



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración
Universidad de la República

**UNIVERSIDAD DE LA REPUBLICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION**

**TRABAJO MONOGRÁFICO PARA OBTENER EL TÍTULO DE
CONTADOR PÚBLICO**

LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN EL URUGUAY, EN LA REGIÓN Y EN EL MUNDO.

por

**JAVIER LEVI KATZKOWICH
FLORENCIA LEVRERO ROVIA
ANDRES SEGAL ZAIDMAN**

TUTOR: Rubén Darío Rodríguez

**Montevideo
URUGUAY
2010**

AGRADECIMIENTOS

Deseamos agradecer a las personas e instituciones consultadas por el tiempo dedicado y por su colaboración en el desarrollo de este trabajo de investigación y muy especialmente a nuestras familias y amigos quienes nos han apoyado a lo largo de toda la carrera universitaria.

Por último, queremos expresar nuestro más sincero agradecimiento a nuestro tutor Cr. Rubén Darío Rodríguez.

ÍNDICE

ABSTRACT	- 1 -
INTRODUCCIÓN	- 2 -
CAPÍTULO 1 - MERCADO DE VALORES: MARCO TEÓRICO.....	- 4 -
1.1 EL MERCADO FINANCIERO.....	- 4 -
1.1.1 Mercado Monetario	- 4 -
1.1.2 Mercado de Valores	- 4 -
1.1.3 Mercado de Cambios	- 5 -
1.2 ORIGEN DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL.....	- 6 -
1.2.1 Inicio de las Bolsas de Valores en el Mundo	- 6 -
1.2.2 Evolución de la Actividad Bursátil	- 9 -
1.3 COMPONENTES DEL MERCADO DE VALORES.....	- 11 -
1.3.1 Organismo Regulador.....	- 11 -
1.3.2 Ámbitos de Negociación (Bolsas de Valores)	- 11 -
1.3.3 Emisores	- 13 -
1.3.4 Intermediarios.....	- 13 -
1.3.5 Inversionistas.....	- 14 -
1.3.6 Empresas Calificadoras.....	- 14 -
1.3.7 Cajas de Valores	- 15 -
CAPÍTULO 2 – LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN LA REGIÓN Y EN EL MUNDO	- 17 -
2.1 PRINCIPALES BOLSAS DE VALORES Y SUS ÍNDICES BURSÁTILES	- 17 -
2.1.1 Principales Bolsas de Valores en la región	- 17 -
2.1.2 Principales Bolsas de Valores en el mundo.....	- 18 -
2.2 PRINCIPALES ACTORES - INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.....	- 21 -
2.2.1 Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPS).....	- 21 -
2.2.2 Fondos Mutuos	- 23 -
2.2.3 Fondos de Inversión	- 23 -
2.2.4 Compañías de Seguros	- 26 -
2.3 OPERACIONES.....	- 27 -
2.4 ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN MATERIA DE REGULACIÓN	- 28 -

CAPÍTULO 3 – LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN URUGUAY	- 30 -
3.1 BOLSAS DE VALORES	- 30 -
3.1.1 Bolsa de Valores de Montevideo	- 30 -
3.1.1.1 Estructura y Autoridades.....	- 31 -
3.1.1.2 Calidad de los Socios	- 32 -
3.1.1.3 Emisores	- 33 -
3.1.1.4 Transacciones por Ruedas Físicas	- 35 -
3.1.1.5 Tipos de operaciones	- 35 -
3.1.1.6 Sistemas electrónicos de negociación.....	- 36 -
3.1.2 Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA)	- 38 -
3.1.2.1 Estructura y Autoridades.....	- 38 -
3.1.2.2 Operadores.....	- 38 -
3.1.2.3 Sistemas de Transacción	- 39 -
3.1.2.4 Modalidad de adquisición de Valores	- 40 -
3.1.2.5 Ventajas de un Sistema Electrónico	- 41 -
3.1.2.6 Empresas que cotizan en BEVSA	- 41 -
3.1.3 Existencia de dos ámbitos de negociación.....	- 41 -
3.2 EMPRESAS CALIFICADORAS	- 42 -
3.2.1 Normativa de las Calificadoras de Riesgo a nivel Nacional.....	- 42 -
3.2.2 Tipos de Calificaciones en la Normativa Uruguaya	- 44 -
3.3 EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS.....	- 44 -
3.3.1 Valores que se transan en el Mercado.....	- 44 -
3.3.1.1 Principales valores de oferta pública emitidos por el sector público	- 45 -
3.3.1.2 Principales valores de oferta pública emitidos por el sector privado.....	- 47 -
3.3.2 Otras alternativas de financiación.....	- 49 -
CAPÍTULO 4 – ANTECEDENTES EN MATERIA REGULATORIA Y REGULACIÓN VIGENTE DEL MERCADO DE VALORES	- 53 -
4.1 FORMALIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL Y DESARROLLO DE LAS PRIMERAS REGULACIONES	- 53 -
4.1.1 Acuerdos Regionales – Protocolo de Colonia 1994.....	- 54 -
4.1.2 Acuerdos Internacionales.....	- 54 -
4.2 LEY DE MERCADO DE VALORES N° 18.627	- 55 -
4.2.1 Antecedentes	- 55 -

4.2.2 Principales Aportes en la Nueva Ley	- 55 -
4.3 EL ROL DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY	- 64 -
4.3.1 Circulares y Comunicaciones.....	- 66 -
CAPÍTULO 5 – ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA SITUACIÓN EN URUGUAY.....	- 69 -
5.1 ANÁLISIS VINCULADO A LA ESTRUCTURACIÓN DEL MERCADO.....	- 69 -
5.2 ANÁLISIS VINCULADO A LA REGULACIÓN	- 75 -
5.3 ANÁLISIS VINCULADO A LA CULTURA FINANCIERA	- 77 -
5.4 ANÁLISIS DEL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES	- 81 -
CAPÍTULO 6 – CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	- 86 -
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS Y MATERIAL DE APOYO	- 94 -
ENTREVISTAS REALIZADAS	- 95 -
ANEXO 1 - Ley Nº 18.627 MERCADO DE VALORES - NORMAS PARA SU REGULACIÓN	- 96 -
ANEXO 2 – CUESTIONARIOS UTILIZADOS EN ANÁLISIS DE CAMPO.....	- 129 -
ANEXO 3 - TÍTULO V LIBRO 1 RECOPIACIÓN DE NORMAS DE SEGUROS Y REASEGUROS-	131 -

ABSTRACT

Este trabajo de investigación monográfico analiza la situación actual del mercado de valores del Uruguay el cual no ha logrado consolidarse como una alternativa atractiva para el financiamiento empresarial y el ahorro privado.

En función a las características del mercado detectadas y en contraste con otros mercados de la región y del mundo se efectuó un diagnóstico señalando los principales problemas que se presentan y que constituyen un obstáculo para el desarrollo del mismo. Los principales problemas observados fueron: la estructuración de empresas en el mercado, la escasa variedad en la oferta de valores, la limitada circulación de fondos de valores privados, el problema coyuntural de tasa de interés, los problemas de cultura y desconfianza, los inconvenientes derivados de cambios introducidos por la nueva regulación, la falta de publicidad del mercado y la inexistencia de una Caja de Valores.

En función de éstos problemas se proponen algunas medidas que consideramos podrían estimular el desarrollo del mercado de valores de nuestro país.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de investigación monográfico tiene como cometido realizar un análisis del mercado de valores del Uruguay y su contrastación con otros mercados de valores a nivel regional y mundial a efectos de detectar las diversas razones por las cuales el mismo aún no ha alcanzado niveles satisfactorios de desarrollo. Asimismo, se realizarán recomendaciones de ciertas medidas que a nuestro juicio dinamizarían el mercado local.

El mercado de valores surge ante la necesidad de proveer una alternativa de financiamiento a aquellos agentes de la economía que requieren de fondos para el desarrollo de sus negocios vinculando a los mismos con agentes superavitarios.

En el mercado financiero uruguayo, el sistema bancario es la fuente de financiamiento empresarial por excelencia, consecuentemente, nuestro país no cuenta con un mercado de valores desarrollado que ofrezca distintas alternativas de financiamiento y atraiga al inversor.

En este sentido, este trabajo busca analizar las principales características del mercado local y aquellas con las que el mismo debe contar para su desarrollo.

El trabajo se encuentra estructurado en 6 capítulos con el siguiente contenido:

En el *primer capítulo* se presenta el marco teórico utilizado para la realización del análisis, efectuando una descripción del mercado financiero y sus características esenciales, así como una enunciación de los principales componentes de un mercado de valores y una reseña histórica de los orígenes de la actividad bursátil en la región y en el mundo.

En el *segundo capítulo* se exponen las principales Bolsas de Valores del mundo y sus índices bursátiles y se hace referencia a los principales actores del mercado, los “Inversionistas Institucionales”. Asimismo, se presentan los estándares internacionales para la regulación de los mercados de valores y los tipos de operaciones y valores que pueden ser operados en el mismo.

El *tercer capítulo*, refiere a la situación actual del mercado de valores en Uruguay abordando sus componentes fundamentales:

- Ámbitos de Negociación

- a) Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
- b) Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

- Empresas Calificadoras

- Principales Valores operados en el Mercado

- a) Emisiones del Sector Público
- b) Emisiones del Sector Privado

En el *cuarto capítulo* se presentan los principales aspectos regulatorios indicando las primeras formalizaciones y regulaciones del mercado de valores. También se realiza un análisis del régimen regulatorio vigente en nuestro país mencionando los principales aportes de la nueva Ley de Mercado de Valores N° 18.627.

El *quinto capítulo* está orientado al análisis de evidencia empírica donde se realiza un diagnóstico de los principales problemas detectados en el mercado.

Finalmente, en el *sexto capítulo* se abordan las principales conclusiones obtenidas a partir de la investigación realizada.

CAPÍTULO 1 - MERCADO DE VALORES: MARCO TEÓRICO

1.1 EL MERCADO FINANCIERO

En materia económica, un mercado es el lugar o área donde se reúnen compradores y vendedores para realizar operaciones de intercambio.

Mercado Financiero podría definirse como el conjunto de instituciones, ámbitos y personas físicas y jurídicas que permiten el intercambio de activos financieros. A través de estos mercados, se encuentran oferentes y demandantes de recursos financieros permitiendo canalizar el ahorro de unos a la inversión de otros. Este intercambio de recursos desde unidades con excedentes hacia unidades deficitarias se realiza a través de operaciones o contratos bursátiles en los que intervienen intermediarios financieros.

Operando a través de mercados financieros los inversores obtienen como principal ventaja una búsqueda rápida del activo financiero que mejor se adecua a sus necesidades y la negociación de precios justos determinados en base a la oferta y demanda.

Los Mercados Financieros pueden clasificarse con diversos criterios considerando distintos aspectos, entre ellos, el tipo de derecho, el momento de transacción, las características de los activos negociados, la forma de organización, el plazo de vencimiento de los activos financieros, etc.

En base a las características de los activos negociados la clasificación sería la siguiente:

1.1.1 Mercado Monetario

El Mercado Monetario, o Mercado de Dinero, es aquel mercado en el cual oferentes y demandantes intercambian activos financieros que por su corto plazo (menor a un año) y su alta seguridad se pueden considerar sustitutivos del dinero. Los instrumentos transados se caracterizan por su alto grado de liquidez, ya que existen amplios mercados secundarios que garantizan la fácil y rápida negociación de los mismos y por su bajo riesgo garantizado por la solvencia de sus emisores.

Los principales emisores de estos instrumentos son los Bancos, algunas empresas y los Gobiernos Nacionales.

Algunos de los instrumentos transados en el Mercado Monetarios son: las Letras de Tesorería de los Gobiernos, los Certificados Negociables de Bancos, Papeles Comerciales emitidos por empresas o bancos.

1.1.2 Mercado de Valores

Es el ámbito donde se negocian, en forma estructurada, capitales a mediano y largo plazo ofreciendo una alternativa de financiamiento distinta a la tradicional, (a través de instituciones de intermediación financieras) a agentes económicos con necesidades de fondos. En el mercado de valores se transan valores negociables que pueden ser valores públicos o privados como por ejemplo Títulos de deuda de empresas públicas y privadas, Letras del Gobierno central, Certificados de Depósito de Instituciones Financieras, Bonos de Ahorro Previsional, Opciones y Futuros, etc.

Mercado Primario y Mercado Secundario

El mercado de valores está conformado por el mercado primario o de emisión de nuevos valores y el mercado secundario.

El mercado primario se denomina así porque allí se negocian las primeras emisiones de títulos representativos de deuda o de capital que son emitidas por las empresas que buscan financiamiento. La emisión se realiza a través de la oferta pública primaria (“mercado primario”). En este mercado se ofrecen bonos, acciones preferidas y acciones comunes emitidos por gobiernos, municipalidades y compañías.

En el mercado secundario se compran y venden títulos valores previamente emitidos, negociados en segunda o más instancias y que se encuentran en circulación. Este mercado es, al igual que el mercado primario, un mercado oficial y regulado con disposiciones relativas a las condiciones de acceso y publicidad. En este mercado se producen el mayor número de operaciones.

La principal función del mercado secundario es la de proporcionar liquidez a los valores emitidos en el mercado primario debido a que los inversionistas pueden hacer efectivos sus valores cuando lo deseen.

En Uruguay existen dos mercados secundarios formales: La Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA).

1.1.3 Mercado de Cambios

El Mercado de Cambios, también denominado Mercado de Divisas o Forex (Foreign Exchange), es aquel en el cual se conocen las cotizaciones de las monedas y se realizan operaciones de compra-venta de las mismas.

El tipo de cambio representa una variable macroeconómica fundamental para cualquier economía, por lo que también lo es el mercado cambiario. Las cotizaciones están dadas por los tipos de cambio de las divisas en cuestión y se fijan, en términos generales, por la relación de oferta y demanda. Estas tasas de cambio de una divisa en términos de otra facilitan los intercambios comerciales.

La principal característica de este mercado es la gran cantidad de transacciones que se realizan en el mismo operando a través de una red electrónica global de bancos, instituciones financieras y operadores individuales, todos focalizados a comprar o vender divisas en virtud de su volátil relación de cambio.

El Mercado de Cambios cumple tres funciones principales:

1-Permite transferir poder adquisitivo de un país y su respectiva divisa con respecto a otro, esto es necesario ya que las transacciones se realizan en diferentes países, con diferentes monedas.

2-Proporciona Instrumentos y mecanismos para financiar el comercio y las inversiones internacionales. Esto es necesario debido a que las mercancías requieren de cierto tiempo para ser trasladadas de un país a otro, por lo cual se ha creado una serie de mecanismos como cartas de crédito, letras de cambio, entre otros.

3-Ofrece facilidades para la administración de riesgo y especulación

Existen dentro del Mercado de Cambios dos sub mercados:

Mercado de Cambios al contado o Mercado de divisas spot

En este sub mercado la compraventa de divisas se liquida en un plazo no superior al segundo día hábil después de la fecha en que se estableció el tipo de cambio.

Mercado de Cambios de futuro o Mercado de divisas Forward

En este sub mercado se negocian compromisos de compra o de venta de una cantidad determinada de divisas contra una moneda nacional en una fecha futura determinada, a un tipo de cambio establecido en el momento del acuerdo. Este tipo de negociaciones es muy utilizado para la cobertura de riesgo de cambio.

1.2 ORIGEN DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL

1.2.1 Inicio de las Bolsas de Valores en el Mundo

Los mercados en que se negociaban valores existen desde la antigüedad. Los mercados de valores actuales provienen de las ciudades comerciales italianas y holandesas del siglo XIII y las Lonjas y ferias medievales de Europa Occidental pueden considerarse el primer antecedente de la Bolsa como institución. En las ferias y Lonjas se desarrollaban reuniones de clientes con continuidad, estabilidad y organización y allí se inició la práctica de las transacciones de valores mobiliarios y títulos.

No obstante, el centro comercial de primer orden de los siglos XIII y XIV se situaba en Brujas, el primer mercado de valores moderno fue el de la ciudad de Amberes (Bélgica) creado en el año 1460. La Bolsa de Valores de Amberes fue la primera institución bursátil en sentido moderno donde además de desarrollar las típicas operaciones bursátiles que se realizaban en ferias y Lonjas, se introdujeron nuevas operaciones, los más variados juegos de azar y las operaciones sobre fondos públicos emitidos por varios Estados.

Pero en los primeros años del siglo XVII, entre 1608 y 1611, Hendrik de Keyser edificó la Bolsa de valores de Ámsterdam que pasaría a ser considerada históricamente como la primer Bolsa de Valores del mundo ya que en ella comenzaron a cotizarse las primeras acciones y activos financieros. La Bolsa de Valores de Ámsterdam, que sería renombrada como *Ámsterdam Bourse*, no era un mercado exclusivo de valores ni estos ocupaban la mayor parte de su operativa, sino que eran los productos coloniales los que constituían la operativa preponderante. Fue en la Bolsa de Valores de Ámsterdam donde se publicaron los primeros boletines semanales de cotizaciones que servían de punto de referencia en las transacciones.

En una serie de edificios de Ámsterdam, se aplicaba sobre las mercaderías un sistema de subasta dirigido por un funcionario público. Este sistema se extendió también a los valores y se fueron concentrando en la Bolsa y perfeccionándose hasta llegar a una subasta colectiva abierta a todos los negociantes interesados.

Los orígenes del mercado bursátil londinense datan del año 1570 cuando se inaugura la Bolsa denominada *Royal Exchange* donde los abusos y las diferencias entre los miembros llevaron a que muchos la abandonaran y comenzaran a desarrollar el comercio de valores en una zona de Londres llamada "Exchange alley" o "Change alley". Dicha zona concentraba numerosos cafés y principalmente en dos de ellos se centró el comercio de acciones: el "*Jonathan's*" y el "*Garraway's*". En el año 1773 el café "*Jonathan's*", fue rebautizado con el nombre de Stock Exchange dando origen a la actual Bolsa de Valores de Londres.

Posteriormente, se crearon la Bolsa de Francia, Lyon en 1595 y luego la de New York en 1792, siendo ésta la primera en el continente americano. Así fueron sucesivamente creándose otras bolsas en las principales ciudades del mundo y concomitantemente fueron surgiendo nuevas dificultades que se debían abordar como las comunicaciones entre bolsas, la competencia de mercados paralelos, los nuevos activos, las operaciones a plazo, los inversores institucionales y las barreras entre países.

Origen de las Bolsas de Valores en la región

Argentina

En Argentina hay un amplio abanico de Bolsas de Valores generales con diferentes mercados donde se destacan la Bolsa de Buenos Aires y la de Rosario.

La Sociedad Particular de Corredores estableció el 10 de julio de 1854 la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como una entidad particular, libre y autónoma. En 1929, nace el Mercado de títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires S.A. (luego denominado Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. - MERVAL) dentro de la Bolsa general debido al gran incremento de operaciones sobre valores y a la necesidad de ofrecer garantías al inversor a través de una entidad con personalidad propia. Desde 1969, las instituciones autorizadas a negociar públicamente títulos son los Mercados de Valores, integrados o no en una Bolsa de Comercio.

Posteriormente en 1946, se crea la Comisión de Valores, como rectora, y se establece la Superintendencia del Banco Central y para el año 1950 todas las Bolsas argentinas se ponen bajo el control del Banco Central. La Comisión Nacional de Valores es el órgano, con jurisdicción en toda la República, encargado de controlar el sistema bursátil argentino y de sancionar los incumplimientos a las leyes y regulaciones. Las relaciones de la Comisión con el Poder Ejecutivo se mantienen a través del Ministerio de Economía.

Brasil

La **Bovespa** o **Bolsa de Valores de São Paulo** es la tercera bolsa de valores más grande e importante en el mundo y fue fundada el 23 de agosto de 1890. En un principio fue establecida como una institución pública pero en 1996 se estableció como una asociación civil con autonomía administrativa, financiera y patrimonial. Actualmente, hay en Brasil instituciones bursátiles en varios de los Estados pero, luego de Bovespa, la bolsa más importante es la Bolsa de Río de Janeiro la cual se estableció con carácter privado en 1876.

La Ley de mercado de capitales de 1965 y las posteriores resoluciones del Banco Central dotaron al mercado de las necesarias condiciones de garantía y seguridad para proteger los intereses de los inversores. Luego en 1976, se crea un organismo autónomo, vinculado al Ministerio de Hacienda denominado Comissão de Valores Mobiliarios (CVM) cuyas funciones principales son: normativa, fiscalizadora del mercado, consultiva y sancionadora.

Chile

En 1892 se crea, por un grupo de corredores, el “Salón de Corredores” conocido también como “Centro de Corredores” donde se subastaban valores. Este centro derivó posteriormente en la Bolsa de Valores de Valparaíso, constituida en 1898. Posteriormente con fecha 4 de marzo de 1905 la Bolsa de Valores de Valparaíso se transforma en Bolsa de Corredores de Valparaíso Sociedad Anónima.

Por otra parte, en 1893, se logra la constitución definitiva de la Bolsa de Santiago la cual constituye el principal centro de operaciones bursátiles de Chile.

En 1989 se crea la Bolsa Electrónica de Chile, operando en el mercado formal para la intermediación de instrumentos financieros, con sistemas electrónicos de negociación. Operan, entonces, en el mercado bursátil chileno tres bolsas, siendo la más antigua la Bolsa de Valparaíso.

Desde 23 de diciembre de 1980, la supervisión del mercado de valores de Chile es realizada a través de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). La SVS es una institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda y tiene por objeto la fiscalización de las actividades y entidades que participan de los mercados de valores y de seguros en Chile.

1.2.2 Evolución de la Actividad Bursátil

Principales acontecimientos

Durante la evolución de los mercados bursátiles han ocurrido ciertos hechos que marcaron la historia de los mercados provocando períodos de prosperidad y duras crisis. Algunos de los acontecimientos más críticos fueron los siguientes:

➤ **Crisis del 29**

Fue la más devastadora caída del mercado de valores en la historia de la Bolsa en Estados Unidos, tomando en consideración el alcance total y la larga duración de sus secuelas. El jueves 24 de octubre de 1929, se produjo el crash de la bolsa de Wall Street. Los precios de valores cotizaban, desde hacía años, al alza debido a la gran demanda de especuladores pero desde ese día los precios de las acciones cayeron y continuaron cayendo a una tasa sin precedentes



por un mes entero. Más de 13.000.000 de títulos que cotizaban en baja no encontraron compradores y ocasionaron la ruina de miles de inversores, muchos de los cuales, habían comprado las acciones con créditos que ya no podrían pagar. A partir de ese momento se inició un periodo de contracción económica mundial, conocido como la "GRAN DEPRESIÓN" que generó la descapitalización repentina de la industria y las empresas norteamericanas.

Foto: Año 1929, multitud aguarda para retirar sus depósitos luego del crash de la bolsa de Wall Street.

Las conexiones existentes en la economía internacional, pero sobre todo la dependencia que de los Estados Unidos tenía la economía europea, hicieron que la Gran Depresión, se extendiera por todo el mundo. El comercio mundial se vio afectado, las industrias de otros países redujeron drásticamente sus exportaciones debido a que sus precios eran superiores a los de Estados Unidos y no podían competir con ello.

Estados Unidos fue capaz de regenerarse como potencia de la economía mundial con el plan desarrollado por el presidente Franklin D. Roosevelt conocido como New Deal, a través del cual logro establecer un orden económico.

➤ **Lunes Negro de 1987**

El lunes 19 de octubre de 1987, los mercados de valores de todo el mundo se desplomaron en un espacio de tiempo muy breve. La caída comenzó en Hong Kong y se propagó hacia el oeste en todas las plazas mundiales. En esta jornada, el principal indicador de Wall Street (Dow Jones) sufrió una caída porcentual mayor que en las peores sesiones del crash de 1929, desplomándose un 22,6%. La caída del lunes negro fue el mayor derrumbe porcentual sucedido en un mismo día en la historia de los mercados de valores. Las causas que desencadenaron esta huida masiva se debaten incluso en la actualidad y todavía no se han

encontrado respuestas satisfactorias. La explicación más popular fue la venta por parte de programas de trading ya que en estos programas, las computadoras, realizan las ejecuciones bursátiles en base a las entradas externas.

➤ **Crisis bursátil mundial de octubre de 2008**

Constituye una histórica caída de las cotizaciones bursátiles de prácticamente todas las bolsas del mundo que dio lugar, el 10 de octubre, a un crash generalizado en todas las plazas mundiales. Las caídas, en la mayoría de los casos, supusieron descensos históricos, en una sola sesión o en varias. La crisis financiera del 2008 se desató, en gran parte, debido a la crisis hipotecaria en Estados Unidos que generó repercusiones primero en el sistema financiero estadounidense y después en el sistema financiero internacional. Ello convergió en una crisis de liquidez generalizada que causó indirectamente otros fenómenos económicos, como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional.

1.3 COMPONENTES DEL MERCADO DE VALORES

Los componentes de un Mercado de Valores son los siguientes:

- ✓ Organismo Regulador
- ✓ Ámbitos de Negociación (Bolsas de Valores)
- ✓ Emisores
- ✓ Intermediarios
- ✓ Inversionistas
- ✓ Empresas Calificadoras
- ✓ Cajas de Valores

1.3.1 Organismo Regulador

Los mercados financieros deben ser objeto de regulación y supervisión para lograr estabilidad en el sistema financiero, un buen funcionamiento de los mercados, vigilancia de la solvencia de las entidades y brindar protección a los inversionistas.

El organismo regulador es quien establece las leyes y reglamentos que deben regir para la sana operación y es quien supervisa que se cumplan las normas para el correcto funcionamiento del mercado. En la mayoría de los países los gobiernos han creado sistemas de reglamentación para los mercados financieros ya que estos mercados son considerablemente importantes para las economías en las que operan. Los gobiernos influyen, a través de las regulaciones, en el desarrollo y evolución de los mercados financieros por lo cual es importante conocer de qué forma afectan al mercado y a sus participantes para comprender los diversos mercados.

Los principales propósitos en el diseño de un sistema de reglamentación pueden clasificarse en las siguientes categorías¹:

- Prevenir que los emisores de valores defrauden a los inversionistas encubriendo información relevante.
- Asegurar la competencia y la imparcialidad en el comercio de valores financieros.
- Promover la estabilidad de las instituciones financieras.
- Limitar la participación de entidades extranjeras en los mercados domésticos.

1.3.2 Ámbitos de Negociación (Bolsas de Valores)

Las Bolsas de Valores pueden definirse como entidades, organizaciones o instituciones, físicas o virtuales, donde se encuentran los demandantes y oferentes de valores para realizar transacciones financieras por medio de intermediarios autorizados. Las Bolsas ofrecen al público facilidades y mecanismos que facilitan la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta.

Las características más importantes de la Bolsa de Valores son la rentabilidad, la seguridad y la liquidez y las principales funciones que deberían cumplir son las siguientes²:

¹ Fabozzi, Modigliani y Ferri. Mercado e Instituciones Financieras: “Propósitos y formas de Regulación”

² Rafael Bartolome Laborda – Libro “la bolsa en el mundo” Ediciones Deusto SA – Capítulo 2.III

➤ Facilitar las operaciones

Si la Bolsa no existiese como mercado centralizador, las negociaciones se fraccionarían en mercados pequeños e innumerables los cuales serían absolutamente inadecuados para asegurar la continuidad de las negociaciones. La dificultad de hallar ofertas y demandas, no solo retrasaría la conclusión de las operaciones, sino que daría origen a fuertes oscilaciones de los cambios entre y en cada mercado. A través de la centralización de operaciones, las negociaciones pueden efectuarse de manera rápida, fácil, constante y fluida.

➤ Canalizar el ahorro

La Bolsa aparece como canalizadora del ahorro de los particulares hacia las entidades oficiales y privadas que lo solicitan mediante la emisión de títulos.

En este caso, la Bolsa debe determinar la cotización de los valores en función de la rentabilidad y garantizar la conversión a efectivo de los valores cuando sus poseedores así lo determinen.

➤ Valorar las acciones

Esta función de la Bolsa consiste en reproducir, a través de los cambios, el aumento o disminución de los valores de entidades emisoras, de acuerdo con datos reales y en función de las expectativas. Para ello es fundamental contar con información ajustada a la realidad y debe procurar que esa información sea veraz, clara y continua para poder facilitarla al público en las mejores condiciones posibles.

➤ Nivelar los desequilibrios

La Bolsa posee medios y mecanismos para atenuar las oscilaciones indeseables y los bruscos desequilibrios. Algunos de esos mecanismos son los siguientes: el arbitraje, las operaciones a plazo, la especulación, automatismos, la acción del Poder público, las modificaciones estructurales.

➤ Lograr la óptima asignación de los recursos

La Bolsa informa al inversor los datos fundamentales para tomar decisiones financieras: por un lado publica la cotización de las inversiones de renta fija, y por otro lado informa sobre la capacidad de crecimiento empresarial mediante la cotización de las acciones (inversiones de renta variable).

➤ Formar e informar con objetividad

La Bolsa es una institución de la que debe emanar información objetiva. Todo mercado, a causa de la publicidad de sus operaciones, está expuesto a la influencia de una gran variedad de hechos y circunstancias. La información facilitada por la Bolsa, no se limita a la simple publicación de unas cotizaciones que por sí solas son capaces de establecer una opinión, sino que también, pone a disposición del inversor, a través de distintos medios, varios datos y observaciones que son útiles para lograr un profundo conocimiento del mercado.

➤ **Liquidez**

Lograr la máxima liquidez para los inversores en títulos valores ha sido considerado en varios países como el objetivo máximo de la Bolsa de Valores.

