificación de estas prácticas.

Artículo 81. (Estructura del Directorio, Comité de Auditoría y de Vigilancia).- Las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública que tengan un patrimonio mayor al que determine la Superintendencia de Servicios Financieros a tales efectos, deberán adecuar el funcionamiento de su directiva a lo que establezca la reglamentación.

Artículo 82. (Obligación de lealtad de directores).- Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 83 de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, los directores de entidades que realicen oferta pública de valores deberán hacer prevalecer el interés social por sobre cualquier otro interés personal o de un tercero, incluso el del accionista controlante, absteniéndose de procurar cualquier beneficio personal a cargo de la sociedad que no sea la propia retribución.

En el cumplimiento de sus funciones no podrán:

1. Presentar a los accionistas o público en general informaciones falsas u ocultar información que estén obligados a divulgar conforme a la ley o la reglamentación aplicable.
2. Tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio o de personas relacionadas, los bienes, servicios o créditos de la sociedad.

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

3. Usar en beneficio propio o de personas relacionadas las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo con perjuicio para la sociedad.
4. Usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para personas relacionadas, en perjuicio de la sociedad.
5. Impedir u obstaculizar las investigaciones destinadas a establecer su propia responsabilidad o la de los empleados de la sociedad.

A los efectos de esta ley, las personas físicas o jurídicas beneficiarias reales de parte del patrimonio social bajo cuya dirección o instrucciones suelen actuar los directores de una sociedad tendrán las mismas responsabilidades de los directores en cuanto sea aplicable.

La reglamentación de esta ley podrá extender algunas o todas las disposiciones establecidas en este artículo, así como en el artículo siguiente, a los accionistas controlantes de la entidad que realice oferta pública de valores.

Artículo 83. (Contratación de directores con la sociedad).- Los administradores y directores de entidades que realicen oferta pública de valores no podrán celebrar contratos con la sociedad que se relacionen con la actividad propia del giro si los mismos no son aprobados previamente por el directorio, quien deberá solicitar a dichos efectos la opinión del comité de auditoría y vigilancia de existencia preceptiva en toda entidad que realice oferta pública de valores. Si el director que pretenda celebrar contrato con la sociedad en tales circunstancias fuera miembro del comité de auditoría y vigilancia, deberá abstenerse de dar opinión en casos que lo involucren.

Los contratos que no se relacionen con la actividad propia del giro deberán ser aprobados previamente por la asamblea de accionistas o contar con el consentimiento igual o superior al 60% (sesenta por ciento) del capital social de la sociedad.

Artículo 84. (Retribución de directores).- Cualquier tipo de retribución a los directores de entidades que realicen oferta pública de valores requerirá un consentimiento igual o superior al 60% (sesenta por ciento) del capital social de la sociedad representado en la asamblea de accionistas.

Artículo 85. (Obligación de información de la participación en el capital).- Los directores de entidades que realicen oferta pública de valores deberán informar a la Superintendencia de Servicios Financieros y a las bolsas de valores donde coticen sus valores, las participaciones de capital que mantienen en la sociedad.

Igual obligación tendrán las personas físicas o jurídicas que, directamente o por intermedio de otros sujetos de derecho, sean titulares de más de 10% (diez por ciento) del capital con derecho a voto.

Las entidades que realicen oferta pública deberán informar a la Superintendencia de Servicios Financieros y a las bolsas de valores donde coticen sus valores, el porcentaje de capital que los directores y demás personas comprendidas en lo previsto en el presente artículo mantienen en la sociedad.

Artículo 86. (Información complementaria de memoria).- La memoria anual de las entidades que realicen oferta pública de valores deberá contener, además de la información que surge del artículo 92 de la **Ley N° 16.060**, de 4 de setiembre de 1989, información relativa a la adopción de prácticas de gobierno corporativo, los mecanismos de retribución de los directores y toda información relevante que pueda afectar la transparencia de la emisión conforme a lo que establezca la reglamentación.

## **TÍTULO VII**

### **MERCADOS E INTERMEDIARIOS**

#### **CAPÍTULO I**

##### **BOLSAS DE VALORES Y OTRAS INSTITUCIONES QUE CONSTITUYAN MERCADOS DE NEGOCIACIÓN DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA**

Artículo 87. (Definición).- Las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros los medios necesarios para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores mediante mecanismos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan de acuerdo con la ley y con la reglamentación que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros.

Podrán realizar las actividades conexas de cambio y mesa de dinero que realizan a la fecha de promulgación de esta ley. Asimismo, podrán realizar las actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las que serán previamente autorizadas por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 88. (Regulación y fiscalización).- Las bolsas de valores y demás instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública están sujetas a la regulación y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros.

