

UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN

TRABAJO FINAL PARA OBTENER EL TÍTULO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Análisis de la Participación de Inversores Minoristas en la ON de CONAPROLE: Educación
Financiera y Perfil de Inversión

por

Martín Attún Bianchi

Juan Manuel Hernández

TUTOR: Ana Chaves

Montevideo
URUGUAY
Marzo 2025

Página de Aprobación

El tribunal docente integrado por los abajo firmantes aprueba el Trabajo Final:

Título

.....
.....
.....
.....

Autor/es

.....
.....

Tutor/Coordinador

.....
.....

Posgrado

.....
.....

Puntaje

.....

Tribunal

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

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

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

FECHA.....

AGRADECIMIENTO

Queremos expresar nuestro agradecimiento a todas las personas que han contribuido a la realización de este trabajo.

En primer lugar, a nuestra tutora y colegas, quienes nos brindaron espacios de intercambios para discutir temas relacionados al trabajo.

A nuestras familias y amigos, por su tolerancia, apoyo e intercambios ante dudas durante este tiempo, que nos han permitido dedicar el esfuerzo necesario para completar este proyecto.

Finalmente, a la Universidad de la República, que nos ha acompañado en nuestro desarrollo académico y profesional desde nuestros inicios en 2012. Culminamos aquí una etapa significativa de nuestras carreras, habiendo transitado tanto estudios de grado como de maestría en esta institución.

RESUMEN EJECUTIVO

Este estudio analiza la participación de los inversores minoristas en las Obligaciones Negociables (ON) de CONAPROLE desde la óptica de las instituciones financieras, con énfasis en el mercado financiero uruguayo, el perfil del inversor y la educación financiera. Se examinan los efectos de crisis pasadas en la confianza de los inversores, su preferencia por activos tangibles y su escasa participación en productos financieros debido a la aversión al riesgo y la falta de opciones atractivas. Se identifica la educación financiera como un factor clave para cambiar esta tendencia, aunque su impacto en el comportamiento inversor sigue siendo limitado.

Respecto a CONAPROLE, se evaluó la evolución y desafíos de sus ON. Aunque representan una opción viable de financiamiento, han enfrentado dificultades para atraer inversores minoristas. La encuesta realizada reveló que menos del 50% de las instituciones tienen clientes que invierten en Conahorro, y dos tercios no lo recomiendan. Factores como baja rentabilidad, limitada liquidez y altos costos de distribución han generado una percepción negativa del producto. El análisis mediante Net Promoter Score (NPS) reflejó solo un 7% de promotores y un 81% de detractores, siendo la rentabilidad el principal desincentivo.

En conclusión, el inversor uruguayo mantiene una fuerte preferencia por inversiones inmobiliarias y renta fija, percibidas como más seguras. Aunque la educación financiera en Uruguay supera el promedio regional, su impacto en la planificación financiera y toma de decisiones sigue siendo bajo. La escasa participación en las ON de CONAPROLE se explica por la falta de conocimiento, desconfianza en los productos financieros, barreras en la distribución, baja liquidez y rentabilidad no competitiva. Para mejorar la aceptación del producto, CONAPROLE debería ajustar la rentabilidad, fortalecer su estrategia de comunicación y ofrecer incentivos atractivos para los intermediarios.