1.3.3 Emisores

Son las entidades económicas que requieren de financiamiento para la realización de un proyecto o simplemente para el desarrollo de su actividad y acuden al Mercado de Valores para obtenerlo. Estas entidades, además de requerir de financiamiento, deben cumplir con los requisitos de inscripción y mantenimiento establecidos por las autoridades para garantizar el sano desempeño del mercado. Los emisores deben ofrecer algún atractivo, como por ejemplo alta rentabilidad o seguridad, para lograr atraer a los inversionistas.

Existen tres grandes grupos de emisores de valores:

1. Sector público: gobiernos, gobiernos locales, instituciones y organismos gubernamentales, empresas gubernamentales. Este sector puede emitir para financiar por ejemplo obras públicas o déficit fiscal y sus valores emitidos están respaldados por la confianza y la solvencia de cada uno de los gobiernos emisores.
2. Sector privado: instituciones financieras (bancarias y no bancarias), y empresas no financieras. En este sector los valores que se emiten (títulos de deuda, acciones, obligaciones) le presentan al inversionista un riesgo crediticio mayor que el que existe en emisiones del sector público.
3. Sector paraestatal: empresas con participación de Capital gubernamental y de Capital privado.

Actualmente, la globalización ha integrado los mercados domésticos e internacionales y en consecuencia, los emisores que intentan conseguir financiamiento no están limitados a obtenerlo en el mercado doméstico en el que operan, sino que pueden acudir a los mercados de otros países.

1.3.4 Intermediarios

Los intermediarios son personas físicas o jurídicas que de acuerdo a las leyes de cada país y cumpliendo con ciertos requisitos y las autorizaciones correspondientes, asesoran a los inversionistas para realizar inversiones o transacciones en los mercados financieros. Brindan apoyo a inversores en la toma de las mejores decisiones y cobran una comisión por el servicio que prestan pero las operaciones sobre las que asesoran siempre son realizadas por cuenta y riesgo de los inversionistas.

Otra de las actividades que también suelen realizar los intermediarios son operaciones de corretaje, de compra y venta de valores de su propia cartera, administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros.

Se reconocen los siguientes tipos de intermediarios que de acuerdo a las leyes de cada país pueden recibir distintas denominaciones: Casa de Bolsa, Instituciones de crédito, corredores, agentes o “brokers”, sociedades de corretaje de valores y comisionistas.

1.3.5 Inversionistas

Los inversionistas pueden ser personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras, que poseen excedentes de fondos y desean colocarlos en el mercado de valores, a través de una casa de bolsa, para obtener rendimientos. Colocan sus recursos a cambio de valores con el objetivo de obtener los mayores rendimientos posibles respecto a los riesgos que están dispuestos a asumir.

En los mercados bursátiles mundiales se destaca la participación de los “inversionistas institucionales” que son inversionistas representados por sociedades de inversión, fondos de pensiones, y otras entidades con una alta capacidad de inversión, mayor a la que cada inversionista podría obtener individualmente. Dentro de los inversionistas institucionales encontramos: Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP), Compañías Previsionales Especiales, Compañías Aseguradoras y Compañías Administradoras de Fondos de Inversión.

1.3.6 Empresas Calificadoras

Son empresas dedicadas a brindar una opinión profesional, especializada e independiente sobre la capacidad de pago de una empresa, para hacer frente a sus obligaciones legales o contractuales de manera efectiva y sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo. Las sociedades calificadoras de valores promueven la eficiencia, estabilidad y transparencia en el mercado de valores evaluando tanto a empresas, como bancos, fondos de inversión o aseguradoras, y a Estados nacionales, provinciales o municipales. Sus sentencias se expresan en letras y se denominan notas, categorías o ratings y reflejan el riesgo o probabilidad de default sobre la emisión de bonos. Estas categorías de calificación van desde AAA (mayor calificación, o sea menos riesgo de crédito, alta probabilidad de pagos futuros), AA, A, BBB, BB, B, también existen los grados CCC, CC, y C y el peor rating es el D (Default) que indica la cesación de pagos e incumplimiento de obligaciones. Estas calificaciones no tienen el mismo valor que un dictamen de auditoría pero son utilizadas por los inversionistas para tomar decisiones de inversión sobre determinado producto o activo financiero y contribuyen a una mayor transparencia en los mercados de valores.

Las empresas calificadoras más representativas a nivel internacional son: *Standard & Poor's International Ratings Services LLC, Moody's Investors Service, FitchRatings.*



Equivalencia de Calificaciones

FitchRatings / S&P	Moody's	Capacidad de Pago
AAA	Aaa	Extremadamente Fuerte
AA	Aa	Muy Fuerte
A	A	Fuerte
BBB	Baa	Adecuada
BB	Ba	Especulativo
B	B	
CCC	Caa	
CC	Ca	
C	C	Incumplimiento
D	D	Default

Categorías de Calificación Nacional

Existen escalas de calificación nacionales que brindan una medida relativa de calidad crediticia de los emisores de cierto país respecto del emisor de mejor riesgo excluyendo el riesgo soberano. Estas calificaciones no son comparables internacionalmente y son identificadas con un agregado que identifica a cada país como ser AAA(uy) para el caso de Uruguay. La calificación nacional de largo plazo AAA corresponde al mejor riesgo relativo dentro del país.

En Uruguay existen cuatro Calificadoras para el Mercado de Valores: Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (FitchRatings), Moody's LatinAmerica Calificadora de Riesgo S.A., Care Calificadora de Riesgo S.R.L y Primera Calificadora Uruguaya - PCU – Calificadora de Riesgo.

1.3.7 Cajas de Valores

La Circular N° 1.941 del BCU, define Caja de Valores como “aquella institución de depósito de valores que, en forma exclusiva, presta servicios de guarda, registro, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores”. Todo inversor procura que sus activos se encuentren almacenados o registrados de manera segura y que los pagos y transferencias de valores y efectivo que realiza sean correctamente respaldados. Para satisfacer estas necesidades, un mercado de valores debe contar con un adecuado sistema de compensación, liquidación y custodia, funciones que generalmente son desarrolladas por una institución denominada Caja de Valores pero pueden ser ejercidas por otros organismos³.

Función de Custodia: mediante la celebración de un contrato formal, un depositante entrega en custodia títulos valores y la caja de valores se compromete a devolverlos en la misma cantidad, especie y clase. Esta es la función básica y comprende en general como sub funciones, las de transferencias y administración.

³ “Tendencias en los Mercados de Valores Mundiales: Implicancias para el desarrollo del mercado Uruguayo”, trabajo de Investigación Monográfico de la Carrera de Contador Público realizado por Gerardo Barbosa Bonfiglio, María José Carve Pascale y Carolina Lecueder Methol y coordinado por Cr. Federico Muxí

Función de Compensación y Liquidación: es una transacción de valores en la cual el vendedor recibe el efectivo pactado y el comprador recibe los valores a cambio de la entrega del efectivo. La Caja de Valores debe verificar que el efectivo y los valores entregados se “compensen” para que la operación sea “liquidada”.

Función de Contraparte Centralizada: La Caja de Valores puede cumplir con esta función adicional que consiste en asumir el riesgo de crédito entre los participantes del sistema de compensación, liquidación y custodia. La contraparte centralizada es una entidad que garantiza a los participantes que una vez cerrada la operación, la liquidación se producirá indefectiblemente, ya sea con fondos de los participantes involucrados en la operación, con fondos que resulten del producido de la ejecución de garantías que la Caja de Valores exige a los participantes o finalmente con fondos propios de la Caja de Valores.

CAPÍTULO 2 – LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN LA REGIÓN Y EN EL MUNDO

2.1 PRINCIPALES BOLSAS DE VALORES Y SUS ÍNDICES BURSÁTILES

En una gran cantidad de países existen Bolsas de Valores, más de una en muchos casos, no obstante, no todas tienen la misma influencia para la economía mundial. Los índices bursátiles o promedios financieros miden el comportamiento del mercado que cada Bolsa representa determinando la influencia de cada mercado local en el mercado de valores mundial. Estos Índices Bursátiles utilizados por las Bolsas de Valores demuestran la evolución del conjunto de acciones que en ellas cotizan y son constituidos generalmente con una selección de acciones que pretenden representar la totalidad.

Los índices bursátiles se han convertido en una referencia cada vez más importante para los gestores de cartera de todo el mundo y son construidos con distintos criterios según el mercado representado. Algunos índices tienen en cuenta la capitalización bursátil (valor de cotización por el número de acciones) para asignar a cada título un peso dentro del índice (Nasdaq, DAX 30, FTSE 100, CAC 40, Merval) y en otros casos el índice es el resultado de una suma aritmética de la evolución de las cotizaciones por lo tanto la evolución de un gran valor significará para el índice lo mismo que si se tratara de uno más pequeño (Dow Jones, Nikkei 225).

Dentro de las principales Bolsas e índices bursátiles podríamos destacar las siguientes:

2.1.1 Principales Bolsas de Valores en la región

Bolsa de San Pablo

Es la bolsa más grande de América Latina, su nombre oficial es **BM&FBOVESPA S.A.**

El principal indicador, que da una aproximación del comportamiento general de los valores de este mercado, es conocido como el Índice Bovespa, el cual está constituido por 50 títulos y representa el 70% de la capitalización de todos los valores del mercado de San Pablo.

En este mercado cotizan alrededor de 500 compañías.

Bolsa de Comercio de Santiago

En Chile existen tres bolsas de valores: La Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa Electrónica de Chile y la Bolsa de Corredores, de las cuales, la Bolsa de Comercio de Santiago es el principal centro de operaciones bursátiles de Chile. El **IPSA (Índice de Precio Selectivo de Acciones)** es el principal índice bursátil de Chile, elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago. Corresponde a un indicador de rentabilidad de las 40 acciones con mayor presencia bursátil, siendo dicha lista revisada anualmente. En su cálculo el índice considera todas las variaciones de capital de cada acción incluida en el índice, ponderada por el peso relativo de cada una de ellas.

Bolsa de Comercio de Argentina

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) es la principal bolsa de valores y centro financiero de la Argentina y sus transacciones son básicamente de acciones de empresas, bonos, divisas y futuros. Por otra parte el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) es una entidad autorregulada, fundada en 1929, que tiene como función principal la liquidación de los valores negociables que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires así como garantizar su cumplimiento. El **MERVAL** es el principal índice del mercado bursátil de Buenos Aires, el cual muestra la evolución de las empresas locales más representativas. En el cálculo de este indicador cada acción es ponderada de acuerdo al volumen negociado.

2.1.2 Principales Bolsas de Valores en el mundo

New York Stock Exchange, NYSE

Fue creada en el año 1817 con el propósito de controlar aquellas acciones que se negociaban en las aceras de Wall Street.

Es la bolsa más grande y más antigua de los Estados Unidos, y está considerada como el mayor mercado de valores del mundo, con un volumen de transacciones superior a los 21 billones de dólares. Actualmente se encuentra administrada por el NYSE Group.

1. Dow Jones

Su principal índice bursátil es el Dow Jones que es el indicador más antiguo y más conocido del mundo. Existen diferentes índices bursátiles de los mercados de Estados Unidos, calculados por la empresa Dow Jones & Company. Por su importancia, a veces, se habla del índice Dow Jones haciendo referencia al más importante de ellos que es el industrial (DJIA), pero es una forma incorrecta de expresarlo, ya que como índice Dow Jones existen una diversidad de ellos.

Los principales índices bursátiles del Dow Jones son:

El Promedio Industrial Dow Jones también conocido como Dow Jones Industrial Average (DJIA) es el más importante de todos y refleja el promedio de las 30 mayores acciones industriales listadas en la Bolsa de Nueva York. La variación de este índice mide la rentabilidad de un portafolio compuesto por una acción de cada una de las 30 empresas que lo componen, sin tener en cuenta los dividendos. Algunos especialistas critican este indicador haciendo mención a la limitada muestra que supone, la consideración de acciones no representativas de las miles de acciones de empresas que cotizan en la Bolsa de Nueva York, su sesgo al alza por incluir los mejores de su clase, etc. y por tanto lo consideran un indicador poco fiable de las tendencias de los inversionistas. Pero a pesar de las críticas, es el principal indicador bursátil del mundo.

El Promedio de Utilidades Dow Jones conocido como Dow Jones Utility Average (DJUA) donde se reflejan los títulos valores de las quince mayores corporaciones de mercados como el gas o la energía eléctrica.

El Promedio de Transportes Dow Jones conocido como Dow Jones Transportation Average (DJTA), que incluye las veinte mayores empresas de transporte y distribución.

El Promedio Compuesto Dow Jones conocido como Dow Jones Composite Average (DJCA) es el índice que mide el desempeño de las acciones de 65 compañías miembros de cualquiera de estos tres índices principales anteriores.

2. Nasdaq

El nombre del indicador Nasdaq es un acrónimo de: National Association of Securities Dealer Automated Quotation, y se compone con los valores más importantes del sector tecnológico de Estados Unidos, pero no representa al mercado general. El mercado de valores Nasdaq se creó en 1971, y fue el primer mercado de valores electrónico del mundo. Se trata de una estructura virtual que permite la compraventa de acciones y activos financieros electrónicamente. En este mercado se negocian alrededor de 6 billones de acciones por día, siendo dirigida por la compañía Nasdaq Stock Market. El índice NASDAQ 100 recoge a los 100 valores de las compañías más importantes del sector de la industria incluyendo empresas de hardware y de software, las telecomunicaciones, venta al comercio al por menor/por mayor y biotecnología inscritos en la Bolsa de Nueva York.

3. Standard & Poor's 500

También conocido como S&P 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. Este indicador es considerado el más representativo del desempeño de las acciones estadounidenses y por lo tanto el más representativo de la situación real del mercado. El S&P 500 se calcula mediante una media aritmética ponderada por la capitalización de 500 empresas representativas en este mercado.

Bolsa de Frankfurt

Nace en el año 1585, es la bolsa más importante de Alemania y ha sido por años la tercera en el mundo después del New York Stock Exchange y el Nasdaq.

Esta bolsa es dirigida por el Deutsche Börse AG., y se dedica exclusivamente a la negociación de acciones y valores convertibles o a aquellos que puedan ser adquiridos o que permitan la suscripción. El índice de referencia es el **DAX 30**, que está formado por las 30 principales compañías de la bolsa de Frankfurt y su cálculo consiste en un promedio ponderado por el valor de los activos.

London Stock Exchange

Esta Bolsa de valores de Londres es una de las bolsas más antiguas del mundo, y actualmente es considerada una de las bolsas más grandes a nivel mundial.

Su mercado principal incluye 2.000 compañías británicas y 500 extranjeras. El **FTSE 100** es el índice bursátil de referencia en Gran Bretaña y se compone por la media aritmética ponderada por la capitalización de las 100 compañías de más alta capitalización de la bolsa de Londres. Las compañías del FTSE 100 representan el 80% de la capitalización de todo el mercado de valores de Londres.

Euronext París

La bolsa de París fue rebautizada en el año 2000 con el nombre de Euronext Paris, y es considerada como el principal mercado de valores de Francia. Quien se encarga de dirigirla es la Compañía de los agentes de cambio y bolsa. El **CAC 40** es el índice de referencia de la bolsa de París el cual recoge una media ponderada de las 40 empresas con mayor capitalización cotizadas en ésta Bolsa.

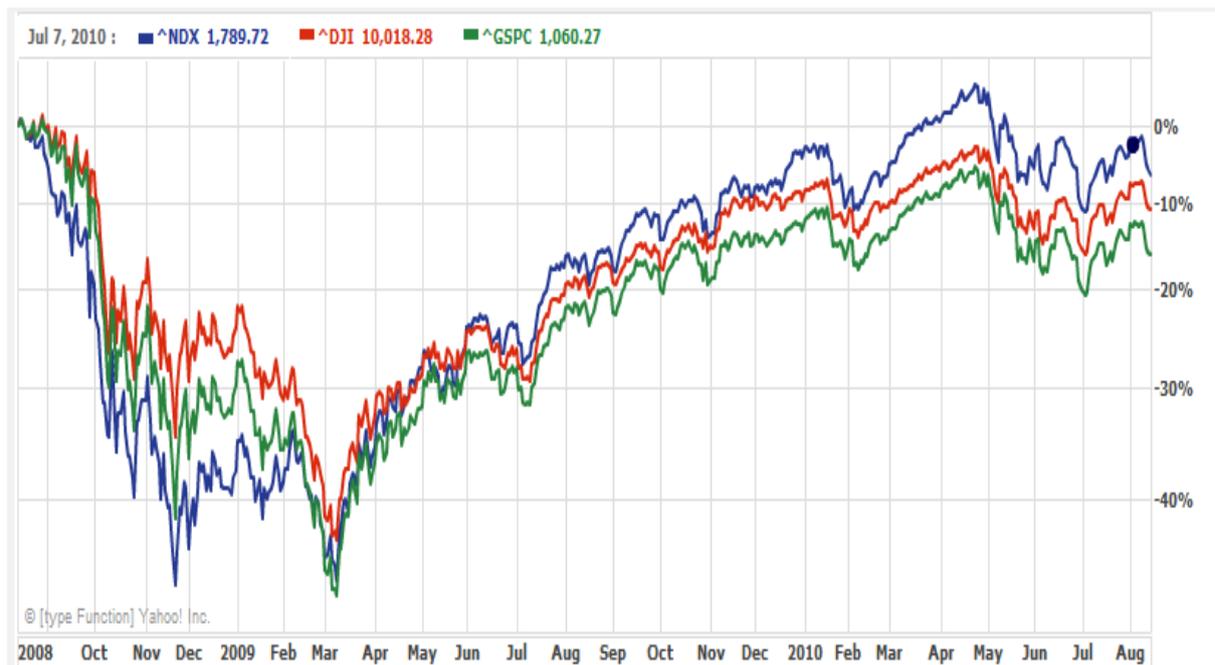
Bolsa de Tokio

Esta bolsa fue fundada en el año 1878 y tiene más de 2000 compañías registradas entre las cuales podemos encontrar muy pocas compañías extranjeras. El índice de referencia de la Bolsa de Tokio es el **Nikkei 225**, el cual también es el referente bursátil más importante de los mercados asiáticos. Lo calcula diariamente desde 1971 el periódico "Nihon Keizai Shimbun" que es el periódico de negocios más grande de Japón, cuyas iniciales dan nombre al índice. Este índice incluye las 225 mayores empresas japonesas cotizadas en el primer mercado de la Bolsa de Tokio y es calculado al igual que el Dow Jones.

Shanghai Stock Exchange

Fundada en el año 1990, es la bolsa más grande de China, tanto por el número de compañías registradas, como por el valor de su mercado. Esta bolsa esta operada directamente por la Comisión Reguladora de Valores de China, y debido al control que es ejercido por las autoridades de China, aún no está totalmente abierta para inversores extranjeros. Su índice bursátil de referencia es el **SSE Shanghai Composite**, que nació en 1990.

EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES DE LOS ESTADOS UNIDOS (NASDAQ, DOW JONES Y S&P 500)



Fuente: www.Finance Yahoo.com

2.2 PRINCIPALES ACTORES - INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

En la mayoría de los mercados bursátiles es fundamental la participación de los llamados "inversionistas institucionales", representados por sociedades administradoras de fondos de inversión, fondos de pensiones, y otras entidades con gran capacidad de inversión y amplio conocimiento del mercado.

Los inversionistas institucionales son personas jurídicas que poseen experiencia y sofisticación en el manejo de instrumentos financieros e invierten en valores bursátiles fondos que no son de su propiedad. Son los inversionistas más importantes dentro del mercado de valores debido a que administran y concentran el ahorro de múltiples personas que les confían la administración del mismo.



Fuente: OCDE

2.2.1 Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPS)

Las Administradoras de Fondos de Pensiones son instituciones financieras privadas encargadas de administrar los fondos y ahorros de pensiones en carácter fiduciario, es decir por cuenta y en beneficio exclusivo de los afiliados. Deben ser constituidas de acuerdo a las leyes de cada país y su objeto exclusivo es el de administrar las cuentas personales de sus afiliados e invertir adecuadamente los fondos de pensiones.

Las AFPS se encuentran estrictamente reguladas en materia de las inversiones que pueden realizar con los fondos de pensiones dado que los mismos solo pueden ser invertidos en instrumentos expresamente autorizados por Ley. Asimismo, deben cumplir requisitos de diversificación por instrumento, sector económico y emisor.

En nuestro país las inversiones que pueden realizar las AFPS están reguladas por el Art. 23 de la Ley 16.713 (Seguridad Social) y por las circulares emitidas por el Banco Central del Uruguay. Dicha normativa establece que las inversiones permitidas son las siguientes:

- Literal A) Valores del Estado Uruguayo (hasta un 60% del total de activo del Fondo de Ahorro Previsional)
- Literal B) Valores de BHU y Banco Central (30%)
- Literal C) Certificados de Depósitos Bancarios (30%)
- Literal D) Valores de Empresas Públicas o Privadas uruguayas, valores cuotapartes de Fondos de inversión uruguayos y certificados de participación en Fideicomisos Financieros (25%)
- Literal E) Valores representativos de inversiones en sectores productivos garantizadas por entidades financieras autorizadas a funcionar en el país, a través de la emisión de certificados de depósito (20%)
- Literal 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 con determinadas condiciones (15%)

Entre las inversiones prohibidas se encuentran las siguientes: valores de otras Administradoras, de Compañías Aseguradoras, de Sociedades Extranjeras, de Sociedades Financieras de Inversión, de empresas vinculadas a la respectiva administradora, acciones escriturarles, preferidas y de goce, tampoco se podrán realizar operaciones de caución ni constituir prendas o garantías sobre el Fondo de Ahorro Previsional.

SUPERINTENDENCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS

COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DE LOS FONDOS DE AHORRO PREVISIONAL AL

30/06/2010

(en porcentaje)

		AFINIDAD	INTEGRACION	REPUBLICA	UNION CAPITAL	TOTAL DEL SISTEMA
Total D. TRANSITORIA		2,79%	2,71%	2,44%	2,70%	2,57%
LITERAL A - (Ver Anexo)	BONO DEL TESORO US	1,04%	0,82%		0,53%	0,35%
	BONO DEL TESORO UI	4,70%	0,79%	3,28%	0,69%	2,89%
	BONO EXT REAJ UY	37,33%	37,87%	37,57%	38,69%	37,74%
	BONO GLOBAL CL			0,11%		0,06%
	EU	1,27%	0,66%	0,31%	1,54%	0,72%
	US	4,80%	4,92%	5,38%	3,68%	4,98%
	BONO SAMURAI JP					0,07%
	FIDEICOM LIT A US		0,16%	0,15%	0,39%	0,10%
	NOTAS DE TESORO UI	7,94%	9,41%	8,72%	13,58%	9,45%
Total LITERAL A		57,06%	54,64%	55,52%	53,20%	56,36%
LITERAL B - (Ver Anexo)	BONOS BHU US	0,06%	0,06%	0,01%	0,06%	0,03%
	CERT. DEP. BCU UY	0,58%	1,03%		0,58%	0,29%
	LETRA REG. UI UI	4,05%	2,27%	1,24%	4,91%	2,45%
	LETRAS REG. MON. UY	21,70%	21,78%	24,51%	19,74%	22,97%
		1,68%	3,56%	2,22%	3,42%	2,44%
Total LITERAL B		28,07%	28,69%	27,98%	28,71%	28,18%
LITERAL C	CD INDIZADO UY			0,42%	0,08%	0,25%
	CERT DEP EFECT. UY	0,63%	1,59%	0,55%	0,29%	0,61%
	CERT DEPOSITO US	0,47%		0,15%		0,17%
Total LITERAL C		1,10%	1,59%	1,12%	0,37%	1,03%
Total LITERAL D		5,38%	7,85%	5,69%	4,34%	5,60%
Total LITERAL F		2,22%	1,89%	2,31%	1,30%	2,19%
Total LITERAL H		3,35%	2,64%	4,93%	2,69%	4,07%
TOTALES		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
TOTAL ACTIVOS DEL F.A.P. (\$)		22.264.939.245	10.603.549.031	69.416.040.536	20.496.950.589	122.781.479.401
PARTICIPACION EN EL TOTAL DE LOS ACTIVOS DEL F.A.P.		18,13%	8,64%	56,54%	16,69%	100,00%
TOTAL RESERVA ESPECIAL (\$)		112.116.374	53.288.493	410.865.721	105.304.137	681.574.725
TOTAL FONDO DE AHORRO PREVISIONAL (\$)		22.152.822.871	10.550.260.538	69.005.174.815	20.391.646.452	122.099.504.676
PARTICIPACION EN EL TOTAL DEL F.A.P.		18,14%	8,64%	56,52%	16,70%	100,00%

NOTA: La suma de cifras parciales puede no coincidir con el total por razones de redondeo.

Fuente: Banco Central del Uruguay

2.2.2 Fondos Mutuos

Los Fondos Mutuos son patrimonios constituidos por aportes de personas físicas y jurídicas para ser invertidos en valores de oferta pública. La sociedad administradora del fondo determina el valor de una cuotaparte dividiendo el patrimonio en partes iguales y entregan títulos valores a los inversores. La adquisición de estas cuotapartes no genera intereses sino rendimientos, los cuales se obtienen como resultado de la ganancia o pérdida de las inversiones realizadas con el patrimonio del fondo. El rendimiento del fondo se hace efectivo en el momento de venta de las participaciones, la cual puede llevarse a cabo en el momento en que se desee.

Los Fondos Mutuos constituyen uno de los mecanismos de ahorro e inversión más difundidos en el mundo dado que son una alternativa de inversión diversificada, lo cual reduce el riesgo de la inversión.

2.2.3 Fondos de Inversión

Los Fondos de Inversión tienen características similares a los fondos mutuos dado que también reúnen los aportes de un grupo de inversores con el objetivo de obtener una rentabilidad mayor a la que podrían obtener cada uno de los integrantes en forma independiente. Estos fondos carecen de personería jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora que lo administra por cuenta de los aportantes. El patrimonio conformado por los aportes de los inversionistas es invertido en activos financieros como letras, bonos, obligaciones, acciones, etc. o en activos no financieros, y los derechos de propiedad son representados en certificados de participación distribuidos entre los integrantes del fondo.

Existen distintos tipos de Fondos de Inversión que son diferenciados en función de distintos aspectos:

- **En función de los activos en los que invierten**

Esta clasificación agrupa los distintos fondos en función del tipo de activos financieros en los que invierten.

FIAMM (Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario); estos fondos invierten en activos del mercado monetario con un nivel de riesgo mínimo. Las inversiones que realizan son predominantemente en activos de renta fija, pública y privada, a corto plazo (con vencimiento no superior a los 18 meses).

FIM (Fondos de Inversión Mobiliaria); estos fondos invierten en cualquier tipo de activos financieros de renta fija (pública y privada) y de renta variable. El vencimiento de las inversiones dependerá de la disposición inversora del fondo. Es posible realizar una subcategorización de este tipo de fondos de acuerdo a la proporción de fondos invertidos en valores de renta fija y en renta variable.

- Renta Fija: el 100% de la inversión es realizada en activos de renta fija.

- Mixtos de Renta Fija: entre el 75% y el 100% de la inversión es realizada en activos de renta fija.

- Mixtos de Renta Variable: más del 30% y menos del 75% de la inversión es realizada en activos de renta fija.

- Renta Variable: más del 70% del fondo está invertido en valores de renta variable.

FII (Fondos de Inversión Inmobiliaria); son un tipo de fondos de inversión particular dado que no invierten su patrimonio en activos financieros sino que realizan inversiones en inmuebles. La rentabilidad de estos fondos es obtenida a través tanto de las variaciones en los precios de compra y venta de los inmuebles como de los alquileres cobrados.

- **En función de la fórmula utilizada para el reparto de las rentabilidades**

Fondos de Inversión de Acumulación: en este tipo de fondos no se realiza reparto de dividendos sino que siempre se reinvierte la rentabilidad obtenida provocando una variación en el precio de la participación.

Fondos de Inversión de Reparto: en estos fondos el valor de la participación se mantiene constante, de tal modo que las rentabilidades obtenidas se abonan al inversor.

- **En función del grado de liquidez**

Fondos de Inversión Abiertos; son aquellos en los cuales la inversión y la venta de las participaciones pueden ser realizadas en cualquier momento y sin previo aviso.

Fondos de Inversión Cerrados; son aquellos cuyo patrimonio es fijo y por lo tanto lo es el número de cuotas partes que es colocado entre los inversores integrantes del fondo. En estos fondos, la inversión y la venta de cuotas partes solo pueden realizarse en las fechas establecidas.

- **Fondo Tesoros**

Los Fondotesoros son una categoría especial de fondos de inversión que invierte su patrimonio exclusivamente en deuda del Estado (Letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado). Los Fondotesoros pueden pertenecer bien a la categoría FIM (cuando invierten al menos un 50% de su cartera en deuda del Estado con plazo superior a un año) o bien a la categoría FIAMM (cuando invierten todo su patrimonio en valores del Tesoro a corto plazo).

Existen ciertos aspectos de los Fondos de Inversión que diferencian a estos de los Fondos Mutuos, entre ellos:

- Los distintos niveles de riesgos existentes diferenciados por los activos donde se destinan las inversiones dado que los Fondos de Inversión realizan inversiones más diversificadas que los Fondos Mutuos.

- El carácter predominante de Fondos de Inversión Cerrados los cual implica que las cuotas partes no son susceptibles de rescate, reembolso o incremento de su valor por nuevas aportaciones.