En el ámbito de sus competencias, las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública deberán reglamentar su actividad, vigilando el estricto cumplimiento de dichos reglamentos, de manera de asegurar la existencia de un mercado competitivo, ordenado y transparente, sin perjuicio de las facultades de regulación de la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 89. (Requisitos).- Las bolsas de valores deberán:

1. Adoptar preceptivamente la forma jurídica de sociedad anónima por acciones nominativas. Las bolsas de valores que a la fecha de la promulgación de esta ley no tengan dicha forma jurídica podrán conservar la forma jurídica adoptada con anticipación a la presente ley.
2. Incluir en su nombre la expresión "bolsa de valores".

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

3. Tener por objeto exclusivo el indicado en el artículo 87 de la presente ley, pudiendo efectuar las demás actividades conexas que la Superintendencia de Servicios Financieros les autorice o exija de acuerdo con sus facultades.
4. Tener el capital mínimo y constituir las garantías que determine la Superintendencia de Servicios Financieros.
5. Cumplir con los demás requisitos que contemplen sus estatutos y reglamentos internos, autorizados por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 90. (Autorización previa).- Cada bolsa de valores requerirá para funcionar autorización previa de la Superintendencia de Servicios Financieros, acreditando haber cumplido los requisitos indicados en este artículo y en el precedente y aquellos que la Superintendencia de Servicios Financieros establezca mediante normas de carácter general.

Deberá acreditar, como mínimo, a satisfacción de la Superintendencia de Servicios Financieros que:

1. Se encuentra organizada y tiene la capacidad necesaria para realizar las funciones de una bolsa de valores.
2. Ha adoptado la reglamentación interna exigida por esta ley.
3. Tiene la capacidad necesaria para cumplir y hacer cumplir a sus miembros, las disposiciones de sus estatutos y reglamentación interna.
4. Cuenta con los medios necesarios y con los procedimientos adecuados que permitan la mejor ejecución de las órdenes de los inversores.

Artículo 91. (Desarrollo del objeto).- Para el desarrollo de su objeto las bolsas de valores, como mínimo, deberán:

1. Establecer instalaciones y sistemas que permitan el encuentro ordenado de las ofertas de compra y venta de valores y la ejecución de las transacciones correspondientes.
2. Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores cotizados y transados en bolsa, sus emisores, intermediarios y las operaciones bursátiles.
3. Velar por el estricto cumplimiento por parte de sus miembros de los más elevados principios éticos y de todas las disposiciones legales y reglamentarias que les sean aplicables.
4. Informar y certificar las cotizaciones y transacciones de bolsa y proporcionar

diariamente amplia información sobre dichas cotizaciones y transacciones.

Artículo 92. (Normativa interna).- En la reglamentación de sus propias actividades las bolsas de valores deberán incluir normas tendientes a promover principios justos y equitativos en las transacciones de bolsa estableciendo los derechos y obligaciones de los operadores en relación a las operaciones que realizan y, en especial, normas que establezcan la prioridad, paridad y precedencia de las órdenes, de modo de garantizar mercados justos y ordenados, para que el inversor pueda obtener la más conveniente ejecución de sus instrucciones.

Asimismo, las normas deberán contener obligaciones de los operadores con sus clientes, incluyendo aquellas derivadas de las recomendaciones de inversiones que hagan estos y los mecanismos para diferenciar las transacciones realizadas por los intermediarios de valores por cuenta propia de las realizadas por cuenta de terceros.

Se deberá propender a la protección de los inversores contra fraudes y otras prácticas ilegítimas.

Toda la normativa interna que adopten las bolsas de valores deberá ser previamente aprobada por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 93. (Operadores de bolsa).- Las bolsas de valores podrán admitir que participen en su ámbito inversores especializados autorizados expresamente por la Superintendencia de Servicios Financieros.

El hecho que un inversor especializado sea operador de una bolsa de valores no lo convierte en intermediario de valores. Sin perjuicio de lo expresado, a los efectos de operar en una bolsa de valores, deberá cumplir las normas generales e instrucciones particulares que dicte la bolsa respectiva y la Superintendencia de Servicios Financieros.

## **CAPÍTULO II**

### **INTERMEDIARIOS DE VALORES**

Artículo 94. (Concepto y tipo de intermediarios).- Se consideran intermediarios de valores aquellas personas físicas o jurídicas que realizan en forma profesional y habitual operaciones de intermediación entre oferentes y demandantes de valores de oferta pública o privada.

Los intermediarios de valores que actúan como miembros de una bolsa de valores u otra institución que constituya un mercado de negociación de valores de oferta pública se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera de dichos mercados se denominan agentes de valores.

Artículo 95. (Regulación y fiscalización).- Los intermediarios de valores, tanto en su actividad en la oferta pública como privada de valores, están sujetos a la regulación y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 96. (Autorización).- Los intermediarios de valores requerirán autorización de la Superintendencia de Servicios Financieros para actuar. Los requisitos que fije la Superintendencia de Servicios Financieros podrán ser diferenciados, en función de que el intermediario actúe únicamente por cuenta de terceros o por cuenta propia y de terceros, que sean corredores de bolsa, agentes de valores u otras circunstancias que estime apropiadas.