Contenido

1.	INTRODUCCIÓN	1
1.1.	JUSTIFICACIÓN Y PROBLEMA	1
1.2.	PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN.....	4
1.3.	ORDEN DEL TRABAJO	6
2.	ANTECEDENTES	6
2.1.	ANTECEDENTES INTERNACIONALES	7
2.2.	ANTECEDENTES LOCALES.....	9
3.	METODOLOGÍA.....	11
3.1.	RECOLECCIÓN DE DATOS CUANTITATIVOS: ENCUESTAS.....	11
3.2.	RECOLECCIÓN DE DATOS CUALITATIVOS: ANÁLISIS DOCUMENTAL.....	12
3.3.	JUSTIFICACIÓN DEL ENFOQUE MIXTO Y VALIDACIÓN	12
4.	URUGUAY: UN MERCADO POCO DESARROLLADO.....	14
4.1.	MERCADO DE VALORES URUGUAYO Y LAS AFAP	15
4.2.	CRISIS DEL MERCADO DE VALORES: GRANJA MORO S.A.....	15
4.3.	LA CRISIS BANCARIA DE 2002	16
4.4.	CRISIS DE INVERSIONES GANADERAS	17
5.	PERFIL DEL INVERSOR.....	17
5.1.	PRINCIPALES DIMENSIONES PARA CARACTERIZAR EL PERFIL DE UN INVERSOR.....	18
5.2.	CLASIFICACIÓN DE LOS PERFILES DE INVERSIÓN	22
5.3.	EL PERFIL DEL INVERSOR EN URUGUAY: CARACTERÍSTICAS, CONTEXTO LOCAL, REGULACIÓN Y PRÁCTICAS.....	24
6.	EDUCACIÓN FINANCIERA	30
6.1.	IMPORTANCIA DE LA EDUCACIÓN FINANCIERA	30
6.2.	INICIATIVAS INTERNACIONALES DESTACADAS	31
6.3.	LA EDUCACIÓN FINANCIERA EN URUGUAY	31
7.	CONAPROLE Y EVOLUCIÓN DE CONAHORRO.....	36
7.1.	TENDENCIA DEL UBI Y SU IMPACTO EN EL MERCADO LOCAL	38
7.2.	COMPETITIVIDAD Y DESAFÍOS DEL MERCADO FINANCIERO LOCAL.....	39
7.3.	ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS ON DE CONAPROLE	39
8.	ENCUESTA Y ANÁLISIS	40
8.1.	ENCUESTA PARA INSTITUCIONES FINANCIERAS	41
9.	CONCLUSIONES	54
10.	BIBLIOGRAFÍA	57

ANEXO A – OTRAS RESPUESTAS ADICIONALES INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	59
ANEXO B – ENCUESTAS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	64

Gráficos

Gráfico 6-1 Porcentaje de adultos con capacidad financiera adecuada	34
Gráfico 6-2 Comparativo regional de puntajes de comportamiento financiero.....	36
Gráfico 7-1 Rendimiento bonos soberanos en relación con Conahorro.....	40
Gráfico 8-1 ¿Cómo percibe usted el conocimiento en términos de Educación Financiera de los uruguayos? Donde 1 es muy malo y 5 muy bueno.	41
Gráfico 8-2 ¿Cuál es el nivel de conocimiento que tiene usted y su Institución sobre el programa Conahorro?.....	42
Gráfico 8-3 ¿Cómo se enteró usted de la existencia de las Obligaciones Negociables de CONAPROLE? 42	42
Gráfico 8-4 Desde su perspectiva, ¿considera usted adecuada la publicidad de Conahorro?	43
Gráfico 8-5 ¿Su Institución ha participado en eventos o presentaciones de CONAPROLE relacionados con Conahorro?.....	44
Gráfico 8-6 De acuerdo con el conocimiento del cliente establecido por los "Estándares Mínimos de Gestión para Intermediarios de Valores" ¿Cómo agruparía (en %) su cartera de Clientes/Inversores de acuerdo con los siguientes PERFILES?	44
Gráfico 8-7 ¿Qué porcentaje de sus clientes Invierten en Conahorro?	46
Gráfico 8-8 ¿Cuál fue la última vez que la Institución participó del programa Conahorro?.....	46
Gráfico 8-9 Usted, ¿Recomendaría a sus Clientes Invertir en ON Conahorro?.....	47
Gráfico 8-10 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Cómo clasificaría cada uno los siguientes Factores/Características del Instrumento?	47
Gráfico 8-11 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para que su Institución ofrezca el instrumento?.....	48
Gráfico 8-12 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para que su Institución ofrezca el instrumento?.....	49
Gráfico 8-13 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Cómo clasificaría cada uno los siguientes Factores/Características del Instrumento?	50
Gráfico 8-14 Al momento de NO comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para que su Institución ofrezca el instrumento?.....	51
Gráfico 8-15 Al momento de NO comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para que su Institución ofrezca el instrumento?	51
Gráfico 8-16 ¿Cuál es la probabilidad de que recomiendes agregar como producto a su cartera, el programa Conahorro de CONAPROLE a sus clientes?.....	53

1. INTRODUCCIÓN

1.1. JUSTIFICACIÓN Y PROBLEMA

En el contexto del mercado financiero uruguayo, los inversores minoristas enfrentan importantes desafíos al buscar opciones de inversión con niveles de riesgo bajo o moderado. A pesar de disponer de recursos para invertir, muchos no encuentran alternativas que se ajusten a sus preferencias o carecen de interés en ciertos productos disponibles. Según la Encuesta Financiera de los Hogares Uruguayos (EFHU-2) de agosto de 2016, la vivienda principal representa el 54% de los activos de los hogares, mientras que la tenencia total de inmuebles asciende al 77%. Incluso en los percentiles más altos de riqueza, esta tendencia se mantiene: los inmuebles representan el 69% del patrimonio y la vivienda principal, el 39%, mientras que los activos financieros apenas alcanzan el 6,5%.