Algunos de los principales Fondos de Inversión del Mundo son los siguientes:

Fondos Globales	Fondos Sectoriales
Fondo mixto de renta fija GESCONSULT RF FLEXIBLE, FIM	Fondos Farmacéuticos HEALTHCARE FUND HEALTHCARE FUND
Fondos Renta Variable GESCONSULT RENTA VARIABLE, FIM GESCONSULT CRECIMIENTO, FIM	Fondo Tecnológico TECHNOLOGY FUND
Fondos Dinero EURO GLOBAL FIXED INCOME FUND FG TESORERIA, FIM	Fondo Telecomunicaciones TELECOMMUNICATIONS FUND
Fondos de Servicios Financieros WORLDWIDE DYNAMIC THEME <i>FONDO USA</i> Disciplined US Equity Fund America Fund	Fondo de Servicios Financieros FINANTIAL SERVICES FUND
Fondos Europa EUROSTOXX 50 FUND PAN EUROPEAN FUND	Fondo energético ENERGY FUND
Fondos emergentes EMERGING MARKETS FUND	
Fondos Japón JAPAN FUND	

Particularmente, en Uruguay, la Ley que regula los Fondos de inversión es la N° 16.774 donde se establece que la integración de sus carteras puede estar compuesta por los siguientes activos:

- Valores inscriptos en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.
- Valores públicos nacionales o extranjeros.
- Depósitos a la vista o a plazo fijo en empresas de intermediación financiera.
- Valores emitidos y cotizados en mercados oficiales de terceros países, y que hayan sido autorizados por el órgano competente de dicho país.

e) Otros activos y valores que autorice el Banco Central del Uruguay.

El único Fondo de Inversión en actividad en Uruguay en el trimestre Julio/Setiembre 2010, es el fondo de inversión “Impulso”, administrado por Río de la Plata Inversiones AFISA, que al término del trimestre registraba un patrimonio neto de U\$S 9,0 millones.

2.2.4 Compañías de Seguros

La actividad principal de las Compañías de Seguros consiste en celebrar contratos mediante los cuales ésta se compromete, a cambio de una prima y dentro de ciertos límites, a indemnizar un cierto daño, o a desembolsar un capital, una renta u otras prestaciones pactadas en caso de ocurrir un determinado suceso futuro e incierto. Estas compañías deberán constituir reservas técnicas para cubrir el riesgo de los siniestros cubiertos.

Los productos de seguros varían sustancialmente en su diseño y propiedades de acuerdo al tipo de riesgo cubierto. Sin embargo, en todos los casos, el acuerdo consiste en un contrato legal entre la persona o la firma asegurada y la compañía de seguros. El contrato estipula las condiciones bajo las cuales se puede hacer efectiva la compensación por las pérdidas aseguradas.

La actividad aseguradora se puede dividir en dos grandes grupos:

Seguros Generales; son aquellos seguros que brindan cobertura sobre los riesgos de pérdida o daño en los objetos materiales o el patrimonio del asegurado. Los seguros de incendio, seguros sobre vehículos automotores, seguros de robo, seguros de responsabilidad civil, seguros sobre desastres naturales, etc. son algunos ejemplos de estos tipos de seguros.

Seguros de Vida; son aquellos seguros que brindan cobertura sobre los riesgos de las personas, garantizando un capital o renta, para el asegurado o sus beneficiarios, dentro o al término de un plazo. Dentro de este grupo de seguros se distinguirán los seguros de vida no previsionales y los seguros de vida previsionales.

Las aseguradoras manejan rentas vitalicias de reservas previsionales de las cuales deben obtener el mayor rendimiento posible. Para ello realizan inversiones que proporcionen seguridad, rentabilidad y liquidez.

Asimismo, existen ciertas restricciones respecto de las inversiones que las mismas pueden realizar. En Uruguay, el Título V del Libro I de la Recopilación de Normas de Seguros y Reaseguros establece las inversiones admitidas para estas instituciones. (Ver Anexo 3)

2.3 OPERACIONES

Las bolsas de valores tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del Mercado de Valores al proveer la infraestructura necesaria para poner en contacto a oferentes y demandantes de los valores en ellas cotizados. La operación bursátil estándar, es entonces, la compraventa de valores.

Los valores transados en el Mercado Bursátil pueden ser tanto valores de renta fija como con valores de renta variable.

Las **operaciones con valores de renta fija** son operaciones de compra y venta de bonos u obligaciones, las cuales le otorgan al inversionista una rentabilidad fija, y se conoce por lo general el plazo de tiempo y su rendimiento con anticipación o al menos en un nivel de predicción aceptable. Generalmente son emitidos por los gobiernos y entes corporativos de gran capacidad financiera en cantidades definidas. La ventaja en relación con los valores de renta variable radica en la seguridad y estabilidad de su valor y rendimiento debido a que son instrumentos que presentan un menor riesgo.

Las **operaciones con valores de renta variable** son aquellas en las que los flujos de rendimientos que generarán los títulos no se conocen con anticipación debido a que éstos dependen de diversos factores tales como los precios de la oferta y demanda, el comportamiento del mercado, la evolución de la economía, etc. Generalmente las inversiones de renta variable se realizan a corto o mediano plazo y generan mayores rendimientos que las inversiones de renta fija pero presentan un mayor nivel de riesgo para el inversor.

Los valores de renta variable consisten en participaciones en el capital de sociedades cualquiera sea el título que represente dicha participación (acciones, certificados de participación, etc.).

Las operaciones realizadas en el Mercado Bursátil también pueden ser diferencias considerando la fecha de liquidación de las mismas:

Las **operaciones de contado** son aquellas en las que la liquidación de la operación debe efectuarse el mismo día de celebrado el contrato. Existe también una modalidad particular de operaciones de contado denominada operaciones contado diferido en las cuales la operación se liquida en una fecha posterior a la fecha de celebración del contrato que es fijada por la ley, o por la autoridad bursátil. Este tipo de operaciones de contado diferido pueden ser a fecha fija (se señala un día concreto para liquidar la operación), o a fecha límite (hay un plazo breve para liquidar la operación).

Las **operaciones a plazo** son aquellas que son liquidadas luego de un lapso temporal. Son operaciones concretadas en una fecha futura y cierta luego de transcurrido determinado periodo. No tienen más diferencia con las operaciones de contado diferido que la posibilidad de que el periodo temporal para liquidar la operación sea más amplio. Este tipo de operación es realizada fundamentalmente con instrumentos derivados.

2.4 ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN MATERIA DE REGULACIÓN

La autorregulación ha sido el sistema que ha regido siempre el funcionamiento del mercado de valores en el mundo entero pero en los últimos tiempos se han introducido significativos cambios tendientes a regular este mercado, al menos en parte, a través de normas dictadas por instituciones públicas. En este nuevo marco de regulación mixto se mantienen las potestades de autorregulación respecto de sus miembros a las instituciones bursátiles pero en otros aspectos se limita el régimen de autorregulación puro.

La institución de referencia, a nivel mundial, en materia de coordinación internacional de la regulación y supervisión de los mercados de valores es la **IOSCO** (Organismo Internacional de Comisiones de Valores - "**International Organization of Securities Commissions**"). IOSCO es actualmente el principal foro de cooperación de los organismos reguladores de los mercados de valores y sus objetivos son los siguientes:

- Desarrollar y promover unos modelos normativos de alta calidad con el fin de mantener unos mercados justos, eficaces y sólidos.
- Permitir a los organismos reguladores miembros un mejor intercambio de información sobre sus experiencias respectivas con el fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales.
- Proporcionar asistencia a los organismos reguladores miembros en relación a la supervisión coordinada y eficaz de las operaciones internacionales de valores.
- Promover la integridad de los mercados mediante una aplicación rigurosa de las normativas internacionales y mediante su ejecución eficaz para hacer frente a los delitos.

Se debe subrayar que, antes de la creación de IOSCO en 1983, no existía ningún tipo de cooperación coherente y sistemática entre los reguladores de los mercados de valores. Por lo tanto, la creación de IOSCO constituyó un hito importante en la historia financiera mundial, que trajo consigo una verdadera revolución de la metodología en materia de cooperación empleada por los reguladores de los mercados de valores.

Uno de los principales logros de este organismo es la elaboración de un documento denominado "*Objetivos y Principios de la Regulación de los Mercados de Valores*", aceptado por todos los países miembros, que engloba todos los aspectos claves de la regulación de los mercados de valores. En el mismo se explican y definen principios básicos para la supervisión los cuales están basados en tres objetivos de regulación: protección a los inversionistas, asegurar mercados justos, eficientes y transparentes y reducción del riesgo sistemático.

Los miembros de IOSCO se reúnen una vez al año en la Conferencia Anual, con el fin de debatir cuestiones relevantes referidas a los mercados mundiales de valores. Uruguay es miembro de esta organización y por tanto debe responder ante las solicitudes de la misma.

Además de la IOSCO Uruguay integra el **COSRA (Consejo Interamericano de Autoridades Reguladoras de Valores)**, organización que nació en 1992 y está conformada por autoridades reguladoras y supervisoras de valores de países del continente americano. Su objetivo general es fomentar la cooperación y el intercambio de información, así como apoyar los esfuerzos realizados por los países de la región para desarrollar y fomentar mercados de valores transparentes y justos.

En algunos países y regiones se han creado organizaciones independientes que también velan por integridad y transparencia de sus mercados de valores locales. Algunas de ellas son:

Securities and Exchange Commission (SEC)

Dentro de los Estados Unidos, existe una organización denominada **Securities and Exchange Commission (SEC)**, independiente del gobierno de los Estados Unidos, que tiene como principal responsabilidad hacer cumplir las leyes y regular el mercado de valores, las bolsas de valores y mantener la integridad de los mercados de valores del país para proteger a los inversores.

Esta comisión (aún vigente) es una de las más conocidas a nivel mundial, fue creada en 1934 para paliar la falta de confianza de los inversores devenida luego de la crisis de 1929.

Committee Of European Securities Regulators, CESR

En la Unión Europea se estableció, por decisión de la Comisión Europea, en junio de 2001 la creación del **Committee Of European Securities Regulators, CESR**. Se trata de un comité de reguladores europeos de valores independiente el cual se encarga de asesorar a la Comisión presentando su opinión en distintas medidas de ejecución de principios. Como órgano de control, trabaja por la implementación uniforme de la legislación comunitaria en los países miembros de la UE y se encarga de promover buenas prácticas y emitir recomendaciones para la Comisión Europea. El CESR también desempeña un importante papel en materia de información, se encarga de promover un intercambio de información entre las autoridades de supervisión para mejorar la coordinación entre los reguladores de valores. Es integrado por las autoridades competentes de la supervisión de valores de los países miembros de la Unión Europea.

CAPÍTULO 3 – LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN URUGUAY

3.1 BOLSAS DE VALORES

En Uruguay, la primera aproximación a una Bolsa de Valores se produjo en el año 1856 con la aparición de “El Bolsín de Montevideo”. En la actualidad existen en nuestro país dos Bolsas de Valores: la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA), operando la primera desde el año 1867 y la segunda desde 1994.

La Ley de Mercado de Valores N° 18.627, establece que la Bolsas de Valores y las 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 del Banco Central del Uruguay. Es decir, que una vez registrada y autorizada una Bolsa de Valores, ésta deberá proceder de acuerdo a la reglamentación que dicte la Superintendencia pero a la vez, tendrá las facultades para establecer su propia normativa y exigir la información que considere pertinente para poder cumplir con los objetivos de transparencia, profundidad y eficiencia del mercado.



3.1.1 Bolsa de Valores de Montevideo

La Bolsa de Valores de Montevideo es una asociación civil sin fines de lucro, que data sus orígenes en el año 1867. Inició sus actividades como Bolsa de Valores denominándose “Sociedad de Bolsa Montevideana” cuyo principal objetivo era brindar una alternativa de financiamiento para el desarrollo de negocios a un costo inferior al que ofrecían los bancos en aquel momento. Asimismo, brindó al comercio de plaza un lugar físico para tratar toda clase de negocios lícitos donde se encontraban oferentes y demandantes para concluir negocios.

A lo largo de los años, el funcionamiento de la BVM se fue perfeccionando y adecuando a las necesidades de los participantes quienes fueron evolucionando y ampliando sus funciones. Este crecimiento también fue impulsado por el desarrollo tecnológico y por el constante avance de nuevas formas de emisión de valores.

Los estatutos vigentes de la BVM definen en su Art. 3 las finalidades de esta asociación:

- a) Proveer a sus miembros los medios necesarios para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores mediante mecanismos de subasta pública y demás actividades de intermediación de valores.
- b) Propender al desarrollo del mercado bursátil en el ámbito de su competencia procurando la centralización en él, de todas las operaciones sobre valores en general y solicitar de los Poderes Públicos, el apoyo que requiera la evolución del organismo o favorezca su función específica.

- c) Establecer la autorregulación del mercado en el ámbito de su competencia.
- d) Establecer la autodisciplina en el marco legal y estatutario.
- e) Promover y establecer las más amplias relaciones con otras Bolsas y entidades vinculadas con el Mercado de Valores.

3.1.1.1 Estructura y Autoridades

La Bolsa de Valores de Montevideo está regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay y su órgano supremo es la Asamblea General de Socios que funciona por mayorías.

El **Consejo Directivo**, es el órgano ejecutivo de esta asociación, el cual se integra con un presidente, un vicepresidente, un secretario, un prosecretario, un tesorero y dos vocales. Los miembros del Consejo son electos en la Asamblea General Ordinaria mediante voto secreto de listas sin especificación de cargos con excepción del Presidente y el Vicepresidente. Luego de cada elección la Comisión Electoral proclamará los resultados y el Consejo Directivo procederá a la distribución de los cargos, con excepción de los cargos de Presidente y Vicepresidente que serán los que establece la lista electiva más votada.

Los requerimientos establecidos para ser miembro del Consejo Directivo, se establecen en los Estatutos e indican que se debe haber ejercido al menos 5 años la calidad de socio activo, o en caso de personas jurídicas, el representante en el Consejo Directivo deberá ser un director o administrador que cuente con no menos de 5 años de antigüedad como Corredor de Bolsa o como integrante del Directorio de una persona jurídica Corredora de Bolsa que cumpla ciertas condiciones establecidas en el Art. 6 de los Estatutos.

El Consejo Directivo sesionará al menos una vez cada quince días o a convocatoria del presidente o a pedido de uno de sus miembros.

La **Asamblea General**, se compone con los socios activos de esta asociación y es la autoridad superior de la Bolsa de Valores de Montevideo. Ésta Asamblea sesiona en forma Ordinaria o Extraordinaria y en cada oportunidad cita a cada socio mediante aviso personal y escrito y una publicación en un periódico de circulación nacional, la cual debe tener una anticipación de al menos 3 días hábiles respecto de la fecha en que se celebrará la asamblea.

- La **Asamblea General Ordinaria** se celebrará dentro de los ciento veinte días de finalizado cada ejercicio social, para considerar la memoria anual del Consejo Directivo, los estados contables y el informe de la Comisión Fiscal. En el orden del día de éstas Asambleas podrá incluirse la consideración de cualquier otro asunto de interés social sin ninguna limitación.

- La **Asamblea General Extraordinaria** sesionará cuando lo disponga el Consejo Directivo por iniciativa propia o a pedido de quince socios, siempre que lo soliciten con indicación de los asuntos a tratar. En este último caso, el Consejo Directivo deberá publicar la convocatoria dentro de los diez días hábiles de recibida la solicitud.

Las Asambleas serán presididas por el Presidente del Consejo Directivo o en caso de su ausencia por su Vicepresidente pero dada la ausencia de ambos, la asamblea designará un presidente interino dando preferencia a los miembros del Consejo Directivo.

Todas las resoluciones válidamente adoptadas en las Asambleas tanto Ordinarias como Extraordinarias serán obligatorias para todos los asociados sin excepción alguna.

La **Comisión Fiscal** es el órgano que ejerce el control interno en la Bolsa de Valores de Montevideo y se encuentra integrado por tres miembros titulares y tres miembros suplentes, los cuales deben acreditar la calidad de socios activos. La elección de sus miembros se realiza conjuntamente con la elección para la integración del Consejo Directivo y los miembros electos deberán tener una antigüedad mínima de 5 años al igual que la requerida para los miembros del Consejo.

Quienes integren los cargos de la Comisión Fiscal no podrán ser miembros del Consejo Directivo debido a que estos cargos son incompatibles.

La **Comisión Electoral**, es integrada por tres miembros titulares e igual número de suplentes que deberán ser socios activos de la institución y serán electos anualmente en la Asamblea General Ordinaria. Ésta Comisión tiene a su cargo todo lo relativo a los actos eleccionarios, así como de la realización de los escrutinios y la determinación de sus resultados.

Asimismo, la BVM cuenta con un **Comité Técnico**, integrado por los asesores de BVM, el cual puede requerir al Consejo Directivo los apoyos que estime convenientes para el mejor desarrollo de sus funciones.

Finalmente, los Estatutos de BVM establecen la creación de un órgano denominado **Tribunal de Ética** compuesto por tres miembros titulares e igual número de suplentes quienes son designados de la misma manera y en el mismo momento que los miembros del Consejo Directivo. Para integrar dicho tribunal, los miembros deben acreditar una antigüedad de al menos quince años como socio activo de la asociación ya sea como Corredor de Bolsa o director o administrador de una Sociedad de Bolsa, y no haber sido sancionado en forma alguna durante todo el período de su actuación como tal.

El Tribunal de Ética podrá solicitar opinión al Comité Técnico y procederá de oficio o por denuncia de parte, ante cuestiones que resulten susceptibles de comprometer:

- la dignidad o el honor de la Bolsa de Valores de Montevideo o de alguno de sus miembros
- la ética profesional
- en todos los asuntos que puedan dar lugar a una sanción disciplinaria por parte de la propia BVM o del Banco Central del Uruguay
- en los demás casos previstos por los Estatutos

3.1.1.2 Calidad de los Socios

Respecto de la calidad de los socios que integran la BVM, el Art. 4 de sus Estatutos establece que pueden ser categorizados del siguiente modo:

Socios Activos (“Corredores de Bolsa”), son las personas físicas o jurídicas que cumpliendo los requisitos y condiciones que dispone el Estatuto de la B.V.M., realizan en forma profesional y habitual operaciones de corretaje, de comisión u otras operaciones de intermediación de

valores tendientes a poner en contacto a oferentes y demandantes de valores objeto de oferta pública y/o privada, y se inscriban en el Registro de Socios de esta Asociación. Pueden ser personas físicas o jurídicas y son los únicos que participan en las Asambleas de Accionistas.

Socios Especiales, son aquellos autorizados únicamente a realizar y participar en las mismas operaciones de valores que los socios activos a través de modalidades especiales establecidas en las reglamentaciones respectivas, e inscriptos en el Registro de Socios de ésta asociación. Este tipo de socios deben constituirse como sociedades anónimas con acciones nominativas, como cooperativas de intermediación financiera o ser personas jurídicas de derecho público estatales o no estatales y carecen de derecho a voto en las Asambleas Generales.

Son socios especiales los bancos estatales y privados uruguayos y las cajas paraestatales (Caja de Jubilaciones y Pensiones Bancarias, Caja Notarial de Jubilaciones y Pensiones y Caja de Profesionales Universitarios).

Socios honorarios, son las personas a quienes la Asamblea General confiera tal calidad en función de poseer méritos relevantes o por haber ejercido una acción destacada en favor del gremio de corredores.

3.1.1.3 Emisores

La Bolsa de Valores de Montevideo cuenta con un Reglamento de Emisores y Valores en el cual se establecen los requisitos, términos y condiciones a los cuales deberán ajustarse las entidades para inscribirse en el Registro de Emisores y Valores, y cotizar sus valores en la Bolsa de Valores de Montevideo.

En sus primeros artículos, el mencionado reglamento, establece que las entidades que procuren cotizar sus valores en BVM deberán ser autorizadas a inscribirse en el Registro de Emisiones y Valores y comprobar el oportuno y adecuado cumplimiento de las obligaciones que establece el reglamento. La solicitud de inscripción deberá ser realizada por escrito por intermedio de los representantes que posea la entidad, adjuntando la información general y documentación requerida en el Título II del reglamento. Durante la evaluación de la inscripción, la B.V.M podrá solicitar toda información y documentación que considere necesaria para autorizar dicha inscripción.

La B.V.M podrá asumir la obligación de presentar la información y documentación exigida por las normas legales y reglamentarias ante el BCU pero ello no significa que esté expresando un juicio de valor respecto de la entidad solicitante. Asimismo, no será responsable en caso de que el BCU rechace la inscripción, debiendo únicamente poner en conocimiento del emisor las observaciones que dicho organismo realice.

En caso que la BVM no realice este trámite lo deberá realizar el solicitante.

La inscripción en el Registro de Emisores y Valores tendrá carácter transitorio hasta que se inscriban, tanto la entidad como sus valores, en el Registro de Mercado de Valores del BCU. Luego si se podrá realizar inscripción definitiva.

Para obtener la autorización para inscribirse en el Registro de Valores y Emisores, las entidades emisoras deberán ajustarse a las siguientes condiciones, salvo para el caso de actividades de fondos de inversión:

- Objeto social, capital social y situación patrimonial, económica y financiera que justifiquen el acceso al mercado bursátil
- Organización administrativa que les permita atender los requerimientos contenidos en el reglamento

En el caso de entidades constituidas en el extranjero, aún cuando no se ajusten a la totalidad de los requisitos, términos y condiciones que se establecen en el reglamento, el Consejo Directivo podrá autorizar su inscripción en el Registro de Emisores y Valores, siempre y cuando así lo autorice el Banco Central del Uruguay y exista previo Dictamen del Comité Técnico.

Una vez que la inscripción ha culminado los emisores de valores de oferta pública deberán presentar la siguiente información:

Con periodicidad anual:

- Dentro del plazo de tres meses de la finalización de cada ejercicio económico:
 - a) Estados Contables anuales, acompañados de auditoría externa, debidamente firmados y con los timbres profesionales correspondientes;
 - b) Estados Contables anuales consolidados del grupo económico auditados, si correspondiera de acuerdo a la normativa vigente y con los timbres profesionales, correspondientes.
- Dentro del plazo de cuatro meses de la finalización de cada ejercicio económico:
 - a) Testimonio notarial del Acta de Asamblea que apruebe los estados contables, debidamente firmada, si correspondiera.
 - b) Original debidamente firmado o testimonio notarial de la Memoria anual del Directorio sobre la gestión de los negocios sociales y el desempeño en el último período, de acuerdo al contenido mínimo establecido en el artículo 92 de la Ley Nº 16.060 de Sociedades Comerciales.
 - c) Original debidamente firmado o testimonio notarial del Informe del órgano de fiscalización, si correspondiera, debidamente firmado.
 - d) Actualización de la calificación de riesgo expedida por entidad inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

Con periodicidad semestral:

- Dentro del plazo de dos meses de la finalización del primer semestre del ejercicio económico: Estados Contables semestrales acompañados de Informe de Revisión Limitada, debidamente firmados y con los timbres profesionales correspondientes.

Con periodicidad trimestral:

- Dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico: Estados Contables trimestrales acompañados del informe de Compilación, debidamente firmados y con los timbres profesionales correspondientes

Sera obligatorio para los valores de oferta pública, salvo los Fondos de Inversión abiertos, que se realicen calificaciones de riesgo expedidas por alguna entidad calificada. Dicha calificación deberá ser actualizada durante el plazo de emisión al menos de forma anual.

3.1.1.4 Transacciones por Ruedas Físicas

Únicamente los socios activos y especiales pueden participar en la compraventa de valores comercializados en la BVM. Las operaciones efectuadas por los mismos podrán ser realizadas tanto por cuenta propia, como por cuenta y orden de terceros, sobre valores autorizados y registrados en esta bolsa.



Las operaciones bursátiles en BVM son realizadas en las Ruedas Físicas a “viva voz”, mediante el sistema de voceo. Allí se transan valores autorizados y luego se asientan en los boletos de rueda. Asimismo, se mantiene un Registro Diario de Operaciones de Rueda donde únicamente se registran las operaciones de cuyos boletos surjan todos los datos establecidos por el reglamento, como el precio, código de operadores, cantidad, tipo de moneda, etc.

Existe un responsable del contralor diario de la operativa de rueda denominado “Semanero”, que es un miembro del Consejo Directivo y es electo semanalmente por dicho Consejo.

Actualmente hay dos instancias de ruedas físicas por día que van de 14:00 a 14:30 y de 16:30 a 17:00 horas de lunes a viernes durante los días hábiles.

3.1.1.5 Tipos de operaciones

En las ruedas podrán concretarse distinto tipo de operaciones:

- **Operaciones al contado:** son liquidadas el mismo día en el que se efectúa la operación.
- **Operaciones para mañana:** se liquidan el primer día hábil bursátil siguiente al que se efectúa la operación.
- **Operaciones a plazo:** se liquidan en una fecha posterior al primer día hábil bursátil siguiente al que se efectúa la operación.
- **Operaciones de pase:** involucra operaciones de compra o de venta, al contado, para mañana, o a plazo, simultáneamente con la operación inversa de venta o de compra, para un vencimiento posterior. También son conocidas como operaciones de Swap.
- **Operaciones de futuro:** se liquidan en una fecha posterior al día de su negociación y están sujetas a los términos establecidos en el Reglamento de Operaciones a Futuro.

3.1.1.6 Sistemas electrónicos de negociación

El 31 de Octubre del año 2008 se inauguró, con el apoyo de la Bolsa de Valores de Madrid, un sistema electrónico de negociación bursátil denominado Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). El sistema consiste en una red de terminales en las oficinas de cada corredor



para que éstos puedan brindar a sus clientes y al mercado en general, con mayor velocidad, la evolución de precios y tenencias de los valores y realizar las operaciones en tiempo real.

Este sistema funciona los mismos días hábiles en que tengan lugar las ruedas físicas y admite la introducción de órdenes, su modificación, cancelación y negociación.

El sistema electrónico de negociación presenta dos modalidades de operativas:

- **Mercado abierto:** en esta modalidad el precio determina la prioridad del cierre de operaciones y en caso de igualdad de precios se determina por la prioridad temporal en la introducción de propuestas.
- **Mercado de bloques:** los socios puedan aplicar órdenes de sentido contrario o concluir operaciones siempre que se cumplan los requisitos de volúmenes y precios que se establecen para acceder en cada caso a la condición de bloque. Los mencionados requisitos se encuentran en el Art. 79 del Reglamento Operativo y determinan que “las operaciones de bloques podrán concluirse siempre que su precio se encuentre dentro de la horquilla del valor, o dentro de los límites de precios que surjan del mercado abierto, si éste es más restrictivo que la horquilla, y por montos que superen los mínimos que el Consejo Directivo fije para operar en este mercado. Las órdenes son colocadas sin contrapartida y son ejecutadas a igual precio y por la cantidad total de la orden”. La horquilla, se calculará como la variación máxima y mínima aplicada sobre el precio de referencia y el precio podrá oscilar dentro de la horquilla.

Al comienzo de cada sesión en el Sistema Electrónico de Negociación se tomará como precio de apertura de los valores, el precio de cierre del día anterior establecido en el Vector de Precios que elabora el Banco Central del Uruguay. Para el caso de los valores soberanos extranjeros, el precio de apertura será el obtenido en pantallas de reconocido prestigio internacional. La sesión en la Rueda Física se iniciará con los precios de cierre de la sesión del mismo día, del Sistema Electrónico de Negociación. Para los valores no transados en la Rueda electrónica del día, los precios de apertura de la Rueda Física serán los precios de cierre del día anterior establecidos en el citado Vector de Precios o en las pantallas internacionales, según corresponda.

Cuando se incorpore un valor al sistema de negociación se tomará como precio de apertura el precio del mercado primario. En caso de no existir precio del mercado primario, se disparará una subasta.

El precio de referencia (cierre) será el último precio al que se haya realizado una operación superior o igual al monto mínimo establecido por el Consejo Directivo, a tales efectos.⁴

Finalmente, el Reglamento Operativo de la BVM prevé situaciones de fallas en el sistema central de procesamiento, en el suministro de energía eléctrica y simultáneamente en los sistemas de contingencia previstos, o en los medios de comunicación, ante las cuales se podrá suspender el funcionamiento del sistema y disponer que la negociación se realice en rueda física, lo que deberá ser comunicado de forma fehaciente y con antelación al BCU y a los Socios.

⁴ Art. 82, 83 y 86 del Capítulo VI: Sistema Electrónico de Negociación del “Reglamento Operativo de la Bolsa de Valores de Montevideo”



3.1.2 Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA)

La Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA) fue constituida el 15 de enero de 1993 por 26 instituciones financieras públicas y privadas de plaza. Esta Bolsa surge como una necesidad de varios agentes de valores del mercado uruguayo de contar con un ámbito de negociación más ágil y directo que el que les proporcionaba en ese entonces la Bolsa de Valores de Montevideo.

El principal objetivo fue lograr un mercado de capitales transparente, profesional y con igualdad de oportunidades para todos los actores, y establecer la base para el desarrollo de una nueva opción de financiamiento para el sector productivo canalizando eficientemente el ahorro interno. La misión declarada por BEVSA es proveer a los agentes financieros del Uruguay, un ámbito electrónico de transacción y liquidación transparente, anónimo y confiable para todo tipo de instrumento financiero.

BEVSA fue inscripta como Bolsa de Valores en el Banco Central del Uruguay el 9 de agosto de 1994, y comenzó sus operaciones el 5 de setiembre de ese año.

3.1.2.1 Estructura y Autoridades

BEVSA es una institución privada y autoregulada bajo la supervisión del BCU. Las autoridades que constituyen esta sociedad son: la Asamblea de Accionistas, el Directorio, la Presidencia, la Vicepresidencia, la Gerencia General y la Comisión Fiscal.

El Directorio se encuentra a cargo de la administración de la sociedad y se compone de siete miembros titulares, e igual número de suplentes, personas físicas o jurídicas con capacidad para el ejercicio del comercio y que no tuvieran prohibido o no estuvieran inhabilitadas para ello. Dentro de los principales cometidos del Directorio se encuentran la elaboración y el seguimiento del Presupuesto Financiero, los Planes de Acciones Estratégicos y el Programa de Inversiones anuales para lo cual se reúne periódicamente.