Al considerar la solicitud de autorización se tendrán en cuenta razones de legalidad, oportunidad y conveniencia.

Las bolsas de valores podrán establecer requisitos adicionales para aquellos intermediarios que actúen en su ámbito.

Artículo 97. (Requisitos de inscripción).- Para ser autorizados e inscriptos en el Registro de Intermediarios de Valores que lleva la Superintendencia de Servicios Financieros, deberán acreditar, a satisfacción de esta Institución, los siguientes requisitos:

1. Fijar domicilio comercial para desarrollar las actividades de intermediación.
2. Incluir en su nombre la expresión "corredor de bolsa" o "agente de valores" respectivamente.
3. Ser sociedad comercial bajo cualquiera de los tipos sociales previstos en la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, debiendo ser los socios personas físicas. En el caso de sociedades anónimas, sus acciones deberán ser nominativas y pertenecer a personas físicas o acreditarse la cadena de accionistas hasta identificar al sujeto de derecho que ejerce el efectivo control sobre la misma. Las personas físicas que a la fecha de la sanción de la presente ley actúen como intermediarios de valores deberán adecuarse a esta disposición en el plazo de un año.
4. Tener el capital mínimo y constituir las garantías que determine la Superintendencia de Servicios Financieros.
5. Mantener una estructura de administración, organización y controles internos adecuados.
6. Acreditar ante la Superintendencia de Servicios Financieros respecto de los miembros de su Directorio, integrantes de la Comisión Fiscal si la hubiere y su personal superior, capacidad legal, ausencia de inhabilidades legales, no haber sido condenados por delitos vinculados al sistema financiero, no haber sido declarados en quiebra y cumplir con los demás requisitos que establezca la reglamentación.

Artículo 98. (Objeto).- Los intermediarios de valores, con excepción de las instituciones de intermediación financiera, tendrán como objeto exclusivo la actividad referida en el artículo 94 de la presente ley.

Artículo 99. (Transmisión y emisión de acciones y certificados provisorios).- La emisión y la transmisión de las acciones o de certificados provisorios de acciones de los intermediarios de valores deberán ser autorizadas por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 100. (Requisitos de funcionamiento).- Los intermediarios de valores deberán cumplir, en todo momento, con los requisitos patrimoniales y de garantía, organización interna y de conducta, estándares de aptitud, rectitud comercial y profesional, deberes de información y exigencias prudenciales y otros requisitos que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros.

Dichos requisitos podrán ser diferenciados, en función de que el intermediario actúe solo por cuenta propia o por cuenta propia y de terceros, que sean corredores de bolsa, agentes de valores o asesores de inversión u otras circunstancias que estime apropiadas.

Artículo 101. (Garantía).- Los intermediarios de valores deberán constituir una garantía en forma previa a su autorización como tales para asegurar el correcto y cabal cumplimiento de sus obligaciones, en beneficio de los acreedores que tengan o llegaren a tener en razón de su actividad de intermediación.

La Superintendencia de Servicios Financieros establecerá el monto y forma de constitución de la garantía inicial y su mantenimiento, considerando, entre otros, el volumen y naturaleza de las operaciones del intermediario, si además de actuar por cuenta de terceros actúan o no por cuenta propia u otras circunstancias semejantes.

La garantía deberá mantenerse hasta el año posterior a la pérdida de la calidad de intermediario de valores o hasta que se resuelvan por sentencia ejecutoriada las acciones judiciales que se hayan entablado en su contra, dentro de dicho plazo.

Artículo 102. (Responsabilidad y prueba).- Los intermediarios de valores deben verificar la identidad y capacidad legal de las personas que contraten por su intermedio y la autenticidad de los valores que negocien.

Los intermediarios de valores quedan obligados a pagar el precio de la compra o a hacer la entrega de los valores vendidos según las condiciones pactadas, así como del debido registro de la transacción.

Los comprobantes, las minutas o las constancias que entreguen a sus clientes y las que se dieren recíprocamente hacen prueba en contra del intermediario de valores que las emite.

Artículo 103. (Valores de terceros).- Los intermediarios de valores que custodien valores por cuenta de terceros, pero a nombre propio, deberán anotar separadamente en su contabilidad estos valores e inscribir en un registro especial, con la individualización completa de la o las personas por cuenta de quien los mantiene, conforme a las instrucciones que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 104. (Inaplicabilidades).- No serán aplicables a los intermediarios de valores las disposiciones de la [Ley N° 16.497](#), de 15 de junio de 1994, ni los artículos 89 a 112 inclusive del Código de Comercio.

Artículo 105. (Cancelación de la inscripción).- El retiro de la autorización y la cancelación de la inscripción de un intermediario de valores opera a su solicitud o de oficio, al solicitarse la liquidación judicial de la empresa o sancionarse con cancelación de actividades.