Esta concentración en el sector inmobiliario refleja una notable falta de diversificación en las carteras de inversión de los pequeños inversores. La baja participación en instrumentos financieros podría estar asociada con una carencia de educación financiera y un acceso limitado a productos financieros que resulten atractivos para este segmento. Según la Encuesta Nacional de Capacidades Financieras, solo el 6% de las personas que ahorra utiliza la inversión en activos financieros como método de ahorro, predominando el uso de cuentas de ahorro y el almacenamiento de efectivo en el hogar. Esto podría sugerir un desconocimiento sobre la existencia de instrumentos financieros más sofisticados, así como sobre los riesgos, rendimientos y sus procesos asociados.

Por otro lado, los emisores de productos financieros, como las empresas que ofrecen ON, podrían no comprender plenamente las características y preferencias de su mercado objetivo. Este desconocimiento puede conducir a una emisión de productos que no satisface la demanda

existente, donde las decisiones de oferta se basan más en las percepciones internas de las empresas que en un análisis específico de la demanda por parte de los inversores.

El mercado de valores uruguayo se caracteriza por una baja participación tanto de emisores como de demandantes, especialmente de inversores minoristas. Actualmente, solo seis empresas están registradas en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) como emisoras de acciones, diecinueve como emisoras de deuda (ON) y cuarenta fideicomisos. Esta situación responde a factores como los elevados costos de emisión, los montos mínimos requeridos, las exigencias de transparencia, los costos de calificaciones de riesgo y las auditorías asociadas. Además, eventos históricos como el caso de Granja Moro y la crisis bancaria de 2002 han generado desconfianza en el sistema financiero, dificultando aún más el desarrollo del mercado local. Recientemente, la crisis del sector ganadero ha puesto de manifiesto nuevas vulnerabilidades en el sistema financiero. El incumplimiento de varios fondos ganaderos ha generado pérdidas significativas para los inversores y ha evidenciado la necesidad de regulaciones estrictas sobre los instrumentos de inversión en este sector.

La introducción de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) en Uruguay marcó un hito en el sistema financiero al establecer un esquema de ahorro obligatorio basado en la capitalización individual. Este modelo, diseñado para complementar el sistema previsional estatal, ha permitido canalizar recursos significativos hacia los mercados financieros internos, contribuyendo a su desarrollo y estabilidad. Según Seijas (2014), las AFAP han desempeñado un papel relevante en la promoción de la inversión institucional, fortaleciendo la demanda de instrumentos financieros y aportando estabilidad al sistema económico.

Sin embargo, la regulación de las AFAP también ha planteado desafíos importantes. En particular, los lineamientos en materia de inversiones han promovido una alta concentración

en instrumentos de deuda pública, lo que ha limitado la diversificación en los portafolios de inversión. Además, la oferta de instrumentos de renta fija emitidos por empresas privadas sigue siendo insuficiente, y la falta de un mercado accionario desarrollado restringe las oportunidades para que los fondos de pensión diversifiquen sus activos. Esta situación, combinada con la limitada actividad en el mercado secundario, ha reducido las opciones disponibles para los pequeños inversores, dificultando su acceso a productos financieros más variados y adaptados a sus necesidades.

En este contexto, las ON de CONAPROLE, bajo la marca Conahorro, representan una de las pocas alternativas disponibles para los inversores minoristas que buscan diversificar su portafolio en el mercado local. Estas ON, que constituyen aproximadamente el 25% del financiamiento total de la empresa, se han utilizado principalmente para inversiones en capital de trabajo y activos fijos menores. Sin embargo, la colocación de estos instrumentos enfrenta desafíos similares a los del mercado financiero en general. Por un lado, CONAPROLE depende en gran medida del Banco República (BROU) como principal agente distribuidor de sus ON, ya que los intermediarios privados han mostrado poco interés en promover este producto. Por otro lado, la empresa carece de un conocimiento detallado sobre el perfil de los inversores minoristas, lo que limita su capacidad para diseñar estrategias efectivas de promoción y captación.