La Comisión Fiscal es el órgano de control interno de BEVSA. Se compone por tres miembros electos en la Asamblea de Accionistas y sus principales atribuciones son controlar y fiscalizar la administración y gestión de la sociedad.

3.1.2.2 Operadores

Para operar en la Bolsa Electrónica, los operadores deberán cumplir con lo dispuesto en los Estatutos Sociales, en los Reglamentos de funcionamiento, en los Manuales, en las Circulares, en las resoluciones que dicte el Directorio y también con lo establecido en las normas legales que determine la autoridad pública competente.

Los operadores de la Bolsa Electrónica podrán ser:

- Los Accionistas de BEVSA que cumplan con ciertos requisitos determinados según su calidad de persona física o jurídica. La solicitud de inscripción en el registro de operadores deberá presentarse al Directorio de esta sociedad quien resolverá si se cumple con los requisitos exigidos.

- Las Bolsas de Valores habilitadas para funcionar como tales por el Banco Central del Uruguay que sean aceptadas por el Directorio de BEVSA y en cuyo caso tendrán la calidad de Operador Especial.
- Los Operadores Especiales que sean autorizados a operar en BEVSA. Se inscribió en el Registro de Operadores en calidad de Operadores Especiales el Banco Central del Uruguay y demás entidades públicas así como las Bolsas de Valores nacionales o del exterior que sean admitidas por el Directorio. Por otra parte, serán considerados Operadores Especiales las entidades controladas, vinculadas o integrantes de un mismo conjunto económico con las entidades de intermediación financiera que revistan la calidad de operadores. Asimismo, las personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras que así lo soliciten y que sean admitidas por el Directorio para operar en la Bolsa Electrónica serán registradas como Operadores Especiales.

3.1.2.3 Sistemas de Transacción

BEVSA ofrece a sus usuarios un ámbito de negociación totalmente electrónico basado en un software denominado SIOPEL que considera las modalidades operativas de los mercados y brinda seguridad y transparencia en las operaciones. Este software es utilizado en diversos países y comenzó a utilizarse en Uruguay a partir de una alianza estratégica realizada, en marzo de 1999, entre el Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) de la República Argentina y BEVSA. Posteriormente se incorporaron a ésta alianza estratégica la Bolsa de Valores de San Pablo – BOVESPA, la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco República Colombia, y en el año 2007 la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica.

Este software de negociación electrónico, funciona otorgando a sus operadores una clave de acceso a los sistemas de transacción y responsabilizando a los mismos por todas las operaciones que sean realizadas mediante el uso de su clave. Asimismo, registra automáticamente todas las transacciones realizadas, comunicando a los operadores involucrados el cierre de la operación, las condiciones y los términos de la liquidación. SIOPEL reproduce las tradicionales Ruedas de Bolsa realizadas en las Bolsas de Valores físicas creando un ámbito de negociación donde los operadores acceden a horas determinadas para “dialogar” electrónicamente y realizar sus transacciones de valores. De esta manera se provee básicamente de una gran cantidad de información en el mínimo espacio visual, simplicidad operativa y mínimos tiempos de respuesta.

En BEVSA se realizan transacciones con los instrumentos de los Mercados de Cambios, Dinero y Valores;

Mercado de Cambios, se transan todos los instrumentos vinculados a la Compra-Venta de monedas y billetes, mediante operaciones de contado y a término.

Mercado de Dinero, se transan los préstamos interbancarios en moneda nacional y extranjera.

Mercado de Valores, se transan todos los instrumentos autorizados por el Directorio de BEVSA y autorizados por el Banco Central del Uruguay a tener Oferta. Los valores que emitan el Banco Central del Uruguay y el Banco Hipotecario del Uruguay serán admitidos de oficio, tan pronto comuniquen al Directorio las características esenciales de la emisión.

3.1.2.4 Modalidad de adquisición de Valores

Existen distintas modalidades de operaciones a través de las cuales pueden adquirirse valores en los sistemas de transacción previstos en BEVSA.⁵

Ruedas: a través del sistema de Ruedas cada operador puede realizar ofertas tanto de compra como de venta de uno o varios instrumentos, las que serán conocidas por todos los demás participantes mediante el sistema de información del mercado. Luego, aquel operador interesado en alguna oferta particular deberá proponer una oferta en sentido inverso igualando las condiciones de precio, cantidad y plazo de liquidación. Una vez que sean igualadas todas las condiciones de una oferta de compra y una oferta de venta sobre un mismo instrumento se produce la adjudicación inmediata y definitiva.

Remates: Este tipo de operaciones se realiza en determinados días que son comunicados a los operadores por medio de los sistemas informativos del mercado. El Remate será efectuado sobre la base de las ofertas, tanto de compra como de venta, previamente inscriptas por los operadores. Posteriormente se difundirán una a una las ofertas inscriptas para las cuales existe un periodo durante el cual se reciben las posturas. Al recibir una postura para la oferta que está siendo rematada, comienza a correr el periodo de adjudicación de la misma. Una vez que ha vencido el periodo adjudicación se adjudicará la oferta a la mejor postura recibida.

Licitaciones: La Licitación se conforma de tres etapas; la inscripción de las ofertas de conformidad con el llamado, la difusión de las mismas y la adjudicación. A través de esta modalidad de operación, los operadores pueden postular durante un periodo previamente definido a la adjudicación de las ofertas que sean difundidas, vencido el cual, el sistema adjudicará total o parcialmente la oferta a la o las mejores posturas existentes de acuerdo a los parámetros previstos en el respectivo llamado a licitación. Cualquier operador podrá inscribirse a un llamado de licitación, ya sea para la compra o venta de un valor, estableciendo con precisión la cantidad licitada, el criterio de adjudicación, las condiciones de liquidación y precio máximo o mínimo si se trata de ofertas de compra o de venta, respectivamente, así como cualquier otra base o criterio sustancial para la adjudicación de la licitación.

Operaciones sujetas a Modalidades Especiales: en primer lugar se encuentran las Operaciones Directas que son aquellas en las que un solo operador actúa como comprador y vendedor del valor negociado. El operador debe difundir su intención de efectuar una operación directa, detallando las características de la misma, durante un periodo determinado, en el cual los operadores interesados podrán interferir la operación, ofreciendo un precio de compra más alto o uno de venta más bajo. En segundo lugar, se encuentran las Operaciones a Plazo. Estas operaciones son aquellas transacciones en que ambas partes acuerdan diferir la liquidación a un plazo determinado. El pago del precio y la entrega de los valores deberá efectuarse en la fecha estipulada y el Directorio podrá solicitar a los operadores intervinientes que interpongan garantías para realizar este tipo de operaciones. Finalmente, existen las Operaciones por

⁵ Capítulos III, IV, V, y VI del Título IV: De las Operaciones del “Reglamento de Funcionamiento de la Bolsa Electrónica de Valores S.A.”

Cuenta Propia donde un operador compra o vende valores a nombre propio y por cuenta y riesgo propio. Para este tipo de operaciones se establece que el operador no podrá ejecutarlas mientras tenga órdenes de sus clientes por ejecutar.

3.1.2.5 Ventajas de un Sistema Electrónico

La utilización de un sistema electrónico de negociación presenta una gran cantidad de ventajas algunas de las cuales se enumeran a continuación:⁶

1. Mayor transparencia en la operativa
2. Igualdad de oportunidades a todos los operadores frente a una oferta
3. Permite que únicamente se pueda transar con la mejor contra-oferta
4. Opera en forma totalmente anónima, controlando los riesgos de contraparte y humanos de los operadores en forma automática mediante un sistema de Control de Riesgo
5. Permite la actuación directa de los operadores desde terminales ubicadas físicamente en puntos remotos del país o del exterior
6. Opera en forma continua en el horario que se estime necesario
7. Mejora las posibilidades de control y seguimiento de las ofertas ingresadas por cada operador
8. Permite contar con un mercado en el que el precio de cierre oficial de cada instrumento es fijado automáticamente de acuerdo con un algoritmo matemático predefinido
9. Cuenta con información transparente, para todos los operadores y en tiempo real de cada una de las ofertas que ingresan al mercado
10. Es un sistema totalmente seguro y confiable

3.1.2.6 Empresas que cotizan en BEVSA

Actualmente hay aproximadamente dieciséis empresas que cotizan en la Bolsa Electrónica de Valores. Algunas de estas empresas emisoras son: BALUMA S.A., CONAPROLE, Corporación Vial del Uruguay, Puertas del Sur, FANAPEL, ISUSA, Forestal Oriental S.A., Credit Uruguay Banco, Citrícola Salteña S.A., EF Asset Management, BBVA Uruguay S.A., etc.

3.1.3 Existencia de dos ámbitos de negociación

A partir de 1994 nuestro mercado de valores se convirtió en un sistema combinado donde operan dos Bolsas de Valores con ámbitos de negociación distintos que generan respuestas distintas en materia de compensación, liquidación y custodia. Por una lado la B.V.M caracterizada por operar con valores en general y básicamente por los valores públicos y por otra parte BEVSA caracterizada por obtener los mayores volúmenes de operaciones en los mercados de dinero y de cambios. En el análisis del origen de la existencia de dos ámbitos de negociación tan distintos nos encontramos con que la Bolsa Electrónica de Valores surge a partir de la necesidad expresada en el sistema bancario de encontrar soluciones a temas referidos con el mercado de valores que entendían la B.V.M. no brindaba.

⁶ Información obtenida de la página oficial de la Bolsa Electrónica de Valores S.A. – BEVSA

Actualmente, la existencia de dos ámbitos de negociación de valores determina que al final de cada jornada de operaciones existan dos precios de cierre para un mismo valor, uno determinado por B.V.M. y otro determinado por BEVSA. Este es uno de los puntos más negativos que genera la fragmentación del mercado de valores en dos ámbitos de negociación dado que los inversores obtienen informaciones distintas respecto de un mismo valor.

3.2 EMPRESAS CALIFICADORAS

Las decisiones de inversión de los participantes, en el mercado de valores, se basan en su mayoría en la información suministrada por las Empresas Calificadoras. La función que estas empresas cumplen es la de emitir una opinión independiente respecto de la capacidad de repago de las obligaciones de renta fija, pero no tienen una participación directa en el mercado de valores. Su contribución al mercado es a través de la promoción de la transparencia de la información y de la cultura de medición del riesgo.

En virtud de la importancia del rol que tienen las Empresas Calificadoras en el mercado, es necesario contar con adecuada regulación que garantice la objetividad e independencia de las mismas.

3.2.1 Normativa de las Calificadoras de Riesgo a nivel Nacional

La reglamentación vigente en materia de Empresas Calificadoras de Riesgo es el Decreto 146/997 y la RNMV Libro VIII. Este tipo de empresas son reglamentadas a través de las disposiciones que dicte el Poder Ejecutivo y de las normas generales e instrucciones particulares que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay para su ejecución.

Registro y Requisitos

Aquellas entidades que deseen operar como Calificadoras de Riesgo deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores del BCU y deberán cumplir con los requisitos que éste determine.

Para las personas jurídicas, se establece que deberán ser sociedades anónimas con acciones nominativas u otro tipo de sociedades que permita la identificación de los socios. Asimismo, deberán tener como objeto exclusivo la calificación de riesgos e incluir en su denominación la expresión “Calificadora de Riesgo”. De tratarse de representantes que actúen bajo licencia de calificadoras radicadas en otros países, deberán corresponderse a una entidad legalmente constituida, en vigencia y habilitada para actuar como calificadora de riesgos en el país de residencia.

Toda empresa Calificadora de Riesgos debe contar con una metodología de calificación y el manual de procedimientos correspondiente, de los cuales deberán resultar los elementos y criterios que se tendrán en cuenta para realizar las calificaciones.

Por otra parte, las categorías de calificación a utilizar deberán corresponder a criterios reconocidos y utilizados internacionalmente.

Solicitud de Inscripción

Las empresas interesadas en operar como Calificadoras de Riesgos deberán presentar la solicitud de inscripción ante la División de Mercado de Valores y Control de AFAP acompañada de los manuales de procedimientos y metodologías de calificación, así como el rango de categorías de calificación a aplicar en el país, con indicación del alcance de su significado. También es requisito para la inscripción, presentar la nómina de los técnicos responsables de

la calificación o los integrantes del órgano de calificación, los integrantes de los órganos de administración e integrantes del órgano de fiscalización en caso de que hubiese.

En cuanto a los técnicos calificadores, los mismos deberán contar con reconocida idoneidad técnica y experiencia en el campo económico financiero, contable y/o jurídico, y gozar de comprobada solvencia moral. Deberán cumplir estrictamente los procedimientos y metodologías registradas por la entidad Calificadora de Riesgos y deberán ejercer sus funciones con la debida diligencia profesional.

A los efectos de la inscripción, también deberá ser presentado el Código de Ética que aplicará la calificadora en el cual se deben consagrar los siguientes principios:

- La información utilizada para la elaboración y emisión de los dictámenes de calificación se mantendrá en carácter reservado, quedando prohibido su uso en beneficio propio o de terceros.
- El dictamen de calificación debe ser objetivo, no permitiendo la existencia de vínculos del calificador con la empresa calificada, que puedan derivar en conflictos de intereses.
- Debe salvaguardarse la transparencia en la actuación de la empresa calificadora y sus funcionarios, estableciendo las normas de conducta que deberán respetarse, en especial, con relación a los negocios que se realicen con valores.

Incompatibilidades y Prohibiciones

La reglamentación vigente establece limitaciones respecto a la calidad del personal actuante en las Empresas Calificadoras de Riesgos. Se establece en el Art. 273 de la RNMV que no podrán ser socios, accionistas, directores, gerentes, técnicos calificadores ni representantes o licenciatarios de estas empresas, o estar en relación de dependencia con ellas, las Instituciones de Intermediación Financiera, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y de Ahorros Previsionales, las entidades de Seguros, los Emisores de Valores, las Bolsas de Valores y sus Corredores, así como sus directores, administradores, asesores, gerentes o empelados.

Por otra parte, se prohíbe a las calificadoras invertir en títulos calificados por la propia entidad, así como la utilización de información a la que acceda, en razón de su actividad, para beneficios de la entidad o de terceros. Estas prohibiciones son aplicables a socios, accionistas, directores, gerentes, técnicos calificadores y a representantes o licenciatarios de estas empresas.

Finalmente, tampoco se podrán calificar títulos de una empresa emisora en la que los socios, accionistas, directores, gerentes, técnicos calificadores, representantes o licenciatarios presten servicios de asesoramiento o auditoría o tengan algún otro interés que pueda afectar la independencia del dictamen de calificación.

Dictamen

Las calificadoras deben llevar un registro en el cual se transcriben íntegramente los dictámenes de calificación con las condiciones relevantes que los sustenten. Para cada dictamen se deberán detallar las fuentes de información que fueron tomadas en cuenta para la obtención de los datos utilizados, incluyendo los parámetros tanto cuantitativos como cualitativos considerados para la formulación de los mismos. Todos los dictámenes de calificación emitidos sobre entidades reguladas por el BCU o instrumentos cotizados en el país, deberán ser remitidos al BCU dentro de los dos días hábiles de expedido para su inclusión en el Registro de Mercado de Valores. Por otra parte, la categoría de calificación asignada a valores también deberá ser comunicada, dentro de los dos días hábiles de expedido el dictamen correspondiente, a la bolsa de valores donde cotee el valor calificado para su publicación en los boletines informativos.

3.2.2 Tipos de Calificaciones en la Normativa Uruguaya

Hay una distinción en tres grandes categorías:

- La calificación de Títulos de Deuda, es la opinión sobre la solvencia de un deudor para hacer frente a sus compromisos financieros con respecto a una obligación específica o a un programa de emisión.
- La calificación de Acciones, consiste en una “calificación institucional”, es decir, una opinión sobre la solvencia general de la sociedad anónima emisora para hacer frente a sus compromisos financieros a través de generación de ganancias.
- La calificación de Fondos de Inversión, es una opinión sobre el nivel de seguridad del fondo que surgirá de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, la sensibilidad a factores del mercado, fortalezas y debilidades de la sociedad administradora y su capacidad operativa.

3.3 EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS

En el Mercado Financiero uruguayo, la principal modalidad para cubrir las necesidades de fondos es a través del financiamiento indirecto mediante instituciones de intermediación financiera. Las empresas privadas uruguayas canalizan sus necesidades de financiamiento esencialmente a través de préstamos bancarios realizados con instituciones financieras y no en el Mercado de Valores.

Sin embargo, el financiamiento directo, resulta en general más económico que la modalidad clásica de acudir al sistema bancario y es un hecho que en el mercado financiero mundial ésta forma de financiamiento se ha desarrollado fuertemente. En el Uruguay, algunas empresas se han atrevido a financiarse por medio de instrumentos operados en el Mercado de Valores y existe una tendencia al alza de obtener una mayor diversificación y control de los riesgos del negocio lo cual ha impulsado la utilización de estos instrumentos.

Mediante la emisión de deuda, las empresas y el Estado pueden obtener financiamiento a mediano y largo plazo directamente con los ahorristas sin tener que acudir a intermediarios financieros.

Por consiguiente, el Mercado de Valores constituye una fuente de financiamiento transparente donde las empresas pueden acudir para obtener recursos que requieran para enfrentar nuevos proyectos, reestructurar pasivos o contrarrestar riesgos del mercado.

3.3.1 Valores que se transan en el Mercado

Según la Ley 18.627 del Mercado de Valores la cual será abordada en el capítulo siguiente, se entiende por valores, a los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes.

Dentro del régimen de oferta pública se negocian valores del sector público y del sector privado. Los valores en el sector público, pueden ser emitidos ya sea por el Gobierno Central, el Banco Hipotecario del Uruguay y los Entes Públicos y los motivos que fundamentan las emisiones son distintos en cada caso. Los valores emitidos por el Gobierno Central tienen como finalidad financiar el déficit fiscal o ser utilizados como instrumento de política monetaria y pueden ser emitidos tanto en el mercado local como en los mercados internacionales. Por otra parte, aquellos valores emitidos por las empresas públicas son utilizados para obtener financiamiento para sus proyectos de inversión u obras públicas.

Los valores emitidos por el sector privado son activos emitidos por empresas privadas con el objetivo de financiar sus deudas buscando recursos para desarrollar las actividades y proyectos de negocios.

3.3.1.1 Principales valores de oferta pública emitidos por el sector público

Bonos: Un bono es una obligación financiera documentada a través de la cual el emisor busca financiamiento y se compromete a devolver en una fecha determinada el capital principal además de una cantidad por concepto de intereses también llamados cupón. Estos valores tienen un plazo que indica la expectativa del instrumento, un vencimiento, el cual revela el día en que el emisor deberá pagar al inversor el monto adeudado y un valor nominal el cual el emisor se compromete a pagar al vencimiento.

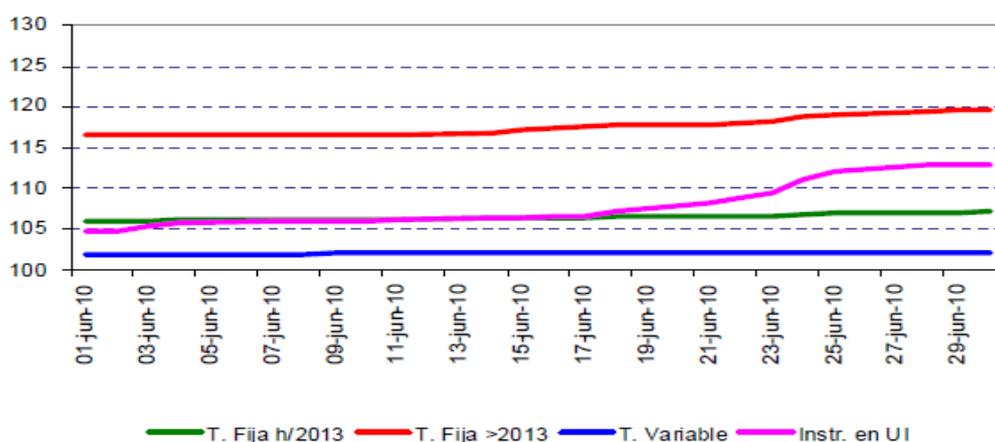
Los bonos pueden ser clasificados de acuerdo a la tasa de interés nominal:

Los Bonos de tasa fija son los que pagan una única tasa de interés durante toda la vida del bono y la misma está prefijada. Los Bonos de tasa variable son aquellos que pagan una tasa de interés que está indexada con relación a una tasa de interés de referencia, generalmente se toma la tasa LIBOR (London InterBank Offered Rate). Finalmente, los Bonos cupón cero son los bonos que no pagan intereses durante su vida, sino que lo hacen íntegramente al vencimiento, cuando el importe del bono es devuelto.

Existe otra clasificación de los bonos: Bonos físicos que se representan por papeles, son tangibles y son al portador y Bonos escriturales los cuales el agente emisor lleva un registro con los nombres de los tenedores de los mismos.

- **Bonos de Tesoro:** Son títulos de deuda emitidos en dólares americanos por el Estado a través del BCU de mediano y largo plazo y pueden pagar intereses fijos o variables. También existen en el mercado uruguayo los llamados Bonos Samurai emitidos en yens.

Evolución de Índices de Precios de Bonos Públicos



Fuente: BCU: Informe Trimestral del Mercado de Valores N°27 Abril-Junio

- **Bonos de Ahorro Previsional:** el objetivo de su emisión es obtener fondos que financien la Seguridad Social. Estos títulos de deuda se colocan en el mercado a través de una licitación que realiza el BCU y son valores escriturales que no tienen amortizaciones parciales, es decir, se pagan al vencimiento. Son valores de tasa fija y pagan intereses en forma semestral.

- **Bonos Globales o Eurobonos y Euronotas:** Son emisiones en el Mercado Internacional que buscan captar fondos provenientes de inversores extranjeros aunque también pueden ser adquiridos por inversores nacionales. Esta clase de bonos son emitidos por el BCU, bajo la ley internacional y a largo plazo, en moneda extranjera (dólares americanos, yens, euros, pesos chilenos) o en moneda nacional ajustados por UI. Su amortización es al vencimiento, es decir, no tienen amortizaciones parciales y pagan una tasa de interés fija en forma semestral o anual dependiendo del instrumento.

Letras de Tesorería: Son títulos de deuda escriturales emitidos por el Gobierno Central y colocados en el mercado a través del régimen de licitación. Su precio de adquisición es inferior al valor nominal debido a que son emitidas al descuento y una vez producido el vencimiento el pago es realizado por el valor nominal, correspondiendo la diferencia a los intereses. Este tipo de instrumento es de corto plazo y son emitidos en moneda nacional o en moneda extranjera.

Letras de Regulación Monetaria: Son títulos de deuda pública, emitidos por el BCU con el propósito de regular la cantidad de dinero. Se emiten a plazos superiores a un mes y de hasta tres años. Encontramos dos tipos de emisiones: a tasa nominal o ajustable por UI.

Notas del Tesoro: Son títulos ajustables emitidos por el Gobierno Central, a través del BCU, en UI y a plazos de 3, 5, 10 y 12 años.

Bonos Hipotecarios: Son títulos de deuda emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay garantizados por préstamos hipotecarios.

Certificados de Depósito BROU/BCU: El BCU al igual que el BROU son emisores de este tipo de instrumentos de valor los cuales constituyen una porción importante de su operativa en el Mercado de Valores. Estos Certificados de Depósito son emitidos a partir de un depósito realizado en dichas instituciones a un plazo e interés determinado y constituyen un título de deuda que debe ser cancelado por el emisor una vez expirado el plazo. El poseedor del certificado de depósito podrá mantenerlo hasta su vencimiento, transarlo en el mercado secundario o realizar participaciones en el total a terceros.

Obligaciones Negociables de empresas públicas: Este tipo de instrumento es emitido con el objetivo de obtener financiamiento e implica una promesa de pago a futuro. Son títulos de deuda con vencimientos y tasas de interés preestablecidas, las cuales pueden ser fijas o ajustables periódicamente. La Ley 18.627 establece que 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, las cuales deberán contar con autorización del Poder Ejecutivo con informe previo del Banco Central del Uruguay. En la práctica la única empresa que optó por utilizar este tipo de instrumento fue la UTE.

3.3.1.2 Principales valores de oferta pública emitidos por el sector privado

Acciones: Son una alícuota del capital social de una persona jurídica y representan la participación que una persona (accionista) tiene dentro de esa sociedad. Este tipo de valores son una inversión de renta variable debido a que no tienen un retorno fijo establecido, sino que la rentabilidad esperada es incierta y depende de la buena marcha de la empresa.

Estos valores representativos emitidos como forma de financiamiento pueden ser:

- i. Acciones nominativas: Contienen el nombre del titular de las mismas. Se subdividen según su facilidad de transmisión en endosables y no endosables.
- ii. Acciones al portador: Quien posee el título es quien puede ejercer los derechos inherentes a la acción.
- iii. Acciones escriturales: No están representadas en documentos físicos. La sociedad que las emite debe llevar un registro en el libro especial para este tipo de valores “Libro de Registros de Acciones Escriturales”

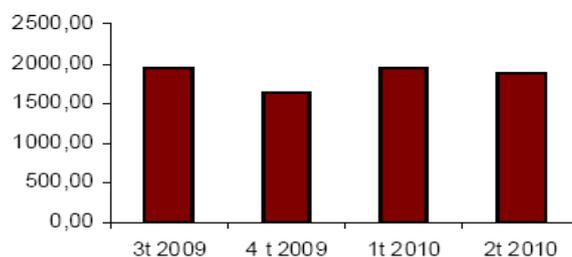
Asimismo podrían clasificarse en:

- a. Acciones ordinarias: Son aquellas en las cuales el accionista tiene una participación residual en las utilidades de la empresa luego de satisfacer los derechos de los accionistas que poseen acciones preferidas.
- b. Acciones preferidas: Son aquellas que además de conceder los derechos de las acciones comunes u ordinarias, otorgan prioridad sobre las acciones comunes en relación con el pago de dividendos.
- c. Acciones de goce: Son títulos que se emiten para reemplazar otro tipo de acciones que desaparecen.

La emisión de acciones puede realizarse por *oferta pública*, la cual es realizada en una Bolsa de Valores e inscripta en el BCU, o por *oferta privada*, en la cual según la Ley 18.627 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.

Certificados de Depósito: Surgen ante la escasez de otros instrumentos de emisión privada y son transados generalmente en el mercado primario. Este tipo de certificados son emitidos por instituciones de intermediación financiera y cooperativas de ahorro y crédito como contrapartida de una suma de dinero depositada en los mismos a un plazo y tipo de interés determinados. La dificultad de captar pasivos en forma de depósitos a la vista y a plazo fue una de las principales causas que impulsó a ofrecer en el mercado este nuevo tipo de pasivos y la posibilidad de negociarlos en el mercado secundario en caso que el inversor necesitara el dinero antes de que expirara el plazo, hicieron que los certificados de depósito tuvieran buena acogida entre los ahorristas.

Mercado primario - Certificados de Depósito del sector privado (en mill. de U\$S)



Fuente: BCU: Informe Trimestral del Mercado de Valores N°27 Abril-Junio 2010

Obligaciones Negociables de empresas privadas: Son títulos negociables representativos de una deuda emitidos por una empresa o entidad con un vencimiento preestablecido y con una tasa de interés previamente pactada. Es decir, la empresa emisora emite valores de una deuda que son suscritos por inversores, comprometiéndose a reintegrar el capital y el pago de los intereses correspondientes en los plazos establecidos. Este instrumento es una alternativa de financiamiento para el emisor quien recurre al ahorro público ofreciendo obligaciones para que sean adquiridas por los interesados.

De acuerdo a lo establecido en la Ley 18.627 no todas las empresas están autorizadas a emitir Obligaciones Negociables, las empresas allí autorizadas son las sociedades comerciales nacionales y extranjeras y las sociedades cooperativas además de las entidades del sector público que ya han sido mencionadas.

Las obligaciones negociables pueden ser de diversas clases las cuales constituyen derechos diferentes de acuerdo a su clase y su emisión podrá dividirse en series. Las nuevas series de obligaciones solo podrán emitirse una vez que la serie anterior esté totalmente suscrita o se hubiere cancelado el saldo no colocado.

Este tipo de instrumentos puede ser emitido:

- En documentos o títulos negociables
 1. Al portador, se transmiten con la simple entrega manual del documento
 2. Nominativos, que pueden ser endosables y por lo tanto transmitidos a terceras personas, o no endosables
- Escriturales, la entidad emisora realiza anotaciones en su libro de registros

Las características y condiciones de la emisión deben estar claramente establecidas en el documento de emisión debiéndose indicar entre otros aspectos: la denominación del título, el lugar y fecha de su emisión así como la de su vencimiento, el nombre y domicilio del emisor, el monto y la moneda de la emisión, el plazo, la naturaleza de la garantía si la hubiere, las condiciones de amortización y el interés y la forma de reajuste o actualización del valor del capital si correspondiere.

Las obligaciones negociables pueden ser emitidas con tasas de intereses fijas o ajustables periódicamente y con amortizaciones de capital parciales y/o pagos de intereses periódicos. Existen, a su vez, obligaciones negociables con derechos especiales como es el caso de las obligaciones convertibles en acciones en las cuales al vencimiento el tenedor recibe como pago acciones de la empresa emisora y de esta forma se convierte en accionista de la misma. Asimismo, las obligaciones pueden emitirse con el respaldo de garantías especiales como ser hipotecas, prendas, garantías solidarias, etc.

3.3.2 Otras alternativas de financiación

Fideicomiso: En diciembre de 2003 se sancionó la Ley 17.703 que regula la figura del fideicomiso en Uruguay. El Artículo Primero de ésta Ley define al fideicomiso como un “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”.