De tratarse de solicitud por parte del intermediario, previo a adoptar decisión, será necesario poner en conocimiento del público, por los medios que la Superintendencia de Servicios Financieros estime pertinentes, que se ha iniciado el proceso de cancelación.

### **CAPÍTULO III**

#### **DE LA INTERVENCIÓN Y LA LIQUIDACIÓN ADMINISTRATIVA DE LAS BOLSAS DE VALORES, OTRAS INSTITUCIONES QUE CONSTITUYAN MERCADOS DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA Y DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES**

Artículo 106. (Requisitos para la intervención).- El Directorio del Banco Central del Uruguay podrá adoptar medidas preventivas, que pueden llegar a la intervención o la inmediata suspensión de actividades de las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de valores de oferta pública y de los intermediarios de valores, con excepción de las instituciones de intermediación financiera que se rigen al respecto por las disposiciones del [Decreto-Ley N° 15.322](#), de 17 de setiembre de 1982 y sus leyes modificativas, cuando entienda que se encuentran en situación de riesgo los intereses de terceros. Para las actuaciones de esta índole podrá solicitar el auxilio de la fuerza pública, si ello fuera necesario.

La intervención podrá ir acompañada de la sustitución total o parcial de las autoridades. Cuando esta vaya acompañada de la sustitución total de autoridades implicará la caducidad de todas las comisiones o mandatos otorgados por ellas y la suspensión durante veinte días hábiles, de todo tipo de plazo que pueda correrle a la empresa intervenida.

En la intervención, el Banco Central del Uruguay dispondrá de plenos poderes de gestión.

Facúltase al Banco Central del Uruguay a tomar otras medidas, tales como la restricción en las actividades de las instituciones referidas en el inciso primero, un monitoreo más estricto de su capital o la solicitud de requisitos adicionales de capital, seguros o garantías, de forma de minimizar el riesgo sistémico.

También podrá instruirles a reducir su exposición al riesgo o incrementar sus márgenes en caso de que mantengan o controlen grandes posiciones en uno o más activos financieros.

En todos los casos, el Banco Central del Uruguay adoptará las medidas necesarias para asegurar que los activos de terceros sean debidamente cautelados.

Artículo 107. (Cese de la intervención).- En caso que se haya subsanado la situación que diera origen a la intervención, el Banco Central del Uruguay está facultado a reincorporarla a sus titulares, pudiendo exigir las cautelas y garantías que estime necesarias.

Artículo 108. (Liquidación).- El Banco Central del Uruguay será liquidador, en sede administrativa, de las entidades indicadas en el artículo 106 de la presente ley que se encuentren en situación de insolvencia, pudiendo facultar a un tercero para que practique dicha liquidación.

La disolución de las sociedades y empresas y el consiguiente estado de liquidación serán dispuestos por el Banco Central del Uruguay.

El Banco Central del Uruguay dispondrá de los más amplios poderes de administración y disposición, sin limitaciones de especie alguna sobre los bienes, acciones, derechos y obligaciones de la liquidada. Las resoluciones del Banco Central del Uruguay en su carácter de liquidador serán recurribles en la forma prevista en el artículo 14 de la [Ley N° 17.613](#), de 27 de diciembre de 2002.

En lo no previsto por esta ley, será de aplicación lo que dispongan las normas que rigen la liquidación administrativa de las instituciones de intermediación financiera y subsidiariamente las normas generales que rigen en materia de concursos de sociedades anónimas o de los comerciantes, según corresponda.

Artículo 109. (De los valores y fondos de terceros).- El dinero y los valores que los intermediarios de valores adquieran o mantengan en custodia por cuenta de los clientes, no podrán ser embargados por deudas del intermediario ni podrán ser objeto de otras medidas preventivas o de ejecución que pudieran promoverse para asegurar el cobro de tales deudas. En caso de liquidación por insolvencia del intermediario de valores, el dinero y los valores que este hubiese adquirido o tuviese en custodia por cuenta de sus clientes no integrarán la masa activa de la liquidación.

Lo dispuesto en el presente artículo se aplicará, asimismo, al dinero y a los valores de clientes que las bolsas de valores u otras instituciones que constituyan mercados de valores de oferta pública pudiesen mantener en custodia por cuenta de los intermediarios, y que no podrán verse afectados por medida cautelar o de ejecución alguna que pudiese promoverse por deudas de la institución custodiante ni formarán parte de la masa activa de su liquidación, para el caso de que esta fuera declarada.

Artículo 110. (Liquidación de obligaciones en cajas de valores y en sistemas de compensación y liquidación de valores).- La suspensión de actividades o la liquidación por insolvencia de los intermediarios de valores no impedirá el estricto cumplimiento de las obligaciones por ellos asumidas en el ámbito de una caja de valores o en los sistemas de compensación y liquidación de valores. Tales obligaciones serán liquidadas en las formas previstas reglamentariamente, pudiendo a tal efecto ser realizados los bienes que

el intermediario hubiese afectado en garantía, con independencia de la medida de suspensión o liquidación que hubiese sido dispuesta y sin necesidad de recurrir a procedimiento judicial alguno. Si de la imputación del producido de dichos bienes a las referidas obligaciones surgiere un remanente a favor del intermediario, el mismo integrará la masa activa de la liquidación, debiendo ser puesto por el administrador del respectivo sistema a disposición del liquidador.