Por tanto, el presente trabajo tiene como objetivo analizar cómo los factores regulatorios, la estructura del mercado, las particularidades del producto, y las características de los inversores uruguayos impactan en la participación de los inversores minoristas en las ON emitidas por CONAPROLE. Un aspecto crítico que también se aborda es la percepción de una relación riesgo-retorno menos competitiva de este instrumento, especialmente en comparación con otras alternativas locales disponibles en el mercado. Además, el producto enfrenta desafíos adicionales relacionados con su distribución, ya que las condiciones

económicas y las comisiones asociadas no generan suficiente interés entre los agentes distribuidores privados para promoverlo de manera activa.

El análisis realizado permitió confirmarla hipótesis planteada, según la cual la limitada participación de los inversores minoristas en las ON de CONAPROLE está influida por factores como el desconocimiento de los inversores, una percepción desfavorable de la relación riesgo-retorno, y una distribución condicionada por costos que dificultan su impulso por parte de los intermediarios financieros. Estas barreras estructurales y de mercado impactan tanto en la capacidad de la empresa para captar fondos como en la posibilidad de los inversores de acceder a instrumentos financieros más diversos y adecuados a sus necesidades.

La relación entre el caso de CONAPROLE y el panorama financiero más amplio pone en evidencia cómo los desafíos estructurales, regulatorios, de diseño del producto y de incentivos económicos para los distribuidores inciden en las decisiones de inversión. Este estudio, por tanto, confirma que superar estas barreras es clave para avanzar hacia un sistema financiero más dinámico, competitivo y accesible en Uruguay.

Aunque existen datos generales provenientes de encuestas como la EFHU y la Encuesta Nacional de Capacidades Financieras, no se han realizado estudios específicos que analicen en profundidad las preferencias de los pequeños inversores uruguayos ni su percepción sobre productos como Conahorro. Este vacío de información representa un obstáculo para el diseño de estrategias efectivas de publicidad y marketing por parte de la empresa, lo cual motivó el presente estudio.

1.2. PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

A partir de lo expuesto, planteamos las siguientes preguntas de investigación. En primer lugar, abordaremos interrogantes generales, para luego realizar un análisis más específico:

- ¿Cómo se caracteriza el perfil de los inversores uruguayos en términos de sus preferencias, conocimientos financieros y comportamientos?
- ¿Cuál es el estado actual de la educación financiera en Uruguay, considerando su impacto en la toma de decisiones de inversión?
- ¿Qué percepción tienen las instituciones financieras y los inversores sobre las ON emitidas por CONAPROLE, en términos de riesgo, rentabilidad y accesibilidad?

Objetivo del trabajo

Este trabajo tiene como objetivo examinar cómo los aspectos regulatorios, la configuración del mercado y las particularidades de los inversores uruguayos influyen en la participación de los pequeños inversores en las ON emitidas por CONAPROLE. También se analiza un punto clave: la percepción de que este instrumento presenta una relación riesgo-retorno menos atractiva en comparación con otras opciones disponibles en el mercado local. Asimismo, el estudio aborda los desafíos vinculados a su distribución, destacando que las condiciones económicas y las comisiones asociadas no resultan lo suficientemente atractivas para que los agentes privados lo impulsen activamente.

Hipótesis

- Los inversores uruguayos poseen un conocimiento limitado sobre inversiones y finanzas, lo que condiciona sus decisiones y preferencias.
- Las instituciones financieras perciben a las ON de CONAPROLE como un instrumento poco atractivo debido a montos de emisión bajos y una rentabilidad limitada en comparación con otras alternativas.

1.3. ORDEN DEL TRABAJO

Este trabajo se estructurará en las siguientes secciones: en primer lugar, se presentarán los antecedentes a nivel local e internacional. Luego, se detallará la metodología utilizada en la investigación. Posteriormente, se analizará la evolución del mercado uruguayo, considerando su desarrollo histórico y particularidades. Luego, se presentará el desarrollo teórico del perfil del inversor junto con los hallazgos específicos para el caso uruguayo. A continuación, se abordará el desarrollo teórico de la educación financiera, complementado con un análisis de su estado actual en Uruguay. En otra sección, se analizará a CONAPROLE, con énfasis en la presentación de su producto Conahorro, su evolución en el mercado y los desafíos enfrentados. Finalmente, se expondrán los resultados de las encuestas realizadas a las instituciones financieras, proporcionando un panorama integral sobre la percepción y el impacto del producto.