En definitiva, la normativa define al Fideicomiso como un negocio jurídico donde el fideicomitente transmite la propiedad fiduciaria de determinados bienes o derechos de cualquier naturaleza, al fiduciario y al cumplimiento del plazo o condición estipulada, éstos bienes o derechos se restituyen al fideicomitente o se transfieren a una tercera persona beneficiaria. En un Fideicomiso podrá haber pluralidad de fideicomitentes y beneficiarios y el mismo podrá ser constituido por acto entre vivos o por testamento.

El Fideicomiso es un instrumento muy versátil que se puede usar en una gran variedad de situaciones y circunstancias y al cual se le pueden dar distintas utilidades dentro de las cuales se pueden destacar las siguientes:

- Herramienta para atraer inversión y canalizar financiamiento
- Garantía para obtención de créditos
- Instrumento innovador para emprender nuevos negocios
- Facilitador de las exportaciones
- Herramienta de re-estructuración para bancos
- Otras

Diferentes partes que intervienen en la constitución de un fideicomiso

Existen distintos sujetos intervinientes en un negocio de Fideicomiso los cuales se detallan a continuación:

Fideicomitente: Es el propietario original de los bienes o derechos sobre los cuales se constituye la propiedad fiduciaria y es la persona que transmite las instrucciones de cómo proceder con los bienes o derechos objeto del negocio.

Fiduciario: Es el sujeto que recibe los bienes o derechos (patrimonio fideicomitado) con la finalidad de cumplir con las instrucciones establecidas en el acto constitutivo del fideicomiso. La Ley no exige ningún requisito para cumplir el rol de fiduciario, por lo cual, podría ser cualquier persona física o jurídica.

El Fiduciario adquiere sobre el patrimonio del Fideicomiso una propiedad fiduciaria, es decir, tendrá limitadas sus posibilidades de actuación sobre éste patrimonio a las reglas que dicte el Fideicomitente.

Asimismo, la responsabilidad del fiduciario por las obligaciones asumidas en ejercicio de la gestión que le fuera encomendada, como indica el artículo 8 de la Ley, se limita al patrimonio fideicomitado, no respondiendo con sus bienes personales. Del mismo modo, el patrimonio fideicomitado no responde por las obligaciones personales del fiduciario (artículo 7 de la Ley).

Beneficiario: El acto constitutivo del Fideicomiso, deberá designar al beneficiario que podrá ser una persona física o jurídica y será la persona que adquiera los derechos a los beneficios que genera el fideicomiso. El beneficiario puede ser el propio fideicomitente o un tercero o podría ser una persona futura que no exista al tiempo de constitución del fideicomiso. Asimismo, la calidad de beneficiario puede ser otorgada en forma conjunta o dos o más beneficiarios quienes repartirán los beneficios obtenidos en partes iguales, salvo disposición en contrario.

El Fiduciario nunca podrá ser beneficiario, salvo en los casos de fideicomisos de garantía constituidos a favor de una entidad de intermediación financiera.

Fideicomisario: Es aquella persona que tendrá derecho a recibir el patrimonio afectado por el fideicomiso al término del mismo. Podrá ser tanto el fideicomitente como el beneficiario, o también una tercera persona, salvo en el caso de los bancos, en el que el fiduciario nunca puede ser beneficiario ni fideicomisario.

Propiedad fiduciaria

Los bienes y derechos que integran el fideicomiso constituyen un patrimonio de afectación, separado e independiente de los patrimonios del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario. Esto significa que ni los acreedores del fiduciario ni los del fideicomitente pueden ejercer acciones sobre los bienes fideicomitados y que el fiduciario no responderá con sus bienes por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Los acreedores del beneficiario tampoco podrán perseguir los bienes fideicomitados mientras integren el fideicomiso, pero si podrán perseguir los frutos que dichos bienes generen.

Modalidades de Fideicomiso

La Ley permite una gran variedad de modalidades de utilización de fideicomisos por lo cual hay extendidas aplicaciones de los mismos. A continuación se detallarán las modalidades que son más recurrentes en la práctica.

- 1) Fideicomiso de Inversión o Administración
- 2) Fideicomiso de Garantía
- 3) Fideicomiso Financiero

1) Fideicomiso de Inversión o Administración

En esta modalidad de Fideicomisos, el Fideicomitente procura que una persona física o jurídica (Fiduciario), administre o invierta todo o parte de sus bienes o derechos. Entre los elementos de administración más comunes se encuentran los inmuebles, establecimientos industriales, proyectos de variada especie, fondos o valores, carteras de créditos, activos intelectuales, etc.

2) Fideicomiso de Garantía

La modalidad de Fideicomisos de Garantía tiene como principal objeto el asegurar el cumplimiento de una obligación. El Fideicomitente asume una deuda del beneficiario y desea garantizar la misma mediante la transferencia de los bienes requeridos a un Fideicomiso e indicando al Fiduciario de que en caso de incumplimiento dichos bienes deben ser vendidos para pagar a los acreedores del Fideicomitente.

Las instituciones de intermediación financiera están explícitamente autorizadas a actuar como Fiduciario y Beneficiario en este tipo de Fideicomiso, por lo cual podrán recibir los activos de sus deudores en garantía y obtener fondos de los mismos en caso de incumplimiento por parte del Fideicomitente.

3) Fideicomiso Financiero

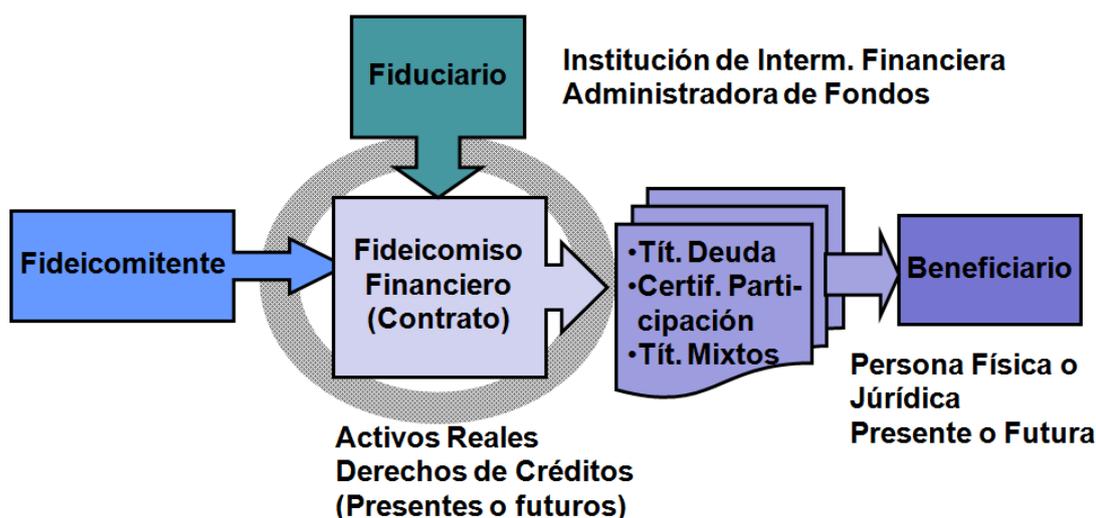
Esta modalidad, es un negocio de Fideicomiso donde los derechos de los beneficiarios se representan por Certificados de Participación en el dominio fiduciario, Títulos de Deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso o Títulos Mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente. Los títulos representativos del fideicomiso son transados en el mercado de valores local a través de las Bolsas de Valores, lo cual otorga a esta modalidad el carácter de instrumento bursátil.

El principal objetivo de este tipo de fideicomiso es operar como enlace para la *securización o titularización* de activos transferidos por el fideicomitente al fideicomiso.

Dentro de las principales características de esta modalidad se destacan las siguientes:

- Podrán actuar como Fiduciarios en este tipo de Fideicomiso únicamente las Instituciones de Intermediación Financiera o las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.
- Podrán coincidir el fideicomitente y el fiduciario, cuando se solicite autorización para ofrecer públicamente los certificados de participación, los títulos representativos de deuda o los títulos mixtos emitidos.

Esquema de Fideicomiso Financiero



Securitización

La Securitización o Titularización, es una operación financiera por medio de la cual un conjunto de activos no líquidos son transformados en títulos valores destinados a ser vendidos al público en los mercados de valores que generan liquidez inmediata. Es una fuente de financiamiento a largo plazo que permite a una empresa transformar sus activos o bienes generadores de flujos de ingresos, actuales o futuros, en valores negociables en el mercado de valores, posibilitando la obtención de liquidez en las mejores condiciones de costo financiero. Esta operación puede realizarse bajo diferentes formas jurídicas siendo el fideicomiso financiero la más utilizada en Latinoamérica.

En lo referente a los bienes susceptibles de securitización se encuentran los créditos (hipotecarios, prendarios, personales, facturas por exportaciones o venta de bienes) y los derechos de cobro (alquileres, cobros de peajes, de cuotas mutuales o de universidades, etc.).

Cualquier flujo futuro de fondos que posea una empresa es securitizable por medio de un fideicomiso financiero lo cual permite adelantar el ingreso de los fondos futuros y de esta manera eliminar el posible desfase entre los créditos otorgados y la fuente de financiamiento utilizada por la empresa.

Esta operación financiera fortalece la calidad de los créditos originales debido a que a través de la misma se convierten activos cuya venta a terceros en su estado original sería muy difícil, en papeles líquidos y comercializables que toman los inversores. Es un proceso de creación de valor respecto a los créditos originales que otorga las siguientes ventajas:

- a. Reducir el riesgo (es traspasado al mercado)
- b. Uniformidad en los pagos y las fechas ya que el tenedor del título conoce de antemano el flujo que habrá de recibir por sus intereses y devolución de su capital en las fechas precisas
- c. Alternativa que ofrece una mejor rentabilidad que la que pueden brindar los depósitos tradicionales del sector financiero
- d. Liquidez
- e. Los inversores se aseguran sus recursos en papeles calificados con fortalecimiento crediticio y liquidez
- f. Valuación diaria de los títulos distinto a los créditos que se valúan subjetivamente y seguramente con mayor espacio en el tiempo
- g. Menores costos operativos

El proceso de securitización se desarrolla siguiendo determinadas etapas que dependerán del tipo de activo que se desea titularizar: En una primera instancia se deberá realizar un estudio previo con el objetivo de seleccionar la modalidad que mejor se adecue para realizar la operación de securitización. Luego se transformará el activo en títulos valores, para ser transado en las bolsas de valores, otorgándole así mayor liquidez. Para llevar a cabo esta etapa es preciso trasladar los activos a un patrimonio separado o autónomo (fiduciario) para ser convertido en valores bursátiles. Los activos transferidos son utilizados como respaldo para la emisión de los títulos que permitirán la obtención de los fondos. Posteriormente, se deberán inscribir los títulos emitidos en el Registro del Mercado de Valores, de conformidad con la normativa vigente, para luego ser transados por oferta pública.

Paralelamente, se requiere la participación de una empresa calificadora de riesgo, encargada de examinar el activo para determinar su calidad y riesgos futuros. Se realiza un análisis del sistema de titularización empleado para determinar si es el más adecuado, también analiza la calidad del emisor, los flujos futuros, etc. Con toda esta información la calificadora clasifica el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio.

Una vez que los títulos han sido autorizados se inscriben en las Bolsas de Valores para ser negociados en oferta pública.

El proceso finalmente concluye cuando el activo regresa a su estado original una vez que el emisor recompra los títulos emitidos.

En síntesis, se puede definir la titularización como el medio a través del cual una empresa puede transformar sus activos de diversa naturaleza en valores comercializables o títulos valores con el propósito de acudir, a través de ellos, al mercado de valores y obtener el financiamiento requerido para la realización de sus operaciones y proyectos, a menor costo y a mayor plazo.

CAPÍTULO 4 – ANTECEDENTES EN MATERIA REGULATORIA Y REGULACIÓN VIGENTE DEL MERCADO DE VALORES

4.1 FORMALIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL Y DESARROLLO DE LAS PRIMERAS REGULACIONES

El Mercado de Valores de nuestro país, funcionó en sus inicios, bajo un sistema de autorregulación a través de la Bolsa de Valores de Montevideo.

Los primeros indicios de regulación, surgen cuando es creada la “Sociedad Bolsa Montevideana”, en el año 1867, y se promulga un Reglamento interno de los Corredores donde se establecían sus obligaciones y responsabilidades, se fijaba la forma de admisión, las condiciones con que se verificarían las transacciones, las penalidades a los infractores y otras disposiciones.

Al instalarse la Sociedad, y en forma simultánea, se crean dos cuerpos empresariales diferenciados por su actividad: la Cámara Sindical que representaba los intereses del comercio, y la Comisión Interna de Corredores que regulaba la actividad de los Corredores. Esta Comisión Interna pasa a ser Comisión de Corredores a partir de 1875, se convierte en una entidad gremial en 1921, y a partir de 1937 obtiene personería jurídica y pasa a llamarse Asociación de Corredores de la Bolsa de Comercio, denominación que se modificará en 1952 para transformarse en Bolsa de Valores, y en el año 2004 Bolsa de Valores de Montevideo.

Durante la mayor parte de su historia, la regulación del mercado bursátil de nuestro país estaba estipulada en los Estatutos de la Bolsa de Comercio S.A. y de la Bolsa de Valores de Montevideo.

La primera disposición legal relativa a la regulación de los mercados de valores locales se encuentra en la Ley de Intermediación Financiera (Decreto Ley N°15.322 del 17 de diciembre de 1982). Dicha norma, dispuso que el Poder Ejecutivo reglamentara la organización y el funcionamiento de las bolsas de valores con el asesoramiento del Banco Central del Uruguay.

Posteriormente, el 23 de noviembre del año 1992 se dictó el Decreto 576/92, a través del cual el Poder Ejecutivo resolvió que el control del funcionamiento de las bolsas de valores fuera realizado por el Banco Central del Uruguay.

En el año 1993, el Servicio de Control del Mercado de Valores, actualmente denominado Área de Control del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, emite la Comunicación N° 93/61 a través de la cual constituye el Reglamento de Control del Funcionamiento de las Bolsas de Valores.

Las principales disposiciones establecidas en el mismo son las siguientes:

- Es definido el concepto de Bolsa de Valores y Oferta Pública de Valores (en los artículos 21 y 31 respectivamente)
- Regula exclusivamente el funcionamiento de las Bolsas de Valores y no el de los emisores u operadores
- En su artículo 51 dispone la inscripción de las bolsas en el BCU estableciendo los requisitos que las mismas deben cumplir y la información habitual a presentar

- Obliga a las bolsas a suministrar información al BCU bajo forma de declaración jurada acerca de las reglamentaciones, resumen de su operativa efectuada mensualmente, volumen negociado diario, los productos transados y los operadores que actúan
- Establece normas mínimas en cuanto a la ética de las transacciones, registros, documentación, operativa, liquidación de las operaciones, controles, sanciones a los agentes
- Adjudica responsabilidades a las bolsas respecto al control sobre los corredores, el establecimiento del receso en el funcionamiento, el régimen disciplinario y garantías
- Define las relaciones entre las bolsas de valores, emisores e inversores, en especial los requisitos exigidos para efectuar oferta pública y/o cotizar en bolsa y la difusión de información
- Establece normas mínimas de requisitos e información a ser exigida a los emisores para la cotización de valores
- Se definen las sanciones y el régimen procesal

Este Reglamento no elimina el principio de Autorregulación debido a que el mismo no busca regular el mercado de valores en sí, sino officiar de control para las Bolsas de Valores.

Las siguientes disposiciones legales tendientes a regular el Mercado de Valores surgirían a partir de 1996 con la Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables N° 16.749 y las posteriores Leyes.

4.1.1 Acuerdos Regionales – Protocolo de Colonia 1994

En enero de 1994, el Servicio de Control del Mercado de Valores del BCU en conjunto con un grupo de trabajo del MERCOSUR, orientado este último al estudio de los mercados financieros en los países miembros, realiza un trabajo cuyo objetivo era el de equilibrar e integrar el desarrollo de los distintos mercados. Se buscaba realizar un análisis de asimetrías para establecer las bases de acuerdo para la integración de los mercados de capitales.

Los integrantes del MERCOSUR suscriben en 1994 el Pacto de Colonia, logrando un acuerdo sobre las regulaciones mínimas que se entienden indispensables para la integración de los mercados de valores de los países miembros del MERCOSUR.

Este Protocolo, a pesar de no haber sido ratificado por los Estados miembros, implicó un compromiso frente al resto de los países y se utilizó como una de las bases y fuentes para la elaboración de una ley fundamental, la Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables N° 16.749 de 1996 y sus Decretos Reglamentarios.

El Protocolo de Colonia consta exclusivamente de 12 artículos y un Anexo y es uno de los pocos tratados de protección multilateral de inversiones. El mismo hace referencia a 5 temas básicos: Emisores de valores, Fondos de inversión, Bolsas, mercados e intermediarios, Auditores externos, y Sistemas de compensación, liquidación y custodia.

4.1.2 Acuerdos Internacionales

En el ámbito internacional, Uruguay ha buscado conformar un mercado de valores acorde a los estándares internacionales. En este sentido, desde el año 1987, el Banco Central del Uruguay es miembro de IOSCO (Organismo Internacional de Comisiones de Valores) y del CORSA (Consejo Interamericano de Autoridades Reguladoras de Valores). Como miembro de los anteriores organismos que son internacionalmente aceptados, Uruguay debe cumplir con los principios que establecen y pregonan.

4.2 LEY DE MERCADO DE VALORES N° 18.627

El 16 de diciembre del 2009 fue publicada en el Diario Oficial la nueva Ley de Mercado de Valores N° 18.627 la cual deroga en forma expresa la Ley N° 16.749 del año 1996. Esta Ley otorga un nuevo marco normativo para el Mercado de Valores y surge a partir de la necesidad inminente de renovación debido a la mayor complejidad adquirida por el mercado en los últimos años. A través de esta Ley se intenta relanzar al Mercado de Valores Uruguayo como instrumento movilizador de la economía y generar las condiciones necesarias para dinamizarlo. El objetivo primordial en este cambio normativo es suscitar 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.

4.2.1 Antecedentes

Entre los años 1981 y 1982 el Banco Central del Uruguay resolvió crear un grupo de trabajo, cuyo objetivo central fue el estudio de las normas del mercado de valores y de la ley de sociedades, para preparar un proyecto de ley que regulara el mercado de valores uruguayo. Es precisamente así como en setiembre de 1982 se logra la primera disposición legal relativa a la regulación del mercado de valores uruguayo, la Ley N° 15.322. El principal aporte de ésta Ley fue el nombramiento del BCU como órgano controlador de la actividad financiera en general y de las Bolsas de Valores, estableciendo en su Artículo 26 “El Banco Central del Uruguay podrá reglamentar y controlar la organización y el funcionamiento de los mercados a término. La organización y el funcionamiento de las bolsas de valores serán reglamentados por el Poder Ejecutivo con asesoramiento del Banco Central del Uruguay”.

Posteriormente, en el año 1992, se aprobó la Ley N° 16.327 a través de la cual se otorgaron mayores potestades al Banco Central como organismo regulador del mercado, y se crea un nuevo grupo de trabajo quien prepararía los anteproyectos de las leyes N° 16.749 (Mercado de Valores y Obligaciones Negociables), N° 16.774 (Ley de Fondos de Inversión) y finalmente en el año 1999 la Ley N° 17.202 (Ley de Securitización que surge como una modificación de la Ley N° 16.774). Estos trabajos se realizaron en base al análisis del marco regulatorio vigente en nuestro país durante esos años y en conjunto con un estudio de la experiencia acerca del mercado de valores en otros países.

El antecedente inmediato a la norma actualmente vigente es entonces la Ley N° 16.749, a través de la cual se tendió a mejorar el funcionamiento del Mercado de Valores en Uruguay.

4.2.2 Principales Aportes en la Nueva Ley

La nueva Ley es más extensa en contenido que la Ley anterior y regula además de la oferta pública de valores, a las bolsas de valores y a los intermediarios de valores. Asimismo, reafirma al Banco Central del Uruguay 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 sistemático.

La Ley N° 18.627 consta de 138 artículos dispuestos en XI Títulos:

TÍTULO I. Ámbito de Aplicación

Se establece en los primeros artículos de la Ley, el alcance de sus disposiciones, determinando que las mismas serán aplicables a todos los mercados de negociación de valores de oferta pública y a todos los agentes que en ellos participen, a las bolsas de valores y a los emisores de valores de oferta pública. Asimismo, se define a la oferta pública de valores como 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”. Esta ley, mantiene la exclusión que ya contenía la ley anterior en relación a las emisiones privadas, estableciendo que las mismas deberán dejar expresa constancia de su carácter privado y solo podrán colocarse en forma directa a personas físicas o jurídicas determinadas.

Por otra parte, la Ley renueva la relevancia de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay reiterando que sólo se podrá hacer oferta pública de valores cuando estos y su emisor se encuentren inscriptos en el Registro de Valores que a esos efectos lleva la Superintendencia.

Además, el Art. 6 (Información Reservada y Confidencial) señala que los agentes intervinientes en el mercado de valores se encuentran inhibidos de revelar o confiar información privilegiada antes que la misma se divulgue al mercado. Los mismos, no pueden recomendar la realización de las operaciones con valores sobre los que tienen información privilegiada o hacer uso indebido de ella en beneficio propio o de terceros. La Ley define información privilegiada como aquella referida a un emisor o a valores que el mismo emita y que es obtenida en razón del cargo o la posición que el agente ostente, 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. Aquellos agentes que actúen en contravención a esta norma serán sancionados por el BCU en los términos que refiere el Art. 118 de esta Ley, pudiendo llegarse a la cancelación de las actividades del infractor, y sin perjuicio de las acciones civiles y penales a las que la conducta del infractor pudiere dar lugar.

TÍTULO II. Regulación del Mercado de Valores

En el segundo Título de ésta nueva Ley se reafirma la posición del Banco Central del Uruguay frente al mercado y su función de salvaguardar el funcionamiento ordenado del mismo. A estos fines, dictará, en el ámbito de su competencia, las normas a las cuales deberán ajustarse los mercados de valores y las personas físicas o jurídicas que en ellos intervengan.

TÍTULO III. Comisión de Promoción del Mercado de Valores

A través de ésta Ley se crea una Comisión de Promoción del Mercado de Valores cuyo principal cometido es asesorar al Poder Ejecutivo en todas las materias relativas a la promoción y al desarrollo del mercado de valores. Ésta Comisión también realizará estudios e investigaciones

sobre el mercado de valores y formará propuestas políticas y acciones públicas en la materia de su competencia.

TÍTULO IV. Valores

El concepto de “valores” que utiliza ésta Ley, al igual que su antecedente, sigue incluyendo a aquellos bienes (tangibles o no) o derechos de fácil transmisibilidad, incorporado o no a un documento, como las acciones, las obligaciones negociables, los títulos valores, las cuotas de fondo de inversión, etc.

Asimismo, la Ley mantiene la distinción entre valores físicos y escriturales que ya proponía la Ley de Sociedades Comerciales N° 16.060, 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.

En el Art. 14, se define a los valores escriturales como aquellos que son emitidos en serie y representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta que cumplan con los requisitos establecidos en ésta Ley y en las reglamentaciones que determine el Poder Ejecutivo. La Ley establece como regla la emisión de títulos escriturales, lo cual implica una importante toma de posición de la legislación uruguaya que se alinea a las tendencias mundiales en materia de actividad bursátil y mercado de capitales.

A los efectos de realizar las anotaciones en cuenta, la entidad registrante deberá llevar un Registro de Valores Escriturales que podrá ser en medios electrónicos y deberá otorgar un documento de emisión para todos los valores emitidos. En los documentos de emisión se deberá hacer constar entre otros la entidad registrante y las características y condiciones de los valores a emitir que establezca la reglamentación.

En lo que refiere a la prueba y legitimación en materia de valores escriturales, se mantiene la posibilidad que establecía la Ley N° 16.749, de acreditar mediante certificados expedidos a tales efectos por la entidad registrante y además por los respectivos intermediarios de valores para el caso de valores inscriptos por éstos, la legitimación para el ejercicio de los derechos emergentes de los valores escriturales. Los referidos certificados no confieren a su poseedor más derechos que los relativos a la legitimación y no serán negociables.

La entidad registrante, es aquella que lleva las anotaciones en cuenta de los valores escriturales, registrando en la cuenta del titular, en el Registro de Valores Escriturales correspondiente, 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 presumirá titular legítimo de valores escriturales a quien figure en el Registro de Valores Escriturales y tratándose de inscripciones realizadas 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.

Entidades de Custodia, Compensación y Liquidación de Valores

En su Art. 59, la Ley N° 18.627, establece que aquellas entidades cuyo objeto sea prestar servicios de custodia, liquidación y compensación de valores requerirán autorización para operar y estarán sujetas al control del BCU, quien determinará los requisitos para su funcionamiento. Estas entidades podrán:

- 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.
- 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.
- Administrar los cobros y pagos de intereses, dividendos y reajustes y amortizaciones de los valores que se encuentren custodiando.
- 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.

Asimismo, tendrán prohibido:

- Ejercer derecho alguno sobre los valores registrados en él o disponer de tales valores.
- Efectuar transferencias encomendadas por personas no habilitadas a actuar en su ámbito, con las excepciones que determine el Banco Central del Uruguay.
- 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.

TÍTULO V. Obligaciones Negociables y Títulos de Deuda

La normativa en esta materia no se modifica sustancialmente. Se mantiene la figura de las “obligaciones convertibles en acciones”, las que podrán ser emitidas por sociedades comerciales en los términos que establece ésta Ley, el contrato de emisión y la normativa vigente. El tenedor de una obligación negociable que ejerza la opción de conversión pasará a ser un accionista de la sociedad debiendo la sociedad entregar los títulos accionarios que le correspondan.

En ésta nueva Ley, se establece asimismo, que la sociedad emisora 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, un convenio por el cual éstas toman a su cargo la representación de los titulares de los valores durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total. En la medida que el contrato otorgado en la designación del representante no establezca otra, una

mayoría especial de titulares de obligaciones negociables o de valores que establezcan derechos de crédito (75% del total de la emisión) puede promover la sustitución de la institución que los representa o modificar las condiciones de emisión.

TÍTULO VI. Gobierno Corporativo

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 haberlos.

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.

TÍTULO VII. Mercados e Intermediarios

En su Art. 87 la Ley N° 18.627 establece que 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 de 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 a la Ley y con la reglamentación que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros. Estos ámbitos de negociación están sujetos a la regulación y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros y deberán reglamentar su actividad con normas tendientes a promover principios justos y equitativos.

Por otra parte y de acuerdo a ésta 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 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, establece ser una sociedad comercial bajo cualquiera de los tipos sociales previstos por la Ley N° 16.060. Ésta nueva Ley mantuvo la definición que se establecía en 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 y les otorga el plazo de un año (durante el 2010) para adecuarse a la nueva disposición.

En sus artículos subsiguientes, la nueva reglamentación distingue entre dos tipos de intermediarios de valores cuyo registro lleva el BCU:

- 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 Bolsa, son aquellos que operan fuera de los mercados referidos en el ítem 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, quien deberá autorizarlos para actuar. Asimismo, se establecen en ésta Ley una serie de requisitos para la autorización e inscripción de los intermediarios de valores, siendo el más importante, que deben adoptar la forma de sociedad comercial 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.

La sociedad comercial que tenga como objeto ser intermediario de valores (objeto que con excepción de las instituciones de intermediación financiera deberá ser exclusivo), deberá contar con un capital mínimo y ofrecer garantías en los términos que exija la Superintendencia.

TÍTULO VIII. Otros participantes del Mercado de Valores

A través de este Título, la nueva Ley a diferencia de su antecedente inmediato, opta por regular de manera detallada a los agentes que tienen referencia con los mercados de valores:

- Entidades de Custodia, Compensación y Liquidación de Valores

- 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 negocien valores

- Auditores Externos. Tendrán como cometido la auditoria, bajo las normas internacionales en la materia, de las entidades que realicen oferta pública. Deberán ser designados de entre los inscriptos en el registro de auditores externos, que para este fin, lleva la Superintendencia, quien asimismo reglamentará y controlará su actividad

- Calificadoras de Riesgo. Deberán ser designadas de entre las inscriptas en el registro de calificadoras de riesgo, que para este fin, lleva la Superintendencia, quien asimismo reglamentará y controlará su actividad

- Asesores de Inversión y otros participantes del Mercado. Se consideran asesores de inversión 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 órdenes 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. Si bien, de acuerdo a la Ley, esta figura no es alcanzada por la supervisión estatal, se establece que la Superintendencia podría reglamentar y supervisar su actividad en el futuro. Asimismo, la Ley establece que los asesores de inversión que además custodian valores de terceros deben cumplir con los mismos requisitos generales que los Agentes de Valores

TÍTULO IX. Régimen Sancionatorio

A través de la nueva Ley se mantienen las facultades sancionatorias del Banco Central del Uruguay que se habían establecido en la Ley anterior. El Banco Central del Uruguay podrá aplicar las siguientes sanciones, en lo pertinente y sin perjuicio de la denuncia penal si correspondiere, a las personas físicas o jurídicas intervinientes en la oferta pública o privada de valores:

- Observación

- Apercibimiento

- Multas cuyo límite máximo será:

a) para los bancos el 50% 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% del mínimo requerido al infractor de acuerdo con la naturaleza de su actividad y el 10% 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% de la responsabilidad patrimonial básica establecida para el funcionamiento de los bancos.