## **CAPÍTULO IV**

### **DISPOSICIONES GENERALES Y TRANSITORIAS**

Artículo 111. (Confidencialidad).- Los intermediarios de valores no podrán dar a conocer informaciones sobre operaciones realizadas por cuenta de clientes ni las posiciones en valores de los mismos u otras informaciones confidenciales que reciben de sus clientes o sobre sus clientes, obligación esta que no es oponible al Banco Central del Uruguay.

Artículo 112. (Denominación).- El uso de las denominaciones "bolsa de valores", "corredor de bolsa", "agente de valores", "intermediario de valores" u otras semejantes que determine la Superintendencia de Servicios Financieros queda reservado exclusivamente para aquellas personas autorizadas a actuar como tales por dicha Institución.

## **TÍTULO VIII**

### **OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES**

Artículo 113. (Designación de auditores externos).- Las entidades que realicen oferta pública de valores, las administradoras de fondos de ahorro previsional y de fondos de inversión, las empresas aseguradoras, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros deberán designar auditores externos, de entre los inscriptos en el registro de auditores externos que, para este fin, lleva dicha Superintendencia. Dichos auditores deberán aplicar las normas internacionales de auditoría.

En el caso de las entidades que realicen oferta pública de valores, será competencia de la asamblea de accionistas designar a los auditores externos, la que tendrá facultades para revocar la designación en cualquier momento.

Cuando por el tipo social no exista la asamblea de accionistas, a efectos de la designación y revocación de los auditores externos, será preciso contar con el consentimiento mayoritario de los socios. En todos los casos de revocación del auditor externo el emisor deberá dar cuenta a la Superintendencia de Servicios Financieros de las razones que lo motivaron.

Artículo 114. (Actividad de auditores externos en entidades supervisadas).- La Superintendencia de Servicios Financieros podrá reglamentar y controlar la actividad de

los auditores externos cuando ejerzan sus funciones en las entidades referidas en el artículo anterior.

Artículo 115. (Designación de calificadoras de riesgo).- Las entidades que realicen oferta pública de valores, las administradoras de fondos de inversión, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros que ésta considere conveniente incluir mediante la regulación de esta norma, cuando deban designar calificadoras de riesgo, deberán hacerlo de entre las inscriptas en el registro de calificadoras de riesgo que, para este fin, lleva dicha Superintendencia.

En el caso de las entidades que realicen oferta pública de valores, será competencia de la asamblea de accionistas designar a las calificadoras de riesgo, la que tendrá facultades para revocar la designación en cualquier momento. Cuando por el tipo social no exista la asamblea de accionistas, a efectos de la designación y revocación de la designación de las calificadoras de riesgo, será preciso contar con el consentimiento mayoritario de los socios. En todos los casos de revocación de la calificadora de riesgos el emisor deberá dar cuenta a la Superintendencia de Servicios Financieros de las razones que lo motivaron.

Artículo 116. (Actividad de calificadoras de riesgo en entidades supervisadas).- La Superintendencia de Servicios Financieros podrá reglamentar y controlar la actividad de las entidades calificadoras de riesgo cuando califiquen entidades o valores registrados en dicha Superintendencia.

Artículo 117. (Asesores de inversión y otros participantes del mercado).- Se consideran asesores de inversión las personas físicas o jurídicas que, en forma profesional y habitual, aconsejan a terceros respecto de la inversión, compra o venta de valores objeto de oferta pública, o canalizan las órdenes que reciban de sus clientes hacia intermediarios radicados en el país o en el exterior y que no se encuentren alcanzados por otra figura supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Con el propósito de salvaguardar la transparencia del mercado y la adecuada información a los inversores, la Superintendencia de Servicios Financieros podrá reglamentar y supervisar la actividad de los asesores de inversión y otros participantes del mercado de valores.

Si los asesores de inversión custodian valores de terceros deberán cumplir con los mismos requisitos generales que los agentes de valores.