2. ANTECEDENTES

Los antecedentes internacionales ofrecen un marco de referencia útil para interpretar los hallazgos locales, especialmente en un contexto donde la información sobre el perfil de los inversores minoristas uruguayos podría estar menos desarrollada. Estudios como los de Bruhn et al. (2016) y Parchure (2016) señalan la importancia de la educación financiera para impulsar la participación en los mercados, lo que podría ser un factor clave en Uruguay, considerando su limitado acceso a instrumentos financieros diversificados. Por otro lado, trabajos como los de Kaur y Goel (2022) y Khanna y Chauhan (2017) muestran cómo las características demográficas influyen en las decisiones de inversión, un fenómeno que podría tener correlatos locales. Además, investigaciones sobre barreras estructurales (Vidal, 2020; Even-Tov et al., 2019) y factores psicológicos (De Bortoli et al., 2019) ofrecen perspectivas aplicables al análisis del mercado uruguayo. Estos antecedentes internacionales permiten establecer conexiones iniciales entre los patrones globales y las dinámicas locales, ofreciendo hipótesis

fundamentadas para explorar las particularidades del caso uruguayo. A continuación, se desarrollarán en más detalle los antecedentes mencionados.

2.1. ANTECEDENTES INTERNACIONALES

A nivel internacional, varios estudios han explorado el perfil de los inversores y los factores que influyen en sus decisiones financieras.

Ispuerto y Villanueva (2010) investigaron el perfil inversor de los hogares españoles, analizando el impacto de la riqueza neta, la educación y la situación laboral del cabeza de familia en las decisiones de inversión. Descubrieron que la riqueza neta y el nivel educativo son factores determinantes en las decisiones de inversión. Asimismo, identificaron similitudes en el perfil de los inversores en acciones cotizadas y fondos de inversión, mientras que los inversores en acciones no cotizadas presentaron características distintas: mayor riqueza neta y una composición de hogares más jóvenes. En contraste, los hogares que invierten en activos de renta fija tienden a tener un cabeza de familia de mayor edad, en promedio.

Por su parte, Vidal (2020) analizó por qué ciertos individuos, aun teniendo conocimientos en inversión, no participan en el mercado de valores. Este estudio, realizado en el mercado español, señala como principales obstáculos para los inversores minoristas la falta de liquidez, la inestabilidad del mercado, la educación financiera insuficiente y la regulación deficiente, lo que limita su participación.

En un análisis global, Sonali N. Parchure (2016) exploró cómo las variables demográficas, como género, edad, ingresos y estado civil, influyen en las decisiones de inversión. Además, este trabajo vincula la educación financiera y la conciencia sobre las inversiones con mejores decisiones en la selección de activos financieros, destacando la importancia de factores socioeconómicos en este proceso.

Por otro lado, De Bortoli et al. (2019) se enfocaron en los paradigmas que explican los perfiles de riesgo en las decisiones de inversión. Utilizando herramientas como la teoría prospectiva, el Big Five Personality Test y el Cognitive Reflection Test, los autores destacaron cómo factores psicológicos y cognitivos moldean el comportamiento de los inversores, especialmente en la elección de instrumentos de riesgo.

Khanna y Chauhan (2017), exploraron la relación entre factores demográficos, perfiles de riesgo y decisiones de inversión de los inversores minoristas. El objetivo fue investigar cómo el perfil de riesgo y los factores demográficos influyen en las decisiones de inversión. Los resultados revelaron que los inversores no siempre toman decisiones racionales, y que su elección de inversiones está determinada por su perfil de riesgo y otros factores demográficos como edad, género, ingresos y riqueza.

En el contexto de los inversores minoristas, Khanna y Chauhan (2017) analizaron cómo las características demográficas y los perfiles de riesgo influyen en las decisiones de inversión. Los resultados muestran que las decisiones no siempre son racionales, sino que están condicionadas por factores como la edad, el género y los ingresos. Este estudio subraya la conexión entre los perfiles de riesgo y las características individuales de los inversores.