-Suspensión o cancelación de la cotización de los valores

-Suspensión o cancelación de la habilitación para realizar oferta pública

-Suspensión o cancelación de actividades. Esta sanción no es aplicable a los emisores de valores de oferta pública ni a las instituciones de intermediación financiera

Respecto de los intermediarios de valores, se establecen como causales graves y generadoras de las sanciones de suspensión o cancelación de actividades, las siguientes:

-Dejar de cumplir con los requisitos de inscripción o funcionamiento

-Incurrir en graves violaciones a las obligaciones que impone la ley, sus normas modificativas o complementarias u otras disposiciones que los rijan

-Tomar parte en forma culpable o dolosa en transacciones no compatibles con las sanas prácticas de los mercados de valores

-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 competencia, así como divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente, información falsa, tendenciosa o privilegiada

-Dejar de cumplir, por razones que le son imputables, obligaciones originadas en transacciones de valores en que hayan tomado parte

- Utilizar dinero o valores de sus comitentes para cumplir operaciones pendientes o propias, o de otros comitentes

-Salvo en el caso de las instituciones de intermediación financiera registradas en la Superintendencia de Servicios Financieros, realizar actividades de intermediación financiera

- Garantizar rendimientos

-Obstruir las actuaciones de inspección y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros

TÍTULO X. Disposiciones Generales

La Ley consigna en forma expresa que los bancos y las demás instituciones de intermediación financiera, podrán realizar inversiones en valores de oferta pública y será de cargo de la Superintendencia la limitación y el control de dichas inversiones.

Asimismo, permite a las Cajas Paraestatales de Jubilaciones y Pensiones y a los Fondos Complementarios, invertir parte de sus fondos en valores objeto de oferta pública y emitidos por emisoras radicadas en el país en las condiciones y límites que establezca la reglamentación del Poder Ejecutivo.

Los Art. N° 124 a 126 del presente Título, modifican los Art. N°288 (Aumento obligatorio), Art. N°419 (Obligación de reserva) y Art. N° 304 (Caracterización de acciones) de la Ley N° 16.060.

TÍTULO XI. Disposiciones Tributarias de Promoción al Mercado de Valores

En el último Título de ésta Ley se establecen varias exoneraciones impositivas tendientes a favorecer el mercado de valores. Por ejemplo, se faculta al Poder Ejecutivo a exonerar total o parcialmente del pago del Impuesto al Patrimonio, al patrimonio de las sociedades comerciales que realicen suscripciones públicas de acciones en bolsa. Dicha exoneración podrá otorgarse hasta por cinco ejercicios fiscales. Asimismo, se establece que el sistema de abatimiento para el cálculo del Impuesto al Patrimonio podrá también ser aplicado para las sociedades que coticen en bolsa.

En lo que respecta al Impuesto a la Renta de Persona Física (IRPF) e Impuesto a las Rentas de No Residentes (IRNR), 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%. Además se exonera de ambos impuestos a los dividendos pagados o acreditados por los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas (IRAE) y del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios (IMEBA), en tanto las acciones que den lugar al pago o crédito de los mismos coticen en bolsa de valores.

Por otra parte, se exoneran del pago al Impuesto al Valor Agregado (IVA), lo siguientes ítems:

- Intereses de valores públicos y privados, de depósitos bancarios y warrants
- Las operaciones de descuentos de documentos realizados a través de la Bolsa de Valores por los contribuyentes de IRAE o de IMEBA
- Las comisiones derivadas por la intervención en la compraventa de valores públicos y privados emitidos en nuestro país

Las anteriores disposiciones tributarias marcan una clara tendencia en la normativa uruguaya hacia la promoción del mercado de valores.



4.3 EL ROL DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La participación del Banco Central del Uruguay en el Mercado de Valores es reciente en el tiempo dado que es en el año 1982 y a través de Ley de Intermediación Financiera N°15.322, cuando se dispone que el BCU podrá reglamentar y controlar la organización y el funcionamiento de éste mercado.

De esta forma, y a través de subsiguientes disposiciones que han ampliado las potestades de éste organismo estatal, se establece el actual sistema de regulación mixto de los mercados de valores en Uruguay. Este régimen de funcionamiento establece la autorregulación de las bolsas de valores, la cual implica que las bolsas de valores deben establecer sus normas de funcionamiento internas y las sanciones a aplicar ante incumplimientos, acordes con la normativa general establecida en leyes, decretos y reglamentos del Banco Central del Uruguay, y el control de una entidad estatal, que es el propio Banco Central del Uruguay a través de la División Mercado de Valores y Control de AFAP.

Como entidad reguladora y fiscalizadora del mercado de valores, el Banco Central del Uruguay es competente para dictar las normas e instrucciones particulares que estime necesarias, a las cuales deberán ajustarse los mercados de valores, y las personas físicas o jurídicas que en ellos intervengan. Asimismo, debe fiscalizar el cumplimiento de sus disposiciones y supervisar el funcionamiento del mercado con el objetivo de asegurar su transparencia, competitividad, y su correcto funcionamiento. También debe velar por el adecuado nivel de flujo de información para los inversionistas y por la reducción del riesgo sistemático.

El Art. 9 de la Ley de Mercado de Valores N° 18.627 determina explícitamente las atribuciones del Banco Central del Uruguay establecidas para el ejercicio de sus competencias. Las mismas son:

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 2º de la ley 18.627

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 8º de la ley 18.627 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 8º de la ley 18.627 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 ley 18.627, 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.

A los efectos del cumplimiento del numeral 3 mencionado anteriormente, el BCU mantiene un Registro de Valores en el cual deben inscribirse los emisores que desean realizar oferta pública de valores. La inscripción en éste Registro tiene un alcance limitado en términos de responsabilidad del BCU debido a que la inscripción sólo acredita que se ha cumplido con los requisitos establecidos legal y reglamentariamente, no significando que el Banco Central del Uruguay exprese un juicio de valor acerca de la emisión, ni sobre el futuro desenvolvimiento de la sociedad emisora.

4.3.1 Circulares y Comunicaciones

En su rol de entidad reguladora del mercado de valores, el BCU emite Circulares a través de las cuales establece normas e instrucciones que reglamentan el mercado. Las mismas conforman un cuerpo normativo denominado Recopilación de Normas del Mercado de Valores el cual se compone de XI Libros con el siguiente contenido:

LIBRO I - Disposiciones Generales

Desde Art. 1 hasta Art. 13.1

Este libro contiene disposiciones y definiciones de carácter general aplicables a todos los supervisados participantes del Mercado de Valores. Define la oferta pública y la oferta privada de valores, establece la obligatoriedad para los valores de oferta pública de contar con una calificación de riesgo y dispone el carácter público de la información incorporada al Registro del Mercado de Valores. Determina el concepto de hechos relevantes, de conjunto o grupo económico, de personal superior, los supuestos en materia de manipulación del mercado, la configuración de falta de lealtad o ética comercial, los plazos de conservación de la documentación y la suspensión preventiva de la cotización de los valores, entre otros.

LIBRO II - Valores y Emisores

Desde Art. 14 hasta Art. 83

Este libro contiene los requisitos en materia de inscripción de emisores y de valores de oferta pública en el Registro del Mercado de Valores, así como el régimen de información permanente. Contiene asimismo los requisitos de inscripción y el régimen de información aplicable a las sociedades con participación estatal.

LIBRO III - Bolsas de Valores

Desde Art. 84 hasta Art. 105

Este Libro contiene los requisitos que deben cumplir las Bolsas de Valores a los efectos de su autorización e inscripción en el Registro del Mercado de Valores. Incluye el contenido mínimo de sus manuales, reglamentos e instructivos. Detalla los Registros exigidos, establece el régimen informativo al que deben ceñirse y determina la información que deben poner a disposición del público en general.

LIBRO IV - Intermediarios de Valores

Desde Art. 106 hasta Art. 126

Se recogen en este Libro las disposiciones generales aplicables a los corredores de bolsa y a los agentes de valores. Se determinan los requisitos a efectos de su inscripción en el Registro del Mercado de Valores, el régimen de información general al que deben ceñirse así como las informaciones a proporcionar a los inversores.

LIBRO V - Fondos de Inversión

Desde Art. 127 hasta Art. 188

Se expone en este Libro la normativa vinculada a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y a los Fondos de Inversión que éstas administren.

LIBRO VI - De los Fiduciarios y Fideicomisos

Desde Art. 189 hasta Art. 233

Este Libro describe los requerimientos que deben cumplir los fiduciarios profesionales a efectos de su inscripción en el Registro del Mercado de Valores, los requisitos que deben satisfacer los fideicomisos financieros así como las condiciones para el registro de los valores a ser emitidos por ellos a efectos de su comercialización en régimen de oferta pública. Se establece también para estos agentes el régimen de información permanente.

LIBRO VII - Cajas de Valores y Sistemas de Compensación, Liquidación y Custodia de Valores

Desde Art. 234 hasta Art. 248

Este Libro recoge la normativa correspondiente a las Cajas de Valores y a los sistemas de compensación, liquidación y custodia de valores.

LIBRO VIII - Entidades Calificadoras de Riesgo

Desde Art. 249 hasta Art. 275

Este Libro contiene la normativa aplicable a las entidades calificadoras de riesgo en lo que refiere a los requisitos de inscripción y registro, funcionamiento, régimen de información, publicidad e incompatibilidades y prohibiciones.

LIBRO IX - Prevención del uso de los intermediarios de valores y las administradoras de fondos de inversión y los asesores de inversión para el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo

Desde Art. 276 hasta Art. 285.10

Este Libro comprende las normas referidas al sistema integral que deben implantar los supervisados del Mercado de Valores para prevenirse de ser utilizados en el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo, así como la exigencia de instrumentar políticas y procedimientos de debida diligencia respecto de sus clientes.

LIBRO X - Infracciones y Sanciones

Desde Art. 286 hasta Art. 325.1

Este libro contiene el régimen sancionatorio y procesal aplicable a las entidades supervisadas.

LIBRO XI - Asesores de Inversión

Desde Art. 326 hasta Art. 341

Este libro contiene las normas aplicables a los Asesores de Inversión.

Las últimas actualizaciones efectuadas a este cuerpo normativo se han realizado a través de las siguientes Circulares:

Norma Modificatoria	Parte modificada:	Fecha:
Circular N° 2071	Libro VI	15/10/2010
Circular N° 2071	Libro V	15/10/2010
Circular N° 2065	Libro IV	23/08/2010
Circular N° 2065	Libro III	23/08/2010
Circular N° 2063	Libro XI	17/08/2010
Circular N° 2059	Libro XI	10/05/2010
Circular N° 2057	Libro IV	16/03/2010
Circular N° 2056	Libro III	26/02/2010
Circular N° 2056	Libro IV	26/02/2010
Circular N° 2056	Libro X	26/02/2010
Circular N° 2052	Libro XI	19/02/2010
Circular N° 2046	Libro IX	05/01/2010
Circular N° 2046	Libro X	05/01/2010
Circular N° 2046	Libro XI	05/01/2010

Por otra parte, el BCU también emite Comunicaciones, las cuales tienen un carácter más concreto que la Circulares e informan a los agentes del Mercado situaciones relevantes como ser las nuevas inscripciones al Registro de Mercado de Valores o las bajas del mismo, la sanciones a agentes, los plazos para presentar ciertas informaciones, etc.

CAPÍTULO 5 – ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA SITUACIÓN EN URUGUAY

La concepción de que Uruguay no cuenta con un Mercado de Valores desarrollado que contribuya al crecimiento de la economía, ha conducido éste trabajo al análisis de las principales características con las que el mismo debe contar para su desarrollo.

En efecto, la primera fuente de financiamiento en el Uruguay es el sistema bancario y el financiamiento a través del mercado de valores es utilizado por unas pocas empresas. Asimismo, los volúmenes operados en el mercado de valores de Uruguay son muy bajos en contraste con los volúmenes operados en los mercados de valores de la región y del resto del mundo.

En este contexto, la primera interrogante planteada es cuáles son las causas que provocan la escasa utilización del mercado de valores como medio de financiamiento y cuáles son las características que le impiden un desarrollo similar al de los mercados más dinamizados de la región y del mundo.

A continuación, se presenta un análisis de evidencia empírica estructurado en cuatro temas, para el cual se utilizó como metodología de investigación el aporte de agentes profesionales participantes del mercado de valores local, además de un relevamiento de material y trabajos relativos a la investigación.

Entre los agentes entrevistados se encuentran: la Bolsa de Valores de Montevideo, el Banco Central del Uruguay, la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., corredores de bolsa y abogados especializados en esta temática.

La investigación realizada se focalizó en comprender detalles de la operativa del mercado de valores y será el sustento de las conclusiones que expondrá éste trabajo.

5.1 ANÁLISIS VINCULADO A LA ESTRUCTURACIÓN DEL MERCADO

En base a la situación actual del mercado de valores uruguayo se determinan a continuación cuales son los problemas identificados respecto de la estructuración del mercado.

1. Pocas empresas de gran porte, mayoría de MPYMES

El financiamiento a través del mercado de valores tiene dos grandes posibilidades: una es la financiación a través de la emisión de acciones, y la otra es a través de la emisión de deuda. En nuestro país, el mercado accionario no se encuentra desarrollado. Jorge Caumont, corredor de bolsa sostiene que la principal causa de esto es que: “en Uruguay del 82% al 92 % de las empresas son MPYMES, y las empresas más grandes son mayoritariamente multinacionales las cuales no tienen ningún interés en recurrir a la bolsa de Uruguay”.

Las MPYMES (Micro pequeñas y medianas empresas) tienen como principales aspectos que las caracterizan: bajos volúmenes de ventas anuales y poco personal empleado.

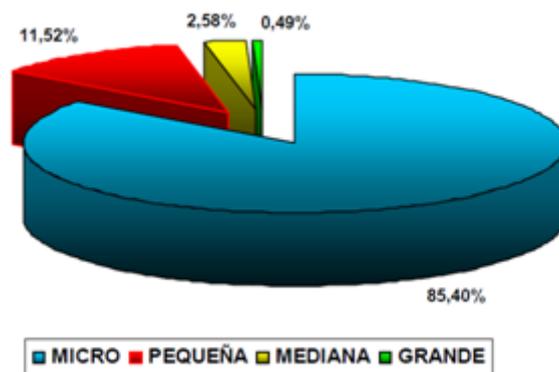
Tipo de Empresa	Personal Empleado	Ventas Anuales excluido el IVA no deben superar el equivalente a:
Micro Empresa	1 a 4 personas	2.000.000 de UI
Pequeña Empresa	5 a 19 personas	10.000.000 de UI
Mediana Empresa	20 a 99 personas	75.000.000 de UI

Fuente: “Informe Pyme en el Uruguay, Informe 2008” realizado por la Dirección Nacional de Artesanías, Pequeñas y Medianas Empresas de Uruguay (DinaPyme).

Asimismo, cuentan con reducidos patrimonios con los cuales no les es posible afrontar los costos de una potencial emisión en el mercado de valores, por lo cual ante necesidades de financiamiento recurren al sistema financiero.

Respecto a las empresas multinacionales, éstas no recurren a los mercados de valores ni para realizar emisiones de deuda ni para realizar apertura de capital accionario porque en caso de necesidades de fondos recurren al financiamiento de sus casas matrices.

CANTIDAD DE EMPRESAS POR TAMAÑO



Fuente: “Informe Pyme en el Uruguay, Informe 2008” realizado por la Dirección Nacional de Artesanías, Pequeñas y Medianas Empresas de Uruguay (DinaPyme).

Por otra parte, las MPYMES son básicamente empresas de composición familiar las cuales son más reticentes a realizar exposiciones de su información y muy aversas a la inversión de riesgo. Pablo Montaldo, corredor de Bolsa manifiesta que “Hay un poco de recelo de las empresas uruguayas a realizar una apertura de su información, pero que esto está cambiando. Un dato elocuente, es que todas las empresas de determinado porte están obligadas a registrar los balances en la AIN, y solo alrededor de un 25% lo hacen”.

En definitiva, esta estructuración de empresas con la que cuenta el Uruguay es un obstáculo para el desarrollo del mercado de valores local debido a que son pocas las empresas privadas que pueden acceder a éste como alternativa de financiamiento, afrontando los elevados costos de una emisión y realizando la apertura de información requerida en los prospectos del BCU.

También debemos destacar en este punto, que las empresas con mayor patrimonio en nuestro país se encuentran en poder del Estado y que éstas no recurren al mercado de valores como mecanismo de financiamiento lo cual también incide en la escasez de valores transados.

2. Escasa variedad en la oferta de Valores

En contraste con la operativa de otros mercados de la región y del resto del mundo donde se transan una gama más amplia de instrumentos financieros, en el mercado de valores local se operan principalmente los títulos de renta fija, destacándose los Bonos soberanos del Gobierno y las Letras de Regulación Monetaria, y los certificados de depósitos.

Aunque la variedad de productos que ofrece una bolsa de valores no es una medida de competitividad, puede considerarse que es un indicio de la misma y la variedad de instrumentos financieros privados que son ofrecidos a través de las bolsas de valores en el mercado del Uruguay es prácticamente nula. Actualmente solo seis empresas privadas cotizan sus acciones en el mercado de valores (Aluminios del Uruguay S.A., Fanapel S.A., Frigorífico Modelo S.A., Gralado S.A., Industria Sulfúrica S.A., Pamer S.A.) y la emisión de obligaciones negociables de empresas privadas es muy baja.

De acuerdo a la operativa bursátil del trimestre finalizado en junio 2010, la composición de valores privados transados en el mercado secundario es la siguiente:

OPERATIVA BURSÁTIL - MERCADO SECUNDARIO

	Mill USD	%
Bonos del Tesoro / Previsional	28,56	8,85%
Emisiones Internacionales	208,23	64,55%
Letras Tesorería / R.Monetaria	69,83	21,65%
Bonos Hipotecarios	0	0,00%
Notas BCU / Notas del Tesoro	11,44	3,55%
Obligaciones Negociables	1,66	0,51%
Fideicomisos Financieros	0,01	0,00%
TOTAL SECTOR PÚBLICO	319,73	99,11%
Acciones	0,22	0,07%
Certificados de Depósito	0	0,00%
Obligaciones Negociables	1,68	0,52%
Fideicomisos Financieros	0,18	0,06%
Notas Multilaterales	0	0,00%
TOTAL SECTOR PRIVADO	2,08	0,65%
Valores Soberanos Extranjeros	0,78	0,24%
TOTAL MERCADO SECUNDARIO	322,59	100,00%

Fuente: Informe Trimestral del Mercado de Valores Nº 27 - Junio 2010 del BCU

Los papeles privados con mayor volumen de operación en el mercado secundario, ordenados por monto transado, fueron las obligaciones negociables, seguidas por las acciones y los fideicomisos financieros y el total operado en el sector ascendió a USD 2,08 millones. En el conjunto del mercado secundario, la operativa de valores públicos representó en este trimestre un 99% del total operado.

A modo de comparación, exponemos los volúmenes operados en papeles de renta fija en algunas bolsas de valores de la región.

Valores de Mercado - Valores de Renta Fija registrados en Bolsa
(Millones de USD a fin de cada año)

Bolsa	2008				2009			
	Total	Valores domésticos		Valores Extranjeros	Total	Valores domésticos		Valores Extranjeros
		Domestic				Public sector	Private sector	
		Sector Público	Sector Privado					
Exchange	Public sector	Private sector	Foreign	Public sector	Private sector	Foreign		
Buenos Aires	102.784,96	99.345,23	3.439,74	0,00	91.313,04	88.835,79	2.477,26	0,00
Boliviana ⁽¹⁾	3.740,17	2.702,81	1.037,36	0,00	3.771,95	3.116,30	655,64	0,00
BM&F Bovespa	55.391,34	3.373,53	52.017,80	0,00	74.803,79	4.302,17	70.501,62	0,00
Guayaquil	7.417,86	5.381,72	2.036,14	0,00	7.347,05	4.777,02	2.570,03	0,00
Mexicana	45.048,87	n.d.	n.d.	n.d.	54.294,70	n.d.	n.d.	n.d.
Panamá	2.671,90	496,30	1.955,60	220,00	3.127,20	417,00	2.345,50	364,70
Lima	12.294,11	5.505,49	6.290,85	497,76	14.601,55	7.541,77	6.865,55	194,24
Euronext Lisboa	n.d.	51.567,51	5.649,99	n.d.	43.220,95	38.416,07	4.804,88	0,00
Rep. Dominicana	510,13	28,36	481,77	0,00	616,41	69,33	526,55	20,52
Montevideo	12.357,12	12.050,35	306,77	0,00	14.355,39	13.974,54	380,85	0,00

⁽¹⁾A valores nominales/ at face value

Fuente: página web oficial de la Federación Iberoamericana de Bolsas, www.fiabnet.org

La escasez de instrumentos de inversión atractivos en el mercado uruguayo es una de las principales preocupaciones de los inversores locales. Particularmente las AFAPS, como inversionistas institucionales, suelen realizar colocaciones en BCU overnight por no encontrar inversiones más atractivas en el mercado.

Teóricamente en el Uruguay también podrían transarse otros instrumentos como ser los derivados, sin embargo, la mayoría de los agentes entrevistados manifestaron que “el costo de un mercado de derivados es muy elevado”. Particularmente, respecto al posible desarrollo de un mercado de futuros, algunas de las razones esgrimidas que buscan justificar la inexistencia del mismo, fueron la falta de conocimiento generalizada respecto de su funcionamiento. Otros, lo consideraron innecesario debido a la posibilidad de acceder a una cobertura a nivel internacional como por ejemplo puede realizarse con el precio de la carne en el mercado de Chicago.

3. Limitada circulación de fondos de Valores Privados

Identificamos como una debilidad del mercado bursátil local la limitada circulación de fondos de valores privados que existe en el mismo, producto de la escasez de movimientos y de la gran participación de inversionistas institucionales quienes realizan inversiones principalmente a largo plazo.

Los valores públicos operados en el mercado secundario, que son en su mayoría bonos del tesoro, no son los generadores de esta debilidad debido a que miles de dólares de ellos son transados semanalmente en el mercado y por lo tanto pueden ser fácilmente operados sin pérdidas significativas de valor. Nos enfocaremos entonces en los valores privados para analizar esta debilidad.

La limitada circulación de fondos de valores privados, es causada entre otras razones debido a un mercado accionario prácticamente nulo que no genera operaciones con éstos instrumentos. Consultado el actual presidente de la BVM, Ángel Urraburu, el mismo expresó

que “las acciones se transan mucho en el mundo y en el Uruguay prácticamente no existen. Esto es algo muy malo para el país y por lo tanto debería ser un objetivo de política nacional. Esta fue la principal prioridad de mi gestión”.

Mercado Accionario en Miles de USD a fin de cada periodo

País Country	2010			Variación %- Change%
	Julio July	Agosto August	Septiembre September	Septiembre-09 September-09
Argentina	44.762,73	46.227,40	48.543,32	14,31
Bolivia	2.538,56	2.616,48	3.347,96	20,63
Brasil	1301745,89	1278.128,81	1467.134,31	25,06
Chile	270.042,40	290.846,37	320.219,12	57,59
Colombia	178.211,99	182.566,62	209.316,23	40,40
Costa Rica	1495,33	1496,36	1415,67	7,90
Ecuador	5.041,00	5.128,00	5.231,00	29,38
El Salvador	4.280,11	4.280,11	4.280,11	-3,55
España	1144.925,95	1088.264,83	1205.620,08	-8,82
México	366.943,33	350.658,88	388.570,77	25,99
Panamá	7.727,00	8.042,60	7.937,80	11,02
Perú	69.930,27	73.850,18	84.872,42	24,96
Portugal	76.182,06	75.251,65	80.797,27	-10,40
Uruguay	138,91	144,03	144,03	25,36
Venezuela	4.287,72	4.245,74	4.154,92	-51,08

Fuente: página web oficial de la Federación Iberoamericana de Bolsas, www.fiabnet.org

Mercado Accionario - Rotación a fin de cada mes

Bolsa Exchange	2010								
	Enero January	Febrero February	Marzo March	Abril April	Mayo May	Junio June	Julio July	Agosto August	Septiembre September
Buenos Aires	4,13%	4,16%	4,28%	4,46%	4,45%	4,38%	4,34%	4,47%	4,39%
Boliviana	0,09%	0,09%	0,08%	0,09%	0,09%	0,06%	0,09%	0,09%	0,10%
BM & FBOVESPA	66,89%	66,91%	67,08%	67,21%	68,20%	67,68%	66,90%	66,37%	66,59%
Santiago	18,82%	18,87%	19,59%	19,28%	19,14%	18,56%	18,60%	18,90%	18,85%
Colombia	16,54%	16,26%	16,05%	15,96%	15,64%	15,22%	14,80%	14,62%	14,60%
Costa Rica	2,48%	2,60%	2,12%	2,08%	2,41%	2,45%	2,30%	2,72%	2,80%
Guayaquil	2122%	2120%	2123%	2120%	2116%	2116%	2117%	2122%	2121%
Quito	10,73%	10,78%	10,94%	11,06%	11,00%	11,02%	10,99%	10,91%	10,95%
El Salvador	0,10%	0,10%	0,09%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
BME	144,42%	143,41%	139,65%	138,83%	140,92%	139,76%	138,08%	134,95%	134,48%
Mexicana	28,78%	28,73%	28,70%	28,58%	29,03%	29,34%	29,79%	29,74%	29,01%
Panamá	0,96%	0,96%	1,11%	1,29%	1,20%	1,22%	1,20%	1,19%	1,52%
Lima	5,76%	5,84%	5,79%	5,71%	5,34%	5,18%	5,04%	5,60%	5,63%
Montevideo	0,47%	0,50%	0,68%	0,73%	0,82%	1,38%	3,81%	3,76%	3,70%
Caracas	60,18%	59,58%	59,32%	59,17%	58,60%	58,13%	44,60%	44,54%	18,63%

Fuente: página web oficial de la Federación Iberoamericana de Bolsas, www.fiabnet.org

Asimismo y respecto a las obligaciones negociables, también observamos que la operativa con las mismas es escasa. Durante el año 2010 solo 11 de un total de 24 obligaciones negociables emitidas han sido operadas en el mercado, lo cual representa un 46%. Por otra parte, se ha incumplido con el pago de algunas emisiones, lo cual también deteriora la liquidez del mercado debido a que se pierden fondos que habían sido volcados al mismo y pueden provocar el alejamiento de agentes participantes del mercado.

Obligaciones Negociables - Mercado Secundario

Instrumento	Fecha de última Operación	Vencimiento
BALUMA 2B	24/11/2010	31/12/2010
CENTRAL LANERA	26/12/2007	26/12/2011
CONAH 12M 09/11	23/09/2010	20/09/2011
CONAH.12M 03/11	12/08/2010	21/03/2011
CONAH.12M 06/11	30/06/2010	20/06/2011
CONAPROLE S 1	20/05/2010	15/06/2011
CONAPROLE S 2	20/08/2007	15/06/2013
CORP. VIAL S.1	23/09/2010	16/10/2020
CORP. VIAL S.3	27/12/2007	16/10/2020
DIVINO S.A.	27/06/2003	28/06/2012
EST COLONIA	17/03/2010	30/09/2016
F.N.PAPEL R ESC	15/01/2009	30/11/2010
F.N.PAPEL S ESC	23/12/2009	26/05/2012
ISUSA S.A. S. 3	11/11/2010	29/06/2019
ON ALUMINIO	17/11/2009	28/12/2013
ON UTE U\$S S 2	21/01/2010	30/12/2014
# PERSES6 SA ESC	Suspendida	
# PINT. INDUST.	Suspendida	
# PINT.RISSO ESC	Suspendida	
PUERTA DEL SUR	26/11/2010	29/10/2021
RONDILCOR S.3	24/11/2008	24/11/2015
RUNTUNA S.A.	25/11/2010	15/06/2018
TONOSOL S2 ESC	02/07/2008	30/12/2010
TONOSOL S3 ESC	30/06/2003	30/12/2010

Fuente: página web de Bolsa de Valores de Montevideo, www.bvm.com.uy

Finalmente, la gran participación de inversionistas institucionales se podría presumir que también tiene un impacto en la liquidez del mercado debido a que este tipo de inversores normalmente adquieren valores para mantener en sus carteras por periodos prolongados de tiempo. Los inversionistas particulares son quienes aportan mayor liquidez al mercado realizando la mayor cantidad de transacciones, sin embargo, son quienes tienen menor participación en nuestro mercado local.

4. Problema coyuntural de Tasa de Interés

Si consideramos la emisión de obligaciones negociables y sus ventajas respecto a la financiación a través del sistema financiero sin duda que la tasa de interés debería ser una de las principales ventajas debido a que a través de la financiación con obligaciones negociables, oferentes y demandantes de fondos son conectados directamente eliminándose el spread bancario. Coyunturalmente, se ha dado un episodio muy específico, que se debe al exceso de liquidez que presentan los bancos producto de las tasas de interés tan bajas en el mundo. En Uruguay, la situación no difiere debido a que los bancos también están captando recursos a una tasa ínfima y muy atractiva para las empresas. Esto ha reducido el número de emisiones en el mercado de valores que han sido sustituidas por préstamos bancarios.

Por otra parte, también surge del análisis de campo que el plazo de financiamiento obtenido a través de las obligaciones negociables es también una gran ventaja frente al financiamiento bancario dado que “para financiar inversiones de largo plazo, no se puede recurrir al

financiamiento de corto plazo”. Considerando que los bancos están fondeados básicamente con depósitos a corto plazo, éstos no pueden hacer préstamos por largos periodos que puedan competir con el financiamiento del mercado de valores, debido a que enfrentarían un riesgo de descalce. Existen algunas excepciones, ya que hay bancos específicamente destinados a realizar préstamos a largos periodos, como sucede en Brasil con el Banco de Inversión Estatal BNDES. Además, existen ciertas limitaciones a los bancos que les impiden prestar montos demasiado elevados por lo cual no podrían cubrir grandes inversiones que superen los límites que les son establecidos a través de las reglamentaciones.