## **TÍTULO IX**

### **RÉGIMEN SANCIONATORIO**

#### **CAPÍTULO I**

Artículo 118. (Facultades sancionatorias del Banco Central del Uruguay).- El Banco Central del Uruguay, respecto a las personas físicas o jurídicas intervinientes en la oferta

pública o privada de valores, incluyendo a los emisores de oferta pública, las bolsas de valores y demás instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, los intermediarios de valores, los asesores de inversión, las instituciones registrantes, custodios, calificadores, auditores externos, representantes de titulares de valores de oferta pública, agentes de pago y todo otro agente interviniente, que infrinja las leyes y decretos que regulen dicha materia o las normas generales o instrucciones particulares dictadas por el mismo, podrá aplicar las siguientes sanciones, en lo pertinente, sin perjuicio de la denuncia penal si correspondiere:

1. Observación.
2. Apercibimiento.
3. Multas cuyo límite máximo será:
  - A) Para los bancos: el 50% (cincuenta por ciento) de la responsabilidad patrimonial básica establecida para su funcionamiento.
  - B) Para los demás intervinientes en el mercado de valores a los que se exija capital mínimo regulatorio: el mayor importe entre el 50% (cincuenta por ciento) del capital mínimo requerido al infractor de acuerdo con la naturaleza de su actividad y el 10% (diez por ciento) de la responsabilidad patrimonial básica establecida para el funcionamiento de los bancos.
  - C) Para los agentes intervinientes en el mercado que no posean requisito de capital mínimo regulatorio: el 10% (diez por ciento) de la responsabilidad patrimonial básica establecida para el funcionamiento de los bancos.
4. Suspensión o cancelación de la cotización de los valores.
5. Suspensión o cancelación de la habilitación para realizar oferta pública.
6. Suspensión o cancelación de actividades.

Lo estipulado en el numeral 6 anterior no será aplicable a los emisores de valores de oferta pública ni a las instituciones de intermediación financiera.

Solo podrán aplicarse acumulativamente a una misma persona y por un mismo caso la multa y la suspensión o cancelación de actividades.

Las sanciones previstas en los numerales 1 y 2 del presente artículo serán aplicadas por la Superintendencia de Servicios Financieros, quien también aplicará las multas cuando el monto de las mismas no supere el 10% (diez por ciento) de la responsabilidad patrimonial básica de los bancos. Las restantes sanciones serán aplicadas por el Directorio de la Institución.

Las sanciones antedichas podrán recaer, además, en los miembros del Directorio, síndicos, integrantes de la Comisión Fiscal, la Comisión de Auditoría o personal gerencial de la entidad que hubiese tenido participación en la infracción o hubiese incurrido en omisiones en el cumplimiento de sus funciones con vinculación causal en relación a la infracción imputada a la entidad. Si la entidad fuere pasible de las sanciones indicadas en los numerales 4, 5 y 6, y las personas antedichas hubieren tenido participación, los antecedentes respectivos serán puestos en conocimiento de todos los servicios del Banco Central del Uruguay.

Las sanciones dispuestas por el Banco Central del Uruguay deberán ser publicadas. Para ello, la Superintendencia de Servicios Financieros definirá los medios de publicidad que estime pertinentes.

## **CAPÍTULO II**

### **INTERMEDIARIOS DE VALORES**

Artículo 119. (Causales graves).- Son causales de las sanciones de suspensión o cancelación de actividades de los agentes intervinientes en el mercado de valores, entre otras, las siguientes:

1. Dejar de cumplir con los requisitos de inscripción o funcionamiento.
2. Incurrir en graves violaciones a las obligaciones que impone esta ley, sus normas modificativas o complementarias u otras disposiciones que los rijan.
3. Tomar parte en forma culpable o dolosa en transacciones no compatibles con las sanas prácticas de los mercados de valores.
4. Realizar o participar en actos o efectuar operaciones ficticias o que tengan por objeto o efecto afectar la libre formación de precios del mercado de valores, manipular la liquidez de un valor, aparentar ofertas o demandas de valores, manipular o fijar artificialmente precios o cotizaciones, ofertas o demandas, obstaculizar la libre concurrencia, así como divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente, información falsa, tendenciosa o privilegiada.
5. Dejar de cumplir, por razones que le son imputables, obligaciones originadas en transacciones de valores en que hayan tomado parte.
6. Utilizar dineros o valores de sus comitentes para cumplir operaciones pendientes o propias, o de otros comitentes.
7. Salvo en el caso de las instituciones de intermediación financiera registradas en la Superintendencia de Servicios Financieros, realizar actividades de intermediación financiera.

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

8. Garantizar rendimientos.

9. Obstruir las actuaciones de inspección y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros.

Artículo 120. (Debido proceso).- Las sanciones a recaer en aplicación de lo dispuesto en la presente ley se determinarán para las distintas actividades, en función de la gravedad de la falta.

El procedimiento para la aplicación de sanciones deberá observar necesariamente y en todos los casos, las garantías del debido proceso, dándose vista de las respectivas actuaciones y posibilitándose un pleno ejercicio del derecho de defensa con articulación de descargos por parte del o de los afectados por la medida.

## **TÍTULO X**

### **DISPOSICIONES GENERALES**

Artículo 121. (Jurisdicción).- En la emisión de valores en la que se deje expresa constancia de su oferta internacional, sean o no objeto de oferta pública, la entidad emisora podrá establecer libremente la ley y jurisdicción aplicables a aquéllos cumpliendo con lo establecido en la presente ley para su registro, si correspondiere.

Ello no obstará al derecho de los titulares de los valores a elegir en todo caso la jurisdicción del domicilio del emisor.