Kaur y Goel (2022) estudiaron en Ludhiana, India la relación entre los rasgos de personalidad y la actitud hacia el riesgo de los inversores. Utilizaron una muestra de 150 personas urbanas con un cuestionario que medía los cinco grandes rasgos de personalidad y la actitud hacia el riesgo. Las conclusiones mostraron que los jóvenes extrovertidos con altos ingresos eran más propensos a tomar riesgos, mientras que los inversores introvertidos y mayores preferían inversiones seguras. Las personalidades responsables evitaban riesgos para cumplir mejor con sus responsabilidades. El estudio sugiere que entender la psicología de los inversores puede mejorar el asesoramiento en inversiones

Desde una perspectiva práctica, Even-Tov et al. (2019) analizaron el impacto de la eliminación de tarifas de comisión en plataformas de trading como eToro. Los autores concluyeron que las comisiones actúan como barreras significativas para la participación y diversificación de los inversores minoristas, y que su eliminación aumentó la actividad de trading sin afectar sustancialmente los rendimientos de las inversiones.

En otro sentido, Bruhn et al. en 2016 estudiaron en detalle el impacto de la educación financiera en países de América Latina. El objetivo principal del estudio era medir cómo la educación financiera influía en las decisiones financieras de estudiantes de secundaria, particularmente en su comportamiento respecto al consumo, ahorro y análisis de costos, y si esta genera efectos positivos en el manejo de las finanzas familiares. El estudio analiza el impacto de la educación financiera en estudiantes de secundaria. Participaron 25.000 estudiantes de 892 escuelas en 6 estados, comparando aquellos que recibieron educación financiera con los que no. Los resultados muestran mejoras en las calificaciones, aumento en el ahorro y la gestión del dinero, y transferencia positiva de conocimientos a los padres. Sin embargo, se observaron mayores niveles de endeudamiento y consumo en los estudiantes que recibieron la educación financiera, lo que sugiere que los programas deben ser cuidadosamente diseñados para evitar efectos negativos. Concluyendo que la adolescencia, particularmente en los últimos años de secundaria, es el momento más apropiado para la educación financiera.

2.2. ANTECEDENTES LOCALES

Chiappara y Fatás (2012) realizaron un estudio sobre el mercado de ON en Uruguay, identificando diversos factores que afectan su actividad. Estos factores incluyen aspectos económicos, de mercado, normativos, regulatorios, fiscales, de costos de emisión y sociales, como la educación financiera y la confianza de los inversores. Todos estos elementos influyen en el nivel actual de actividad del mercado de ON en el país.

Según la Encuesta Financiera de los Hogares Uruguayos (EFHU-2), la vivienda principal representa el 54% del valor total de los activos de todos los hogares y el 60% entre los propietarios. Esta proporción disminuye con el nivel de ingresos, ya que los hogares de mayor riqueza tienden a diversificar más sus activos. Además, el 13% de los hogares posee propiedades adicionales, que representan un 23% del total de sus activos, alcanzando hasta un 30% en los hogares más ricos.

Por otro lado, los activos financieros constituyen solo el 4,4% del total de los activos de los hogares. Pese a que los hogares de mayores ingresos tienen mayor acceso a activos financieros, su peso en la composición total no supera el 6%.

En un trabajo realizado en 2021, por Sirota se estudió el grado de desarrollo de la educación financiera en Uruguay, revelando que esta no está formalmente integrada en los programas de estudio obligatorios de primaria y secundaria. En cambio, se imparte de manera limitada en cursos de matemáticas y estudios económicos y sociales. Además, Sirota observó que, en la educación universitaria, salvo en carreras específicas, el manejo de finanzas personales no es un requisito para obtener un título.

A pesar de estas limitaciones, se identificaron esfuerzos tanto públicos como privados para abordar esta carencia educativa. Por ejemplo, el programa BCUEduca del Banco Central del Uruguay (BCU) se centra en promover la educación financiera en las escuelas y la formación docente. Del mismo modo, proyectos como Neurona Financiera ofrecen recursos accesibles, como podcasts y blogs, para enseñar conceptos financieros de manera práctica.

A pesar de que en Uruguay se han realizado estudios sobre las ON, hasta el momento no se ha encontrado ninguna investigación que explore el perfil de los inversores uruguayos en términos de sus actitudes hacia el riesgo y sus características sociodemográficas. Tampoco se ha

recabado información sobre sus preferencias en relación con los productos financieros disponibles.

3. METODOLOGÍA

En el presente trabajo se emplea un enfoque metodológico mixto que combina técnicas de recolección de datos cuantitativos y cualitativos.

Los objetivos específicos de la metodología son:

- Definir el perfil del inversor uruguayo, analizando sus características, preferencias y comportamientos.
- Explorar las percepciones de las instituciones financieras sobre las ON de Conahorro.

A continuación, se describen las fases y técnicas utilizadas.