Asimismo, ciertos agentes del mercado manifestaron que también “existe en la financiación de inversiones un riesgo de performance que a veces los bancos prefieren no asumir. Los bancos toman varios riesgos, pero ante un proyecto de inversión existe incertidumbre de si el mismo prosperará en el futuro y ese es un riesgo frente al cual muchos bancos se retraen”.

5.2 ANÁLISIS VINCULADO A LA REGULACIÓN

1. Inadecuada adaptación de estándares internacionales a un mercado reducido

El 16 de diciembre del 2009 fue publicada en el Diario Oficial la nueva Ley de Mercado de Valores N° 18.627, a través de la cual se busca la adaptación del mercado de valores a los estándares establecidos internacionalmente. Varias son las opiniones al respecto de si esta nueva reglamentación impulsa a un mayor dinamismo del mercado de valores siendo la opinión preponderante que las regulaciones y exigencias internacionales no son aplicables en el mercado de valores del Uruguay porque es un mercado reducido. Particularmente Jorge Caumont expresó que “se toma un modelo del exterior en un momento de crisis y se implementa en un mercado muy pequeño en el cual no se ajusta”. Esto evidencia que hay una falla importante en el diagnostico de la situación actual del mercado y por lo tanto se intentan implementar reglamentaciones que no son adaptables al mismo.

Algunos de los entrevistados mantienen una opinión diferente argumentando que la nueva ley realiza una actualización importante siguiendo los lineamientos de las principales bolsas del mundo y a través de éstos estándares internacionales se fortalece la transparencia, se mejora la comprensión de la gente y la seguridad de las inversiones.

A nuestro juicio, la nueva reglamentación indudablemente busca alinearse a las prácticas internacionales aplicables en los mercados más desarrollados del mundo pero al trasladarlas a un mercado de poco desarrollo algunas de ellas resultan excesivas. Principalmente los corredores minoritarios han sido afectados por las nuevas exigencias que les implican elevados costos que no pueden soportar con sus pequeñas estructuras, por lo tanto, consideramos que no hay una correcta adaptación de los estándares internacionales a la realidad del mercado local.

2. Elevados Costos

Una de las principales modificaciones establecidas en la nueva Ley de Mercado de Valores es la introducción de ciertas exigencias para agentes intermediarios de valores establecidas a través de la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU. Entre las principales exigencias se encuentran las siguientes:

- Presentación de estados contables trimestrales acompañados de un Informe de Compilación y estados contables anuales acompañados de un Informe de Auditoría
- Obligación de constituir y mantener en forma permanente una garantía a favor del BCU por un monto no inferior a 2.000.000 UI
- Mantener un Registro de Operaciones, un Registro de Clientes y un Registro de Órdenes de Clientes, de acuerdo a las especificaciones que establece la Superintendencia de Servicios Financieros
- Adoptar las medidas necesarias para que los responsables, directivos y el personal cuenten con una adecuada capacitación de acuerdo a lo establecido por la Superintendencia de Servicios Financieros

Al respecto de las anteriores exigencias, la opinión compartida por los corredores encuestados, es que son demasiado elevadas para la reducida estructura del mercado actual. Las nuevas exigencias se encuentran prácticamente a un mismo nivel que las requeridas a las instituciones financieras por lo cual si bien se alinean a los estándares internacionales, “muchos corredores se ven dificultados a cumplirlas porque no cuentan con una estructura suficiente para soportar los nuevos costos que éstas implican”.

3. Incentivos Tributarios

Los incentivos tributarios son otra de las modificaciones introducidas a partir de la nueva Ley del Mercado de Valores y marcan una clara tendencia en la normativa uruguaya hacia la promoción del mercado local.

Toda decisión financiera realiza un análisis de los aspectos fiscales debido a que los tributos afectan el retorno de la inversión y por lo tanto pueden generar un efecto estimulador o penalizador sobre la inversión que incide en el desarrollo del mercado. La necesidad de beneficios fiscales en las inversiones era imperante para impulsar el mercado pero éstos por sí solos no generan al mismo. Indudablemente que disposiciones como la exoneración del Impuesto a la Renta de Persona Física (IRPF) e Impuesto a las Rentas de No Residentes (IRNR) sobre los dividendos pagados o acreditados por los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas (IRAE) y del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios (IMEBA) en las acciones que coticen en la bolsa de valores, son sumamente beneficiosas a los efectos de fomentar y atraer las inversiones al mercado local pero no son suficientes para dinamizar el mismo.

Algunas opiniones recabadas al respecto de estas disposiciones establecen que “los incentivos tributarios son beneficiosos pero no equiparan otras disposiciones establecidas en la nueva ley referentes a elevados costos que los agentes deben asumir”.

A estos efectos, se encuentra en desarrollo, a través de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores, el decreto reglamentario de la Ley mediante el cual se ampliará el Título XI relativo a las disposiciones tributarias de acuerdo a lo informado por Lorenzo Weitzner, Gerente de la División de Análisis de Mercado de BEVSA.

Detectamos que no existe un problema en los incentivos tributarios en sí mismos, por el contrario, consideramos que éstos son muy positivos para el mercado. La debilidad en este punto se centra en que son necesarias acciones complementarias a los mismos para lograr un verdadero desarrollo y dinamismo del mercado local.

Otros países de la región también han adoptado medidas en este sentido, algunos ejemplos al respecto de ellos son los siguientes:

EXENCIONES TRIBUTARIAS EN OTROS PAISES

Brasil	Exentos del Impuesto a la Renta: - Ganancias de capital - Dividendos para inversionistas extranjeros
México	Exentos del Impuesto a la Renta: - Beneficios de inversiones en renta variable (Dividendos) para locales y extranjeros.
Costa Rica	Exentos del Impuesto a la renta: - Ganancias de capital (locales) Exentos de toda tributación (extranjeros)
Portugal	Exenciones para inversionistas extranjeros – rendimientos de algunas emisiones de deuda pública
Argentina	Exentos del Impuesto a la Renta: - Beneficios de inversiones en renta fija y variable (solo para inversionistas institucionales).
Perú	Exentos del Impuesto a la Renta: - Ganancias de capital (valores mobiliarios, títulos en divisas, certificados de participación en fondos de inversión). - Dividendos Exentos del Impuesto sobre Ventas: Intereses generados por bonos emitidos por empresas constituidas en el país.
Bolivia	Exentas del Impuesto a la Renta (Utilidades) e Impuesto al Valor Agregado: - Ganancias de capital en títulos de renta variable. - Ganancias de capital remesadas al exterior.

Fuente: “Análisis de las exenciones impositivas para el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano y propuesta de reformas tributarias según modelos externos” – Lourdes Romero Granados y Mariela Méndez Prado

5.3 ANÁLISIS VINCULADO A LA CULTURA FINANCIERA

En lo que refiere a la cultura y al conocimiento sobre la operativa del mercado de valores detallamos a continuación las falencias encontradas:

1. Carencia de cultura y conocimiento financiero

Del análisis de campo realizado, encontramos que existe una opinión común de los agentes entrevistados respecto a que el escaso desarrollo del mercado de valores actual, se debe entre otras causas a la falta de cultura y conocimiento sobre el mismo existente en la población de nuestro país.

Esta debilidad surge a partir de distintos aspectos, entre los cuales podemos mencionar los siguientes de acuerdo a lo expresado por los agentes encuestados en el análisis de campo:

- Inadecuada información y educación hacia la población en general respecto al funcionamiento y a las alternativas ofrecidas en el mercado bursátil.
- Denotada falta de conocimiento en el inversor lo cual determina que la mayor parte de las inversiones locales sean realizadas en plazos fijos (a pesar de las tasas de interés sustancialmente disminuidas) y en bonos del tesoro. En el mercado de valores se ofrecen instrumentos con cierto nivel de riesgo y existe en la población una cierta aversión al mismo, lo cual establece que se opte por opciones consideradas más seguras a través del sistema financiero.
- Escasez de productos atractivos para invertir. La globalización provocó la unificación de los mercados bursátiles de todo el mundo, principalmente como respuesta a la creciente internacionalización de los negocios, lo cual abre al inversor, un abanico de infinitas posibilidades. Actualmente, es posible acceder a productos muy atractivos ofertados en mercados del exterior que permiten la especulación. Locamente, los productos ofrecidos son escasos y con tendencias lentas lo cual no estimula a especular con los mismos. Esta debilidad se conjuga con la inexistencia de un sistema amigable que fomente la transaccionalidad en el mercado.
- La capacidad de ahorro en la población del Uruguay es relativamente baja y se prefieren mantener ahorros en efectivo. La encuestadora Radar reveló, en un informe elaborado para el BROU en noviembre del 2010, que únicamente el 37% de los uruguayos tienen capacidad de ahorro y más de la mitad de ellos (64%) lo guardan en efectivo.

Todos los puntos mencionados anteriormente atentan contra la generación de una cultura proclive a operar en el mercado de valores e impiden el impulso del mismo.

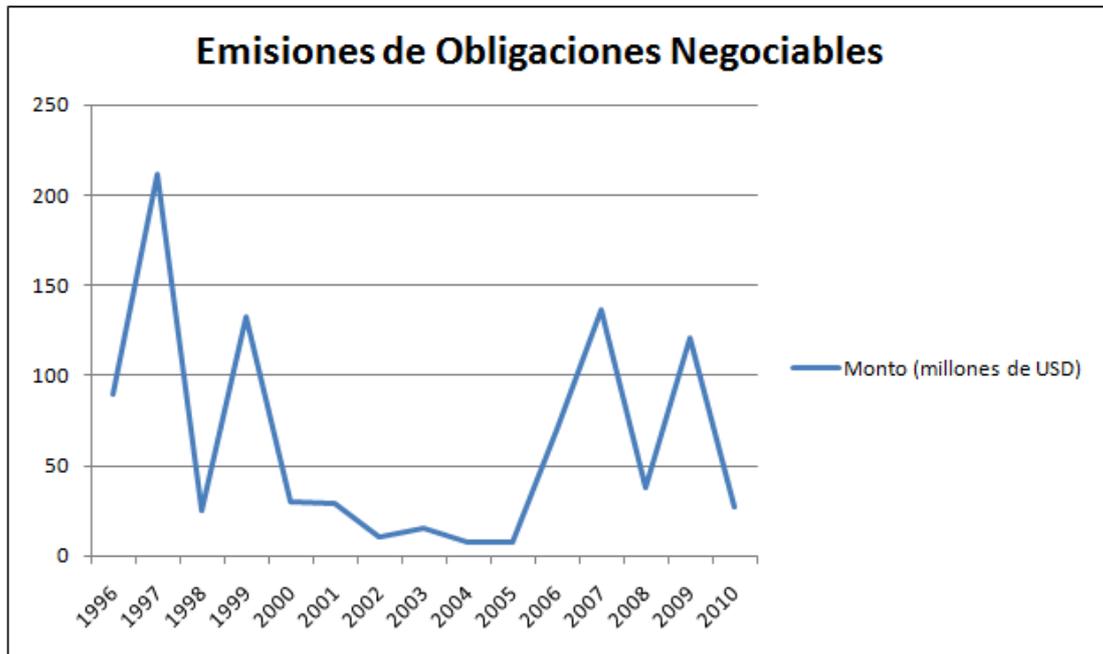
2. Desconfianza

Nuestro Mercado de valores ha enfrentado ciertos hechos históricos que no favorecieron su desarrollo. Los eventos de incumplimientos por parte de algunas empresas emisoras han dañado la confianza del inversor en este mercado.

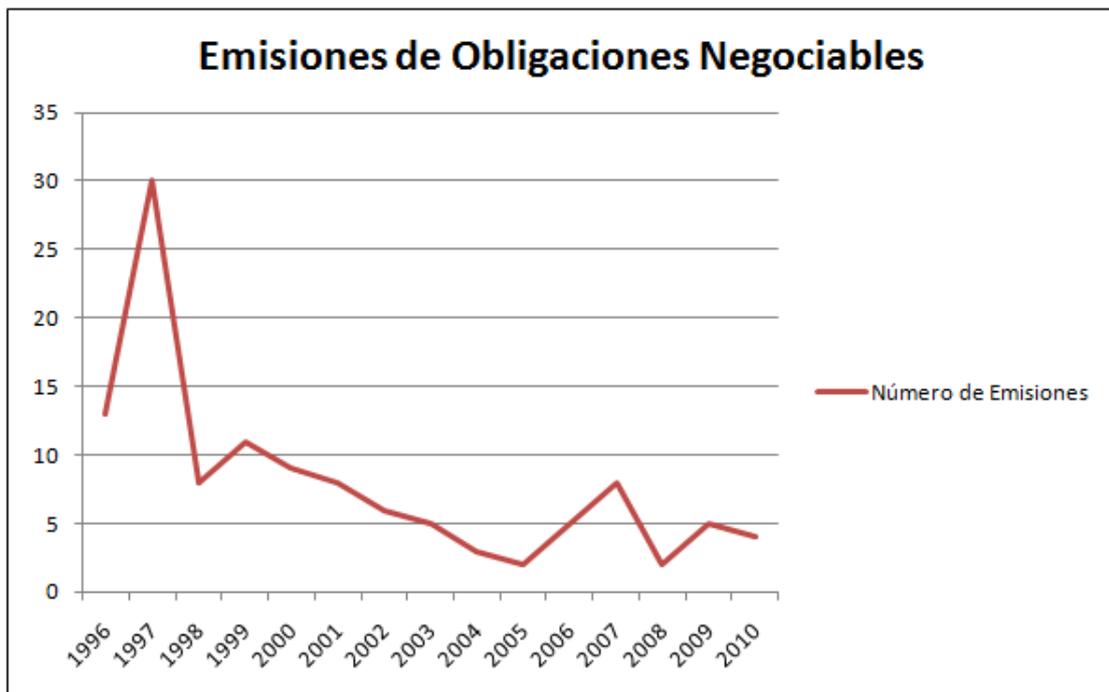
Particularmente, analizando las cesaciones de pagos por parte de las empresas emisoras, encontramos que la Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables aprobada en 1996 (Ley N° 16.749) tuvo como objetivo principal crear un marco legal que estimulara el financiamiento empresarial y particularmente la emisión de obligaciones negociables. En este sentido, las obligaciones negociables resultan ventajosas frente a la emisión de acciones por distintos aspectos siendo el principal, desde el punto de vista del inversor, que la tenencia de obligaciones determina el carácter de acreedor, en contraposición a la condición de propietario que conlleva la tenencia de acciones. Desde el punto de vista del emisor, la empresa obtiene los recursos financieros necesarios para realizar proyectos sin tener que ceder parte del control de la sociedad.

Este nuevo marco legal que rigió desde 1996 y las ventajas del instrumento determinaron un gran incremento de obligaciones negociables emitidas a partir de este año. El auge llegó a su fin en 1998 con el incumplimiento de los pagos de la empresa Granja Moro al cual sucedieron otros incumplimientos adicionales de otras empresas emisoras. Las cesaciones de pagos de obligaciones negociables demostraron que los proyectos presentados resultaban insolventes y

dejaron en evidencia un mercado de valores que no tuvo los mecanismos adecuados para proteger al inversor minoritario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Banco Central del Uruguay. Considera hasta el mes de julio del año 2010.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Banco Central del Uruguay. Considera hasta el mes de julio del año 2010.

Los gráficos anteriores demuestran que luego del auge a partir del año 1996, el número de emisiones cayó abruptamente, así como los montos de las mismas, y a pesar del incremento puntual del año 1999, los niveles de emisión se mantuvieron muy reducidos en los años posteriores. El mercado de deuda privada comenzó a mostrar signos de recuperación recién a partir del año 2006.

	Con Inscripción en Registro de Valores vigente al 30/6/2004	Dados de Baja del Registro de Valores al 30/6/2004	TOTAL
Sin Incumplimiento	15	48	63
Incumplimiento con modificación de condiciones	17	1	18
- Cumplió nuevas condiciones	8	1	9
- Incumplió nuevas condiciones	9	0	9
Incumplimiento sin acuerdo con obligaciones	8	4	12
TOTAL	40	53	93

Fuente: Informe Trimestral del Mercado de Valores N° 3 - Abril - Junio 2004 del BCU

Los incumplimientos de obligaciones se centraron en el año 2002 cuando Uruguay enfrentaba una fuerte crisis económica financiera. Dentro de los altos números de incumplimientos registrados en ese año, se encuentran los correspondientes al Banco Comercial y al Banco de Montevideo, los dos mayores emisores de obligaciones negociables del mercado en ese momento.

Al momento de enfrentar situaciones de incumplimiento, en muchos casos, los emisores intentaron lograr acuerdos que modifiquen los términos y condiciones de las obligaciones. Sin embargo, luego de ciertas renegociaciones, algunos emisores volvieron a incumplir con los pagos lo cual incrementó la desconfianza en el público. El cuadro siguiente demuestra que, al 30 de Junio de 2004, de 17 empresas que modificaron las condiciones de sus emisiones, 9 volvieron a incumplir lo cual representa un 53% de las renegociaciones.

La nueva Ley de Mercado de Valores (N° 18.627) reordenó la regulación vigente y realizó un esfuerzo por mantener la confianza en el mercado, centrándose en la relevación de información necesaria para que el público inversionista pueda tomar decisiones financieras informadas. La confianza es fundamental para el desarrollo del mercado y adicionalmente beneficia a la empresa que registra sus valores fomentando la eficiencia y transparencia de la misma. A través de la nueva Ley y su disposición expresa a adoptar normas de Buen Gobierno Corporativo se busca la seguridad del inversor obligando a las entidades emisoras a presentar resultados financieros y demás información relevante.

5.4 ANÁLISIS DEL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

1. Falta de Publicidad del Mercado

Muchos mercados de valores del mundo cuentan actualmente con una Comisión de Mercado de Valores que vela por la transparencia y la promoción del mismo, mientras que en Uruguay el BCU centraliza todo el control y la regulación sobre el mercado. A estos efectos, la propuesta inicial de la BVM para ser incluida en la Nueva Ley de Mercado de Valores era alinearse a éste estándar internacional y crear una Comisión de Mercado independiente que regulara y promocionara el mismo. Sin embargo, la iniciativa incluida en la Ley difiere de esta propuesta inicial debido a que la Comisión creada tiene como finalidad la promoción del mercado pero no tiene poder propio de resolución.

Respecto a esta situación, Ángel Urraburu manifestó: “La Comisión de Promoción de Mercado de Valores creada a través de la Ley no fue la propuesta de la BVM, la propuesta realizada consistía en crear una comisión que regulara y promocionara el mercado mientras el BCU mantuviera el control y la fiscalización del mismo. Sin embargo, actualmente se mantiene la centralización total del BCU y el único fin de la comisión es la promoción y el asesoramiento al Poder Ejecutivo pero sin resolución propia”.

A pesar de lo anterior, la creación de la Comisión demuestra un avance y una tendencia hacia la alineación con los estándares internacionales y genera una instancia de intercambio que pretende estimular el desarrollo del mercado.

Varios países de la región ya han adoptado ésta práctica internacional y han creado Comisiones de Mercado de Valores. A continuación mencionamos dos ejemplos:

- Argentina. Cuenta con una Comisión Nacional de Valores, desde el 16 de julio de 1968, la cual tiene como misión regular, fiscalizar y controlar a los participantes del mercado de valores.
- Paraguay. También cuenta con una Comisión Nacional de Valores, la cual fue creada el 20 de diciembre de 2001, como institución reguladora. Asimismo, y debido a que el Mercado de Valores Paraguayo se encuentra aún en sus fases iniciales de desarrollo, la comisión nacional de valores de este país también tiene la tarea de promocionar dicho mercado.

2. Inexistencia de una Caja de Valores

Una de las principales preocupaciones de los inversores participantes del mercado de valores es que sus activos se encuentren almacenados o registrados de manera segura y contar con mecanismos eficaces para el pago y transferencia de valores y efectivo. Para satisfacer esta necesidad, el mercado de valores debe contar con un adecuado sistema de compensación, liquidación y custodia, que generalmente es realizado a través de una institución denominada Caja de Valores.

El mercado de valores de Uruguay ha funcionado durante toda su historia sin una caja de valores y por lo tanto las funciones de compensación, liquidación y custodia están diversificadas en el mercado.

Algunos operadores del mercado se han agrupado creando ámbitos propios para la compensación, liquidación y custodia de sus valores, como la BVM a través del Banco Santander (ex ABN AMRO BANK), el sistema CAFAP a través del cual el BCU controla y liquida

todas las operaciones de las AFAPS y la interconexión que estableció BEVSA con el sistema SEDEC del BCU.

Si bien cada uno de estos sistemas logra satisfacer las necesidades particulares de sus integrantes, apuntan a cierto tipo de operadores y valores pero no a la totalidad de operadores y valores del mercado uruguayo. No existe un único ámbito de liquidación, compensación y custodia para la totalidad de valores y participantes del mercado y está es una gran falencia del mercado.

Consideramos que algunos de los problemas ocasionados por la inexistencia de una Caja de Valores son los siguientes:

- Aumenta el riesgo de custodia ya que los valores se encuentran dispersos en varios custodios, con excepción de los valores públicos escriturales, para los cuales el centro depositario central es el BCU. La dispersión de valores aumenta el riesgo de pérdida de valores.
- Existe mayor riesgo operativo ya que a través de la dispersión de valores pueden sucederse errores en las transferencias entre custodios.
- La existencia de una caja de valores automatizada ofrecería un medio de información sobre posiciones en valores de los participantes del mercado que fueran usuarios de la misma. El BCU, a través de este medio, facilitaría el control que ejerce sobre distintos participantes del mercado.
- No se garantiza que todas las transferencias de fondos se realicen de forma tal que se logre una entrega contra el pago. Es decir, no se garantiza para la totalidad de los valores que la entrega de valores se haga si y solo si ocurre el pago (Liquidación DVP, Delivery vs Payment).

Debido a lo expuesto anteriormente consideramos que las Cajas de Valores o Entidades de compensación y liquidación de valores constituyen un factor clave en la eficiencia y seguridad de los mercados.

Diversas iniciativas internacionales tuvieron como objetivo establecer guías para elaborar sistemas de compensación, liquidación y custodia que fortalecieran el funcionamiento de los mercados de valores. Algunas de las más relevantes fueron los estándares para fomentar mejora y eficiencia elaborados por el Grupo de los Treinta⁷ en 1989 y la propuesta de 19 estándares mínimos con que debe contar un sistema de compensación, liquidación y custodia presentados por IOSCO (International Organization of Securities Commissions) en noviembre del año 2001. A continuación exponemos brevemente las 19 recomendaciones que deben ser consideradas al analizar la posibilidad de crear una Caja de Valores en el Uruguay.⁸

⁷ También conocido como G-30, es una organización internacional sin fines de lucro creada en 1978 y compuesta por representantes de la industria, la política y el mundo académico. Su principal objetivo es desarrollar y recomendar las mejores prácticas y principios de conducta en los mercados

⁸ Pagina web de IOSCO: www.iosco.org. *Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001*

Recomendación 1: Marco legal

Los sistemas de liquidación de valores deberían tener una base legal bien establecida, clara y transparente, en las jurisdicciones pertinentes.

Recomendación 2: Confirmación de la negociación

La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debería ocurrir lo antes posible luego de efectuada la operación, pero no con posterioridad a la fecha de la transacción (t+0). En los casos en que se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (como inversionistas institucionales), ésta debería producirse preferentemente el mismo día (t+0), o a más tardar al día siguiente (t+1).

Recomendación 3: Ciclos de liquidación

La liquidación continua posterior a la negociación debe ser adoptada por todos los mercados de valores. La firmeza en la liquidación no debe producirse después del tercer día de cierre (t+3). Deben evaluarse los beneficios y costos de un ciclo de liquidación inferior a t+3.

Recomendación 4: Contrapartes centrales

Deben evaluarse los beneficios y costos de una contraparte central. Cuando se opte por introducir este mecanismo, ésta debería controlar los riesgos que asume.

Recomendación 5: Préstamo de valores

El préstamo y toma en préstamo de valores deberían fomentarse como métodos para facilitar la liquidación de las operaciones con valores. Para ello, deben eliminarse las barreras que impiden la práctica de prestar valores con este objetivo.

Recomendación 6: Cajas de valores

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en las cuentas de las Cajas de Valores en la mayor medida posible.

Recomendación 7: Entrega contra pago (DVP)

Los sistemas de liquidación deberían eliminar el riesgo principal, vinculando las transferencias de valores a transferencias de fondos de manera tal que se logre la entrega contra pago. Con el sistema DVP nos aseguramos de que la entrega de valores se haga si y solo si ocurre el pago.

Recomendación 8: Tiempo de liquidación definitiva

La liquidación definitiva en un régimen que se base en DVP debería ocurrir a más tardar al finalizar el día de la liquidación.

Recomendación 9: Controles de riesgo de la Caja de Valores para lograr la liquidación definitiva entre los participantes

Las Cajas de Valores que otorguen créditos en el día de la liquidación a los participantes, incluyendo Cajas de Valores que operan sistemas de liquidación, deberían establecer controles

de riesgo que como mínimo, aseguren la liquidación en tiempo real en el caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. Se recomienda combinar la exigencia de garantías colaterales con límites de crédito.

Recomendación 10: Activos para la liquidación del efectivo

Los activos que se utilicen para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las transacciones de valores deberían tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero del Banco Central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los miembros de las Cajas de Valores de las posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir del incumplimiento del agente que debe pagar en efectivo cuyos activos son utilizados para ese propósito.

Recomendación 11: Confiabilidad operativa

Los riesgos operativos que surgen del proceso de compensación y liquidación se deben identificar y minimizar mediante el desarrollo de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Los sistemas deberían ser confiables y seguros, además de tener la capacidad de adecuarse para poder procesar un mayor volumen de transacciones. Deben establecerse planes de contingencia y sistemas de respaldo que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización del proceso de liquidación.

Recomendación 12: Protección de los valores de los clientes

Las entidades que tengan valores en custodia deberían utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos contra los reclamos de los acreedores del custodio.

Recomendación 13: Gobierno corporativo

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las Cajas de Valores y de las Contrapartes centralizadas deberían estar diseñados para cumplir con los requisitos de interés público y promover los objetivos de los propietarios y de los usuarios.

Recomendación 14: Acceso

Las Cajas de Valores y las contrapartes centralizadas deberían tener criterios objetivos y divulgados al público para que la participación permita un acceso justo y abierto.

Recomendación 15: Eficiencia

Mientras se mantienen las operaciones seguras y protegidas, los sistemas de liquidación de valores deberían ser efectivos en cuanto al costo al satisfacer los requisitos de los usuarios.

Recomendación 16: Procedimientos y estándares de comunicación

Los sistemas de liquidación de valores deberían utilizar o adoptar los procedimientos y estándares internacionales de comunicación adecuados, de modo de facilitar la eficiencia en las transacciones internacionales.

Recomendación 17: Transparencia

Las Cajas de Valores y las Contrapartes centralizadas deberían proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar correctamente los riesgos y costos asociados mediante el uso de los servicios de la Caja de Valores y de la contraparte centralizada.

Recomendación 18: Regulación y supervisión

Los sistemas de liquidación de valores deberían estar sujetos a la transparencia y efectiva regulación y supervisión. Los Bancos Centrales y los organismos reguladores de valores deberían cooperar mutuamente, y con otras autoridades pertinentes.

Recomendación 19: Riesgos en vínculos internacionales

Las Cajas de Valores que establecen vínculos para liquidar operaciones de valores internacionales deben diseñar y operar dichos vínculos de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones internacionales se reduzcan de forma efectiva.

CAPÍTULO 6 – CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A través del análisis de campo realizado, así como de las opiniones recabadas de diversos agentes especialistas del Mercado de Valores, hemos percibido la situación actual del mismo en materia de financiamiento y los detalles de su operativa, así como los desafíos que se presentan para su desarrollo. A partir de ello, establecimos una serie de conclusiones personales que se desarrollarán a continuación.

En Uruguay, las empresas cuentan con dos alternativas de financiamiento, por un lado el financiamiento tradicional a través de instituciones financieras y por otro lado el financiamiento a través del mercado de valores. En éste mercado puede accederse a emisiones privadas o emisiones públicas realizadas a través de las bolsas de valores, siendo éste último tipo de emisiones las más utilizadas.

En lo que refiere al desarrollo del mercado de valores, encontramos que se presentan varios obstáculos para el impulso del mismo lo cual lo posiciona muy por debajo de otros mercados de la región y del resto de mundo.

Apertura del Capital o Financiamiento de Empresas Públicas a través del Mercado de Valores

El escaso desarrollo se debe en gran parte a la estructuración de empresas con las que cuenta nuestro país donde predominan las MPYMES. Asimismo, las empresas de mayor patrimonio, son multinacionales o empresas que se encuentran en poder del Estado y no recurren al mercado de valores para obtener financiamiento. A nivel mundial y en otros países de la región se ha encaminado un proceso de capitalización de empresas públicas que ha generado un efecto impulsor en el mercado de valores, fortaleciendo y desarrollando el mismo. Ello implicó que empresas que originariamente pertenecían al Estado, asumieran estructuras accionarias y comenzaran a ser participantes activas del mercado de valores. Algunos ejemplos de ello son:

ARGENTINA
Petrobras Energía Participaciones Telecom Telefónica
BRASIL
Petrobrás Telemar Electrobrás Telesp
BOLIVIA
Transportadora de Electricidad S.A. Empresa Ferroviaria Oriental S.A. Empresa Petrolera Chaco S.A. Electropaz S.A.