Practicada la elección de jurisdicción, en uno u otro sentido, a través de la comparecencia ante los tribunales correspondientes, no podrá ser luego modificada.

Artículo 122. (Inversión en valores).- Las empresas comprendidas en los artículos 1° y 2° del [Decreto-Ley N° 15.322](#), de 17 de setiembre de 1982, con las modificaciones introducidas por la [Ley N° 16.327](#), de 11 de noviembre de 1992, que realicen actividades de intermediación financiera, podrán efectuar inversiones en valores de oferta pública.

La Superintendencia de Servicios Financieros, sin perjuicio de lo dispuesto por el decreto-ley citado, limitará y controlará dichas inversiones en las condiciones que determine la reglamentación.

Artículo 123. (Inversión en valores de oferta pública por otros Institutos).- Las Cajas Paraestatales de Jubilaciones y Pensiones y los Fondos Complementarios, creados por el [Decreto-Ley N° 15.611](#), de 10 de agosto de 1984, podrán invertir parte de sus fondos en valores objeto de la oferta pública y emitidos por empresas radicadas en el país, en las condiciones y límites que establezca la reglamentación del Poder Ejecutivo.

Artículo 124. (Aumento obligatorio).- Modificase el artículo 288 de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, el cual quedará redactado de la siguiente forma:

"ARTÍCULO 288. (Aumento obligatorio).- Una vez aprobado el balance general de la sociedad, cuando el capital social represente menos del 50% (cincuenta por ciento) del capital integrado más las reservas y los ajustes al patrimonio (revaluaciones del activo) la sociedad deberá capitalizar esas reservas y los montos resultantes de los referidos ajustes o revaluaciones hasta alcanzar por lo menos aquel porcentaje.

El aumento del capital social resultante será dispuesto por el órgano de administración dentro de los treinta días de aprobado el balance y no requerirá conformidad administrativa. La resolución del órgano de administración disponiendo el aumento se comunicará al Registro Público de Comercio y se publicará".

Artículo 125. (Obligación de reserva).- Modifícase el artículo 419 de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, en la redacción dada por el artículo 59 de la [Ley N° 17.243](#), de 29 de junio de 2000, el cual quedará redactado de la siguiente forma:

"ARTÍCULO 419. (Obligación de reserva).- El órgano estatal de control guardará reserva sobre todos los actos que intervenga y cuya publicación no sea determinada por la ley. No obstante, suministrará información de la documentación que posea en el marco de su actuación, a los titulares de un interés directo, personal y legítimo, así como a todos los organismos del Estado, los cuales deberán guardar la debida confidencialidad. También podrá proporcionarla de oficio.

En todos los casos los requerimientos se efectuarán por escrito y en forma fundada. De la resolución favorable se remitirá copia a la sociedad involucrada.

La obligación de guardar reserva se extenderá a los funcionarios del órgano estatal de control, bajo pena de destitución y sin perjuicio de las responsabilidades que correspondan.

El juez competente, atendiendo a las circunstancias del caso, podrá liberar de la obligación de reserva".

Artículo 126. (Caracterización de las acciones).- Modifícase el artículo 304 de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, el cual quedará redactado de la siguiente forma:

"ARTÍCULO 304. (Caracterización de las acciones).- Las acciones podrán ser al portador o nominativas y en este último caso, endosables o no. También podrán ser escriturales, representándose mediante anotaciones en cuenta".

Artículo 127.- Las competencias atribuidas por esta ley a la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay no obstan al ejercicio por parte del Directorio de esa Institución del poder de avocación, revocación de oficio y modificación que le atribuye el inciso tercero del artículo 36 de la [Ley N° 16.696](#), de 30 de marzo de 1995, en la redacción dada por el artículo 9° de la [Ley N° 18.401](#), de 24 de octubre de 2008.

## TÍTULO XI

## **DISPOSICIONES TRIBUTARIAS DE PROMOCIÓN AL MERCADO DE VALORES**

Artículo 128. (Tasas).- Agrégase el siguiente inciso al artículo 26 del Título 7 del Texto Ordenado 1996:

"Rentas de certificados de participación emitidos por fideicomisos financieros mediante suscripción pública y cotización bursátil a plazos de más de 3 años, 3%".

Artículo 129. (Exoneración).- Agrégase el siguiente texto al primer inciso del literal C) del artículo 27 del Título 7 del Texto Ordenado 1996:

"Asimismo estarán exentos los dividendos pagados o acreditados por los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas y del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios, en tanto las acciones que dan lugar al pago o crédito de los mismos coticen en bolsa de valores".

Artículo 130. (Tasas).- Agrégase el siguiente inciso al artículo 14 del Título 8 del Texto Ordenado 1996:

"Rentas de certificados de participación emitidos por fideicomisos financieros mediante suscripción pública y cotización bursátil a plazos de más de 3 años, 3%".