3.1. RECOLECCIÓN DE DATOS CUANTITATIVOS: ENCUESTAS

Se ha utilizado la encuesta como herramienta de recolección de datos primarios en este estudio. Este método facilita la obtención de información estructurada directamente de los participantes sobre sus preferencias, comportamientos y características relacionadas con las inversiones financieras y, específicamente, con las ON de Conahorro.

Diseño del instrumento: Se desarrollaron cuestionarios que combinan preguntas abiertas y cerradas, estructuradas en torno a dimensiones clave como: la tolerancia al riesgo, el horizonte temporal de inversión, los objetivos financieros, el comportamiento y los procesos de toma de decisiones.

Muestra: Las encuestas se distribuyeron entre instituciones financieras del mercado uruguayo, abarcando bancos, corredores de bolsa, agentes de valores y tenedores de ON de

CONAPROLE. Se priorizó la diversidad de perfiles para garantizar la representatividad del segmento objetivo.

Procesamiento y análisis: Los datos recopilados se analizaron utilizando técnicas estadísticas descriptivas e inferenciales para identificar patrones, correlaciones y tendencias relevantes. Además, las respuestas abiertas se procesaron mediante un análisis temático que permitió extraer percepciones cualitativas para enriquecer los hallazgos cuantitativos.

3.2. RECOLECCIÓN DE DATOS CUALITATIVOS: ANÁLISIS DOCUMENTAL

El análisis de documentos se utilizó como complemento para contextualizar y enriquecer los hallazgos de las encuestas. Este método implica la revisión sistemática de literatura académica, normativas financieras y reportes de la industria que aborden el concepto y las características del perfil de un inversor.

- Selección de fuentes: Se incluyeron artículos científicos, guías regulatorias, publicaciones de instituciones financieras y estudios de mercado relevantes.
- Análisis e interpretación: Se identificaron patrones, conceptos y clasificaciones clave que sirven de base para interpretar y validar los resultados empíricos obtenidos mediante las encuestas.

3.3. JUSTIFICACIÓN DEL ENFOQUE MIXTO Y VALIDACIÓN

El enfoque mixto combina las fortalezas de los métodos cuantitativos y cualitativos, maximizando la riqueza del análisis:

- Datos cuantitativos: Proveen información estructurada directamente de los participantes, reflejando sus percepciones y comportamientos.

- Datos cualitativos: Aportan un marco teórico y normativo que permite contextualizar los resultados y contrastarlos con estudios previos.

Para validar esta metodología, en abril de 2024, se realizó una entrevista con la profesora María Nela Seijas, experta en el tema. Durante la consulta, se presentaron las preguntas de investigación, los objetivos y el público objetivo del estudio. A partir de su análisis, la profesora realizó las siguientes recomendaciones:

- Enfocar las encuestas en actores específicos del mercado financiero, como bancos privados, corredores de bolsa, agentes de valores y tenedores de ON de CONAPROLE.
- Evitar encuestar al público general, debido a la complejidad de obtener datos representativos y libres de sesgo.
- Incorporar como insumos estudios previos realizados por el BCU, la Corporación Andina de Fomento (CAF) y la Encuesta Financiera de los Hogares Uruguayos (EFHU).

Este enfoque integrado asegura que los hallazgos obtenidos sean representativos, fundamentados y relevantes para el análisis del caso de estudio.

A pesar de la solidez del enfoque mixto, la metodología presenta algunas limitaciones. El sesgo de selección es una posible restricción, dado que la muestra se centra en actores específicos del mercado financiero y no en el público general. Si bien esta decisión responde a la recomendación de la experta consultada, puede influir en la generalización de los resultados. Asimismo, el alcance limitado de la muestra podría restringir la diversidad de perspectivas recogidas. Para mitigar estas limitaciones, se han considerado fuentes secundarias de información (estudios del BCU, CAF y EFHU) que permiten contrastar los resultados y ampliar el análisis.

4. URUGUAY: UN MERCADO POCO DESARROLLADO

El mercado de valores uruguayo está compuesto por tres bolsas de valores, donde participan los Intermediarios de Valores, como los Bancos y Corredores de Bolsa, junto con otros Inversores Especializados autorizados por la Superintendencia de Servicios Financieros. Entre estos se incluyen las Administradoras de Fondos de Pensión, Agentes de valores, la Corporación Nacional para el Desarrollo y el propio BCU, responsable de administrar el Registro de Mercado de Valores. En este registro se inscriben los valores de oferta pública, sus emisores y otros participantes, tales como Gestores de Portafolios, Asesores de Inversión, Administradoras de Fondos de Inversión, y Fiduciarios Financieros y Profesionales.