Si bien el proceso de apertura de capital de empresas estatales no siempre se ha traducido en un mayor desarrollo del mercado de valores, en muchos otros países ha sido un fuerte estímulo para el desarrollo de los respectivos mercados. De lo expresado, se deduce que la capitalización parcial de empresas como UTE, ANTEL, OSE, ANCAP y AFE generarían al mercado posibilidades de desarrollo y crecimiento como ha sucedido en varios países.

Sin embargo, décadas atrás existió en nuestro país un plebiscito que fue contundente en contra de la privatización de las empresas estatales por lo cual ésta opción carecería de sustento práctico, aunque éstas empresas podrían participar en el mercado recurriendo al ahorro privado para financiar sus emprendimientos lo cual también generaría un efecto revitalizador del mercado.⁹

Como alternativa a la propuesta anterior, y enfocándonos en las nuevas asociaciones público – privadas vinculadas a la infraestructura y energía del país que se han creado en los últimos tiempos, nuestra recomendación es que el capital total o parcial de las mismas sea ofertado para los inversionistas locales. Esto implicaría un verdadero proceso de transformación para la sociedad donde se democratizaría el capital productivo y se generaría un crecimiento del país inclusivo de los ahorristas locales. A través de ésta propuesta se disminuiría la concentración y extranjerización del capital productivo del país y se estimularía el mercado de valores.

Asimismo, la apertura parcial de capital accionario otorgaría una mayor transparencia del funcionamiento de éstas empresas a través de las mayores exigencias de información y del control ejercido por aquellos inversores que comenzarían a interesarse por el buen desempeño de las mismas.

Caso de ECOPETROL – Colombia

Colombia sufrió en el 2006 un proceso de capitalización importantísimo a partir de la necesidad de realizar millonarias inversiones en la exploración y producción de hidrocarburos y en la modernización de la infraestructura de la empresa ECOPETROL. En este proceso se autorizó la emisión de nuevas acciones de ECOPETROL en el mercado de valores que representarían hasta el 20% de su capital social. La primera emisión se realizó en 2007 donde ahorristas colombianos adquirieron acciones que hoy representan el 10.1% del capital accionario y se encuentra pendiente una segunda emisión que representará el 9.9% restante.

Las acciones emitidas podían ser adquiridas en más de 2.000 puntos de venta en todo el país, incluyendo bancos, un numeroso grupo de supermercados y otros establecimientos comerciales. Esta primera emisión resultó sumamente exitosa ya que rápidamente fueron adquiridas todas las acciones emitidas.

Este proceso de capitalización es un ejemplo claro de inclusión de los ahorristas locales en el mercado de valores que podría ser replicado en nuestro país para estimular y desarrollar nuestro mercado de valores local.

⁹ Actualmente únicamente UTE a realizado emisiones de Obligaciones Negociables

Desarrollo e impulso de nuevos instrumentos

Del análisis realizado también detectamos que otro obstáculo al dinamismo del mercado, es la escasa variedad de productos ofrecidos en el mismo. Sería necesario estimular la emisión de nuevos instrumentos que despierten el interés de los inversionistas y que por lo tanto impulsen el mercado.

Algunas de las alternativas que podrían aplicarse son:

- **Mercado de Cheques Diferidos:** este instrumento sería utilizado por agentes económicos que deseen disponer de los fondos emergentes del cheque diferido con anterioridad al plazo establecido en el mismo para lo cual pagarían una tasa de interés. Los interesados harían sus ofertas y el negocio culmina cuando el oferente acepta la mejor tasa de descuento que le es ofrecida. Actualmente, existe la posibilidad de descontar cheques en una entidad financiera pero a tasas usualmente encarecidas y con varias complejidades formales, por lo tanto esta opción permitiría reducir los costos financieros que deben incurrirse para obtener los fondos de manera anticipada. Respecto de esta iniciativa, la BVM ha analizado la posibilidad tomando como referencia la aplicación de este mercado en Argentina. Ángel Urraburu manifiesta que se está realizando todo lo necesario para realizar el descuento de cheques a través de BVM pero es un proceso que requiere de tiempo. Además se debe crear un fondo de garantía para avalar cheques respecto de la seguridad de su cobro llegada la fecha de vencimiento, lo cual también ha conspirado contra su aplicación.
- **Valores en UI:** la emisión de valores públicos y privados en UI ha aumentado en los últimos años pero consideramos que debería promoverse la emisión de instrumentos en ésta unidad para disminuir los riesgos de tipo de cambio presentes en las emisiones de valores en moneda extranjera. La UI refleja la variación del costo de vida basándose en el IPC (Índice de Precios al Consumo), por lo tanto quienes adquieren instrumentos ajustados a través de ésta unidad mantienen su valor en términos de poder adquisitivo. Esto genera una ventaja para las inversiones que debería promoverse como estímulo hacia el mercado.
- **Mercado de Futuros:** la BVM también tuvo como iniciativa de desarrollo la aplicación de un mercado de futuros sobre la exportación de ganado a través del cual los exportadores controlarían los riesgos vinculados a las fluctuaciones de precios. Las empresas agropecuarias enfrentan la incertidumbre producto de las oscilaciones en los precios de sus productos que afectan sus resultados. Los productores han encontrado distintas formas de disminuir los riesgos de fluctuaciones recurriendo a contratos de producción, con precios prefijados o a negociar, o acudiendo a los mercados de futuros. Actualmente, existe en Chicago un mercado de futuros sobre el ganado, negociado en la Bolsa Mercantil de Chicago, donde también son operados otros contratos a futuro en el comercio de distintos bienes agrícolas. Hay dos tipos de cobertura que se pueden adquirir a través de éstos contratos a futuro: la de venta y la de compra. La cobertura de venta la utilizan quienes tratan de proteger el precio de venta futuro de un producto y la cobertura de compra es utilizada para establecer el precio de un producto que se comprará en una fecha futura.

	Motivos para vender contratos de futuros	Motivos para comprar contratos de futuros
Compradores / vendedores de coberturas	Establecer un precio y obtener protección contra una baja de precios	Establecer un precio y protegerse protección contra la subida de precios
Especuladores públicos y negociantes del piso de remates	Beneficiarse de una baja de precios	Beneficiarse de una subida de precios

En Uruguay, las exportaciones de ganado en pie han aumentado en los últimos años indicando que es un negocio en que se mueve al alza con la lo cual debería retomarse el análisis planteado inicialmente por la BVM a los efectos de determinar la viabilidad de utilizar los mercados de futuros como herramienta de cobertura de riesgos ante las fluctuaciones en los cambios de precios a nivel global.

Exportaciones de Gando Vacuno en Pie	
Años	FOB
2010 (al 17 de oct)	US\$ 88,1 millones
2009	US\$ 83,8 millones
2008	US\$ 61 millones

Fuente: Dirección Nacional de Aduana (DNA)

Educación y Fomento de Cultura de Financiamiento

Educación al Emisor

Es un pilar fundamental en el desarrollo y fomento del mercado de valores que los emisores cuenten con conocimientos adecuados respecto al funcionamiento del mismo. Actualmente, una de las principales debilidades de nuestro mercado es la escasez de valores privados que son operados, por lo cual consideramos necesario para mejorar esta situación, el desarrollo de planes de educación que informen respecto de las posibilidades que brinda el mercado. Las empresas deben conocer cuáles son las alternativas de financiamiento que brinda el mercado de valores así como los procedimientos necesarios para recurrir al ahorro público, de forma tal que consideren esta opción cuando requieran de financiamiento.

La mayoría de las empresas recurren al financiamiento tradicional a través del sistema financiero por desconocer los procedimientos necesarios para realizar una emisión de acciones u obligaciones negociables y los beneficios que pueden ser obtenidos con ello.

La educación sobre el mercado de valores debería impartirse en distintos niveles abarcando escolares, liceales, universitarios y al público en general, e incluir información respecto a aspectos fundamentales del funcionamiento del mercado y las ofertas en el mismo. Los

programas educativos actuales prácticamente no incluyen temas relativos al mercado de valores lo cual no favorece el desarrollo de nuestro mercado. Algunas alternativas que podrían instrumentarse son:

- Creación y Difusión de Simuladores de Bolsa: se busca educar a la gente a través de un juego dinámico. Es una forma de entrenar y aprender a invertir en la bolsa en la cual se pueden realizar inversiones virtuales, sin la utilización de dinero real.
- Inclusión de la materia de finanzas en los sistemas educativos: a nuestro juicio ésta es una gran carencia de nuestros sistemas educativos. Las finanzas se encuentran presentes en distintas situaciones de la vida cotidiana, por lo cual se deberían enseñar al menos sus conceptos básicos.

Muchos mercados de la región y del mundo realizan actividades constantes de capacitación al público en general con el fin de fortalecer la cultura financiera. A modo de ejemplo comentamos a continuación algunas de las actividades realizadas por la Superintendencia General de Valores de Costa Rica:

- Jornadas del Inversionista: charlas dirigidas al público en general con el fin de educar en temas del funcionamiento del mercado de valores.
- Cursos libres: estos cursos se imparten en la Universidad de Costa Rica y están dirigidos al público en general. Los cursos tratan temas del mercado de valores: productos que se ofrecen en el mercado costarricense, riesgos que se deben considerar al invertir, seguimiento a aspectos claves de la inversión, entre otros.
- Campeonato de Inversionistas Universitarios: esta actividad se realiza en conjunto con la Bolsa Nacional de Valores y las universidades públicas y privadas. Previo al inicio del campeonato se realizan charlas educativas sobre el mercado de valores, su funcionamiento, productos disponibles, así como una inducción al juego.

Educación al Inversor

Uno de los elementos que permite avanzar hacia una mayor transparencia y mejor protección de los inversores es la información, en particular aquella información que se puede convertir en conocimiento. La calidad del mercado de valores depende la calidad de sus inversores porque aquellos inversores bien informados serán capaces de adoptar decisiones bien fundadas de ahorro e inversión y al mismo tiempo disminuir su vulnerabilidad a posibles fraudes, lo cual genera mercados de valores más estables.

Los inversores deben formarse e informarse, es decir, que deben saber cómo interpretar la información del mercado de valores para poder tomar correctas decisiones de inversión.

En este sentido, los corredores de bolsa cumplen un rol fundamental porque son el contacto directo con el inversor. Deben explicar a sus clientes las opciones de inversión y sus ventajas y desventajas para que los inversores tomen decisiones más seguras. De todas formas, muchos inversores operan sin intermediarios por lo cual también es necesario que el inversor en sí mismo tenga conocimientos adecuados del mercado de valores.

Se deben elaborar planes de educación al inversor para colaborar a construir la confianza en los mercados de capitales lo que constituye un pre requisito para su desarrollo. Al igual que lo comentado para los emisores, los planes de educación deberían abarcar varios niveles e incluir diversa información del mercado, pero éstos fundamentalmente deberían enfocarse en enseñar a interpretar la información y los signos del mercado.

Asimismo, existe una tendencia mundial hacia la creación de nuevos instrumentos financieros y es necesario que los inversores se mantengan informados y actualizados respecto a estas nuevas alternativas de inversión.

Finalmente, creemos que la mayor educación y el fomento de la cultura generarían un efecto potenciador si se acompañaran de mayor variedad de productos que atraigan al público hacia el mercado.

Aumento de Publicidad del Mercado

El subdesarrollo que presenta el actual mercado de valores del Uruguay se debe, en parte, a la falta de políticas de promoción del mismo. No se realizan campañas de promoción respecto de los productos y las alternativas que ofrece el mercado de valores por lo cual muchos desconocen su existencia.

El BCU, órgano regulador y fiscalizador del mercado, ha tomado escasas medidas de promoción que incentiven la incursión de las empresas en el mercado por lo cual consideramos que debería realizarse una estrategia integral orientada a difundir las ventajas y riesgos presentes en el mismo.

La nueva ley de Mercado de Valores ha creado un órgano especializado en el desarrollo y fomento del mercado, “Comisión de Promoción del Mercado de Valores” que asesora al Poder Ejecutivo proponiendo políticas y acciones. Dicha comisión se integra por representantes tanto del Estado como de las bolsas, de los inversores institucionales y del Banco Central. Consideramos la creación de esta comisión como un gran avance debido que demuestra que se le ha otorgado relevancia a la problemática de la falta de promoción del mercado, pero creemos necesario que también el BCU y ambas Bolsas de Valores desarrollen sus propias políticas de promoción para fomentar la participación en el mercado y otorgarle al mismo mayor liquidez.

Una medida que podría ser implementada en el corto plazo por parte de las Bolsas de Valores es estructurar un equipo de promotores conformado por personal especializado en el mercado de valores que realice visitas a distintas empresas con el objetivo de informar acerca de las ventajas del mercado y captar participantes.

Por otra parte el BCU, podría realizar conferencias gratuitas y charlas informativas dirigidas al público general donde se informe del mercado y sus ventajas para poder captar pequeños inversores.

Asimismo, entendemos que la Comisión debería funcionar independientemente, es decir, con poder de resolución propio para poder ejecutar acciones por si misma que considere promocionan al mercado.

Creación de una Caja de Valores

La diversificación de las funciones de compensación, liquidación y custodia ocasionan en el mercado los problemas comentados en el capítulo anterior (punto 5.4.2), por consiguiente debería crearse un único ámbito donde se realicen éstas funciones para la totalidad de los valores y participantes del mercado.

Si bien, varias recomendaciones internacionales establecen el concepto de depositario central de valores, es decir, crear un único ámbito donde converjan todos los valores operados en el mercado, existen mercados en el mundo donde funcionan varias Cajas de Valores. La alternativa de varias cajas de valores se encuentra asociada a mercados con gran cantidad de participantes, alto volumen de negocios y gran diversidad de instrumentos financieros por lo que debido a los bajos volúmenes operados en el Uruguay consideramos que la opción más aplicable sería crear una única Caja de Valores.

Asimismo, la misma debería ser obligatoria para asegurar que el total de los valores operados en el mercado sean custodiados por la Caja de Valores y también sería necesario que todos los valores físicos que actualmente se encuentran en poder de particulares comiencen a ser custodiados por la misma. Por otra parte, sería recomendable que las nuevas emisiones de valores sean realizadas únicamente en forma escritural para evitar los problemas operativos y de costos que traen aparejados los valores físicos y lograr la desmaterialización que recomiendan las normas internacionales.

Otras consideraciones que son centrales para la creación de una Caja de Valores son la implementación de liquidación DVP para todos los valores y participantes del mercado así como la relación con otras Cajas de Valores internacionales como Clearstream y Euroclear para que los participantes puedan operar en el exterior.

Por último, las 19 recomendaciones de IOSCO que fueron mencionadas en el capítulo anterior, deberían tomarse como base al momento de diseñar un eficiente sistema de compensación, liquidación y custodia en el mercado de valores local.

En síntesis, entendemos que para lograr un desarrollo progresivo del mercado de valores de nuestro país, no basta con tomar medidas aisladas sino que deben realizarse diversas acciones conjuntas para lograr un verdadero impulso del mercado. Asimismo, es necesario unir los esfuerzos de todos los participantes y del Estado para poder implementar medidas que generen cambios profundos y un empuje a un mercado que aún es incipiente.

Consideramos que la aplicación de las recomendaciones planteadas en éste trabajo de investigación son iniciativas que mejorarían ciertos aspectos del mercado y reducirían las disparidades que actualmente existen con otros mercados de la región.

Existe un gran desafío por delante para poder desarrollar el mercado pero creemos que esto es posible en la medida que los esfuerzos se conjuguen y se orienten hacia el logro de éste objetivo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS Y MATERIAL DE APOYO

“la bolsa en el mundo” – Ediciones Deusto SA – Rafael Bartolome Laborda

“Mercado e Instituciones Financieras”: “Propósitos y formas de Regulación” - Fabozzi, Modigliani y Ferri

“Decisiones Financieras” – 4ta. Edición Revisada – Ricardo Pascale

“Tendencias en los Mercados de Valores Mundiales: Implicancias para el desarrollo del mercado Uruguayo” – Gerardo Barbosa Bonfiglio, María José Carve Pascale y Carolina Lecueder Methol – Montevideo 2004

“La Bolsa como factor o medio de financiamiento de las empresas privadas” – Diego Beltrame, Jonnathan Fuques, Leonel Gutiérrez – Montevideo 2008

“Mercado e Instrumentos Financieros y sus Particularidades en el Uruguay” – Carolina Cardone, Margarita De Loy, Enrique Vitacca – Montevideo 2005

Artículo: “¿Cómo funcionan las Bolsas?” – Redacción BBC Mundo – Setiembre 2009

“Guide to Understanding Money & Investing- The Wall Street Journal” – Kenneth M. Morris and Virginia B. Morris

“Panorama del mercado de valores en Uruguay” – Presentación Ángel Urraburu – Setiembre 2009

Curso 2009 “Bolsa – Mercado de Capitales” – Ec. Ana Inés Zerbino

Informes Trimestrales del Mercado de Valores elaborados por el BCU
Sitio Oficial del Banco Central del Uruguay: www.bcu.gub.uy

Rodriguez Olivera, N. E y López Rodriguez, C. E, “Bolsa y mercado bursátil”,
www.derechocomercial.edu.uy

Sitio Oficial de la Bolsa de San Pablo (BM&F BOVESPA): www.bmfbovespa.com.br

Sitio Oficial de la Bolsa de Santiago de Chile: www.bolsadesantiago.com

Sitio Oficial de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA): www.bcba.sba.com.ar

Sitio Oficial de New York Stock Exchange (NYSE): www.nyse.com

Sitio Oficial de London Stock Exchange (LSE): www.londonstockexchange.com

Sitio Oficial de IOSCO: www.iosco.org

Sitio Oficial de Securities and Exchange Commission (SEC): www.sec.gov

Sitio Oficial de The Committee of European Securities Regulators (CESR): www.cesr-eu.org

Estatutos de la Bolsa de Valores de Montevideo

Sitio Oficial de la Bolsa de Valores de Montevideo: www.bolsademontevideo.com.uy

Sitio Oficial de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.: www.bevsa.com.uy

Ley de Mercado de Valores (N°18.627)

Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables (N°16.749)

Comunicaciones y Circulares del BCU

Ley de Seguridad Social (N°16.713)

Ley de Fondos de inversión (N°16.774)

Ley de Sociedades Comerciales (N°16.060)

Ley de Normas sobre Fideicomisos (N°17.703)

Ley de Intermediación Financiera (N°15.322)

Ley N°16.327 que sustituye Disposiciones de la Ley N°15.322, referente a normas relativas al sistema de Intermediación Financiera

Decreto 576/92 Potestades del BCU

Recopilación de Normas de Seguros y Reaseguros

Fotografía de la tapa: <http://aicapitales.com/wp-content/uploads/2010/04/mercado-de-valores-01.jpg>

Fotografía en 1.2.2 Evolución de la Actividad Bursátil > Crisis del 29: www.claseshistoria.com

Fotografía en 3.1.1.4 Transacciones por Ruedas Físicas: www.bolsademontevideo.com.uy

Fotografía en 3.1.1.6 Sistemas electrónicos de negociación: www.infobolsa.es

ENTREVISTAS REALIZADAS

- Cr. Lorenzo Weitzner – Gerente División Análisis de Mercado de BEVSA
- Ec. Jorge Caumont – Corredor de bolsa, consultor privado
- Dr. Ricardo Merlinski – Abogado
- Ec. Pablo Montaldo – Corredor de bolsa y Presidente Electo de BVM en Diciembre 2010.
- Sr. Ángel Urraburu – Presidente de BVM, corredor de bolsa
- Pablo Bazerque – BCU, Área Supervisión de Seguros, AFAP y Mercado de Valores

ANEXO 1 - Ley Nº 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 1º. (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 2º. (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 3º. (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 4º. (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 5º. (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 6º. (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 7º. (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 8º. (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 9º. (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 2º 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 8º 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 8º 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 Nº 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 regirán 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 inscriptos 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 inscriptos 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 inscripta 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 Nº 17.228](#), de 7 de enero de 2000, con las modificaciones introducidas por el artículo 301 de la [Ley Nº 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 Nº 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 Nº 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 irroge 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 Nº 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 Nº 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 Nº 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 regirán 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 Nº 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.
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 Nº 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".
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 Nº 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 Nº 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 Nº 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 instruirlos 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 Nº 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.
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 1º y 2º del [Decreto-Ley Nº 15.322](#), de 17 de setiembre de 1982, con las modificaciones introducidas por la [Ley Nº 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 Nº 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).- Modifícase el artículo 288 de la [Ley Nº 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 Nº 16.060](#), de 4 de setiembre de 1989, en la redacción dada por el artículo 59 de la [Ley Nº 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 Nº 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 Nº 16.696](#), de 30 de marzo de 1995, en la redacción dada por el artículo 9º de la [Ley Nº 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 l) del numeral 2) del artículo 19 del Título 10 del Texto Ordenado 1996, por el siguiente:

"l) 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 opongán a la presente ley.

Sala de Sesiones de la Cámara de Senadores, en Montevideo, a 24 de noviembre de 2009.

ANEXO 2 – CUESTIONARIOS UTILIZADOS EN ANÁLISIS DE CAMPO

CUESTIONARIO PARA ENTIDADES

- Análisis vinculado a la estructuración del Mercado
 1. ¿Cuáles son los instrumentos de oferta pública con mayores volúmenes de operación? (Relación entre valores públicos y privados, nacionales y extranjeros)
 2. Ventajas y desventajas de una emisión pública de obligaciones negociables frente a un préstamo bancario
 3. ¿A su juicio que instrumentos utilizados en otros mercados podrían transarse en el mercado de valores local?

- Análisis vinculado a la Regulación
 4. ¿Considera que la nueva Ley de Mercado de Valores (Ley N° 18.627), impulsa un mayor desarrollo y dinamismo del mercado? , ¿Por qué?
 5. ¿Qué opinión le merecen los incentivos tributarios establecidos en esta nueva Ley?
 6. ¿Cómo considera la integración de la normativa uruguaya con las regulaciones y estándares internacionales?

- Análisis vinculado a la cultura financiera
 7. ¿A su juicio, por qué son tan pocas las empresas que recurren al mercado de valores para obtener financiamiento? ¿Hay falta de información para acceder a este mercado?
 8. ¿Considera que existe recelo de las empresas uruguayas a realizar una apertura de su información económico-financiera /estructura accionaria?
 9. ¿Hay una falta de cultura y de conocimiento acerca del mercado de valores en el ciudadano uruguayo?

- Análisis del funcionamiento del Mercado de Valores
 10. ¿Qué medidas sugiere que podrían tomarse para dinamizar el mercado de valores uruguayo?
 11. ¿Cuál es su opinión respecto de la posibilidad de que las empresas públicas de nuestro país realicen emisiones de oferta pública?
 12. ¿Cuál es su opinión respecto a la existencia de dos Bolsas de Valores en el mercado?

CUESTIONARIO PARA CORREDORES

- Análisis vinculado a la estructuración del Mercado
 1. ¿Cuáles son los instrumentos normalmente operados en el mercado de valores local?
 2. Ventajas y desventajas de una emisión pública de obligaciones negociables frente a un préstamo bancario
 3. ¿A su juicio que instrumentos utilizados en otros mercados podrían transarse en el mercado de valores local?

- Análisis vinculado a la Regulación
 4. ¿Considera que la nueva Ley de Mercado de Valores (Ley Nº 18.627), impulsa a un mayor desarrollo y dinamismo del mercado? , ¿Por qué?
 5. ¿Qué opinión le merecen los incentivos tributarios establecidos en esta nueva Ley?

- Análisis vinculado a la cultura financiera
 6. ¿A su juicio, por qué son tan pocas las empresas que recurren al mercado de valores para obtener financiamiento? ¿Hay falta de información para acceder a este mercado?
 7. ¿Considera que existe recelo de las empresas uruguayas a realizar una apertura de su información económico-financiera /estructura accionaria?
 8. ¿Hay una falta de cultura acerca del mercado de valores en el ciudadano uruguayo?
 9. ¿Considera que los requisitos de información exigidos por el Banco Central del Uruguay y las Bolsas de Valores configuran una limitante a la hora de emitir?

- Análisis del funcionamiento del Mercado de Valores
 10. ¿Qué medidas sugiere que podrían tomarse para dinamizar el mercado de valores uruguayo?
 11. ¿Cuál es su opinión respecto a la existencia de dos Bolsas de Valores en el mercado?
 12. ¿Cómo califican las empresas la experiencia de realizar emisiones de oferta pública?
 13. ¿Cuándo considera que las empresas recurren al financiamiento a través del mercado de valores y qué elementos analizan previo a realizar emisiones?

ANEXO 3 - TÍTULO V LIBRO 1 RECOPIACIÓN DE NORMAS DE SEGUROS Y REASEGUROS

CAPÍTULO I- INVERSIONES. SEGUROS GENERALES Y DE VIDA NO PREVISIONALES

ARTÍCULO 26 (INVERSIONES ADMITIDAS).

Las obligaciones no previsionales estarán constituidas por las reservas técnicas, las deudas con asegurados, las primas- netas de comisiones- a pagar por reaseguros pasivos y los depósitos en garantía por reaseguros pasivos correspondientes a contratos de seguros generales y de vida no previsionales. El Capital Mínimo y las obligaciones no previsionales deben cubrirse íntegramente con inversiones en los siguientes activos:

- A. Valores emitidos por el Estado Uruguayo
- B. Valores emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay
- C. Inversiones en instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, autorizadas a captar depósitos
 - Depósitos en Cuenta Corriente
 - Depósitos en Caja de Ahorro
 - Depósitos a Plazo Fijo hasta 60 (sesenta) días
 - Certificados de Depósito
 - Depósitos a Plazo Fijo hasta 360 (trescientos sesenta) días, exclusivamente para cubrir las Reservas Matemáticas
- D. Valores emitidos por empresas públicas o privadas que coticen en algún mercado formal
 - Acciones de sociedades anónimas
 - Obligaciones negociables
 - 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 emitidos por fideicomisos financieros de oferta pública.

Los instrumentos previstos en este artículo deberán cumplir con los siguientes requisitos:

- a. estar inscriptos en el Registro de Mercado de Valores.
- b. cotizar en el mercado oficial de la Bolsa de Valores de Montevideo o de la Bolsa Electrónica de Valores S.A..
- c. contar con calificación de riesgo expedida por entidades calificadoras inscriptas en el Registro de Mercado de Valores, de acuerdo con lo dispuesto por la Ley N° 16.749 del 30 de mayo de 1996, el Decreto N° 146/97 del 7 de mayo de 1997 y las normas que dicte el Banco Central del Uruguay sin perjuicio de las excepciones previstas en la normativa vigente.
- d. Estar habilitados por el Banco Central del Uruguay, como instrumento apto para poder ser adquirido por un Fondo de Ahorro Previsional.

No serán considerados como cobertura si el valor no ha tenido transacciones en alguna de las Bolsas de Valores registradas en el Banco Central del Uruguay en el trimestre inmediato anterior.

E. Cuotapartes de Fondos de Inversión

Los Fondos de Inversión deben estar autorizados por el Banco Central del Uruguay, no estar limitada la opción de rescate de las cuotas partes y estar calificados por entidades calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

F. Créditos de seguros, netos del Impuesto al Valor Agregado. Sólo se considerarán a estos efectos, los créditos que puedan ser compensados con las obligaciones de la empresa aseguradora. Los mismos podrán ser utilizados para cubrir las siguientes reservas:

- Para la cobertura de reservas matemáticas: adelantos a tenedores de pólizas de seguros de vida, hasta el valor de rescate de ellas, siempre que en dichas pólizas se indique expresamente que el préstamo podrá deducirse del monto de la indemnización a pagar.
- Para la cobertura de reserva de riesgo en curso y primas no devengadas y no vencidas - netas de comisiones - a pagar por reaseguros pasivos: créditos no vencidos otorgados a los asegurados, por primas no devengadas, provenientes de contratos de seguro con cláusula de resolución por no pago de prima.
- Para la cobertura de reserva de riesgo en curso: créditos no vencidos otorgados a las entidades cedentes, por primas no devengadas, en virtud de contratos de reaseguro activo.
- Para la cobertura de reserva para siniestros pendientes: créditos no vencidos otorgados a las entidades cedentes, por primas devengadas en virtud de contratos de reaseguro activo.
- Para la cobertura de reserva para siniestros pendientes y primas no devengadas y no vencidas - netas de comisiones - a pagar por reaseguros pasivos: siniestros a cobrar no vencidos, producto de cesiones efectuadas a los reaseguradores.
- Para la cobertura de la reserva para siniestros pendientes: créditos a recuperar de otras entidades aseguradoras, que hayan sido fehacientemente confirmados.

G. Valores inmobiliarios en el Uruguay

- Inmuebles urbanos no destinados a casa-habitación, que sean de fácil adaptación y transformación para distintos usos
- Inmuebles urbanos asiento de la empresa

H. Valores extranjeros calificados como mínimo "investment grade" internacional por calificadoras de riesgo, reconocidas internacionalmente y controlados por la autoridad competente en el país de origen

- Títulos emitidos o garantizados por gobiernos o bancos centrales.
- Títulos de crédito emitidos por bancos internacionales
- Certificados de depósito emitidos por bancos
- Bonos y acciones emitidos por empresas
- Otros, autorizados previamente por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros

I. Créditos con emisores de tarjetas de crédito. Dichos créditos se podrán utilizar para la cobertura de reserva de riesgo en curso y primas no devengadas y no vencidas netas de comisiones a pagar por reaseguros pasivos, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

1. La entidad emisora deberá ser una entidad de intermediación financiera instalada en el país autorizada a captar depósitos o encuadrada en lo dispuesto por el Título II del Libro XI de la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero.
2. Al crédito se le detraerá el porcentaje de IVA correspondiente al seguro que se encuentra en el origen del crédito, cuando corresponda.
3. De haberse pactado el pago en cuotas, no se podrán considerar los créditos con alguna cuota vencida.

Última circular: N° 2071 del 15 de octubre de 2010 Libro I