Artículo 131. (Exoneración).- Agrégase el siguiente texto al primer inciso del literal C) del artículo 15 del Título 8 del Texto Ordenado 1996:

"Asimismo estarán exentos los dividendos pagados o acreditados por los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas y del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios, en tanto las acciones que dan lugar al pago a crédito de los mismos coticen en bolsa de valores".

Artículo 132. (Exoneración).- Sustitúyese el literal A) del numeral 2) del artículo 19 del Título 10 del Texto Ordenado 1996, por el siguiente:

"A) Intereses de valores públicos y privados, de depósitos bancarios y warrants".

Artículo 133. (Exoneración).- Agrégase el siguiente inciso al literal E) del numeral 2) del artículo 19 del Título 10 del Texto Ordenado 1996:

"Quedan exonerados de este impuesto las operaciones de descuentos de documentos realizadas a través de la Bolsa de Valores por los contribuyentes del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE) o del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios (IMEBA)".

Artículo 134. (Exoneración).- Sustitúyese el literal I) del numeral 2) del artículo 19 del Título 10 del Texto Ordenado 1996, por el siguiente:

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

"I) Las comisiones derivadas por la intervención en la compraventa de valores públicos y privados emitidos en nuestro país".

Artículo 135. (Abatimiento).- Agrégase como inciso segundo al artículo 47 del Título 14 del Texto Ordenado 1996, lo siguiente:

"El abatimiento se aplicará también para las sociedades que coticen en bolsa".

Artículo 136.- Facúltase al Poder Ejecutivo a otorgar a los warrants el mismo tratamiento que el correspondiente a las obligaciones y debentures, en lo relativo a los Impuestos a las Rentas de las Actividades Económicas, a la Renta de las Personas Físicas, a las Rentas de los No Residentes, al Valor Agregado y al Patrimonio. Dicha facultad podrá ejercerse siempre que su emisión se haya efectuado mediante suscripción pública y que dichos papeles tengan cotización bursátil.

Artículo 137.- Agrégase al Título 14 del Texto Ordenado 1996, el siguiente artículo:

"ARTÍCULO 41 bis.- Facúltase al Poder Ejecutivo a exonerar total o parcialmente del Impuesto al Patrimonio, el patrimonio de las sociedades que realicen suscripciones públicas de acciones en bolsa. Dicha exoneración podrá otorgarse hasta por cinco ejercicios fiscales.

En caso de ejercerse la facultad a que refiere el inciso anterior y durante el período que se aplique la exoneración, la tenencia de tales acciones se considerará activo gravado a los efectos del cálculo del pasivo computable para la determinación del patrimonio gravado".

Artículo 138. (Derogaciones).- Deróganse la [Ley N° 16.749](#), de 30 de mayo de 1996, los [artículos 303](#) y [334](#) de la [Ley N° 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, el último inciso del artículo 6° de la [Ley N° 16.774](#), de 27 de setiembre de 1996 y las demás normas que se opongan a la presente ley.

Sala de Sesiones de la Cámara de Senadores, en Montevideo, a 24 de noviembre de 2009.

**RODOLFO NIN NOVOA,**  
**Presidente.**  
**Hugo Rodríguez Filippini,**  
**Secretario.**

**MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS**  
**MINISTERIO DEL INTERIOR**  
**MINISTERIO DE RELACIONES EXTERIORES**  
**MINISTERIO DE DEFENSA NACIONAL**  
**MINISTERIO DE EDUCACIÓN Y CULTURA**  
**MINISTERIO DE TRANSPORTE Y OBRAS PÚBLICAS**  
**MINISTERIO DE INDUSTRIA, ENERGÍA Y MINERÍA**

Análisis del mercado de valores y del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento.  
Una puesta a punto.

**MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL**  
**MINISTERIO DE SALUD PÚBLICA**  
**MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA**  
**MINISTERIO DE TURISMO Y DEPORTE**  
**MINISTERIO DE VIVIENDA, ORDENAMIENTO TERRITORIAL Y**  
**MEDIO AMBIENTE**  
**MINISTERIO DE DESARROLLO SOCIAL**

**Montevideo, 2 de diciembre de 2009.**

Cúmplase, acúcese recibo, comuníquese, publíquese e insértese en el Registro Nacional de Leyes y Decretos, la Ley por la que se dictan normas relacionadas con la regulación del Mercado de Valores.

**TABARÉ VÁZQUEZ.**  
**ÁLVARO GARCÍA.**  
**JORGE BRUNI.**  
**NELSON FERNÁNDEZ.**  
**GONZALO FERNÁNDEZ.**  
**MARÍA SIMON.**  
**LUIS LAZO.**  
**RAÚL SENDIC.**  
**JULIO BARÁIBAR.**  
**MARÍA JULIA MUÑOZ.**  
**ANDRÉS BERTERRECHE.**  
**HÉCTOR LESCANO.**  
**CARLOS COLACCE.**  
**MARINA ARISMENDI.**