Como se comentó previamente, en Uruguay existe un bajo desarrollo del mercado de valores, lo cual puede atribuirse a diversos factores históricos, regulatorios y culturales. De acuerdo con Cihák et al. (2012), el desarrollo del mercado de deuda ocurre cuando los instrumentos y el propio mercado logran mitigar los efectos de las fallas inherentes al sistema. La información asimétrica, los costos de participación, los costos de transacción, la competencia imperfecta y los costos de búsqueda son algunas de estas fallas (Vayanos et al., 2012).

En cuanto a la oferta, se han generado desincentivos debido a restricciones regulatorias impuestas tras las crisis financieras. En particular, es relevante analizar el caso de Granja Moro y la crisis de 2002, que se detallan más adelante. Además, los emisores enfrentan escasos incentivos para asumir los costos asociados con la búsqueda de inversores minoritarios dispersos, en contraste con las AFAP, donde el apetito de éstas define, en la mayoría de los casos, la efectiva emisión o no del instrumento.

Por otro lado, es posible que existan inversores potenciales que no se sientan atraídos debido a preferencias personales, factores culturales y aversión al riesgo. Estos aspectos pueden estar relacionados con la falta de información, lo que hace necesario entender el perfil de inversor, así como la educación financiera en Uruguay.

Para ofrecer un contexto histórico y comprender mejor las razones de su bajo desarrollo, se analizarán en profundidad algunos temas clave.

4.1. MERCADO DE VALORES URUGUAYO Y LAS AFAP

En los años 90, Uruguay reformó su sistema de pensiones debido a problemas estructurales y financieros que amenazaban la sostenibilidad del modelo basado en contribuciones intergeneracionales. Esta reforma implicó la adopción de un sistema mixto, delegando parte de la gestión de las pensiones a las AFAP. La Ley 18.627 estableció un marco regulatorio que impulsó la profesionalización de la toma de decisiones de inversión y promovió el desarrollo de la industria de seguros y agencias calificadoras de riesgo. Aunque estas reformas ayudaron a mejorar la transparencia y la gestión, la alta concentración en la deuda pública y la limitada actividad en el mercado de acciones y de instrumentos de renta fija privada han limitado la diversificación del mercado.

Estudios como el de Seijas (2014) han mostrado que la introducción de las AFAP ha tenido efectos positivos en el mercado, aumentando la profesionalización y el desarrollo del sector financiero. Sin embargo, la concentración de activos en las AFAP, que posee aproximadamente el 70% de las ON en circulación y más del 80% de los fideicomisos financieros y bonos estatales, sigue siendo un desafío. Esta situación ha permanecido estable durante la última década, generando preocupaciones sobre la diversidad y la rentabilidad de las inversiones.

4.2. CRISIS DEL MERCADO DE VALORES: GRANJA MORO S.A.

Granja Moro S.A. inició su actividad agroindustrial en la década de 1960 en el mercado uruguayo. La empresa se dedicaba a la cría y comercialización de pollos, huevos de consumo, patos, pavos y cerdos, siendo los pollos su principal actividad. En 1997, Granja Moro S.A. realizó una emisión de Obligaciones Negociables por 13 millones de dólares, aprovechando un periodo de dinamismo en el mercado. La demanda superó cuatro veces el monto emitido, con

el Banco Surinvest actuando como agente fiduciario y una firma internacional auditando los balances de la empresa.

Sin embargo, la empresa se declaró en concordato en 1998, después de que se descubriera que había ocultado pasivos, una situación que pasó desapercibida en la auditoría previa. Este evento marcó la primera insolvencia significativa en el mercado local de ON y afectó a 18 de las 26 instituciones bancarias, principales acreedoras que poseían más del 30% de la emisión.

La crisis llevó a la implementación de medidas regulatorias más estrictas, como la creación de agencias calificadoras de riesgo y la introducción de la Ley 17.202 en 1999, que modificó la Ley 16.774 para establecer nuevos tipos de fondos de inversión y mejorar los informes de auditoría. Aunque estas medidas contribuyeron a aumentar la seguridad para los inversores, también impusieron mayores costos y barreras para las empresas emisoras.

4.3. LA CRISIS BANCARIA DE 2002

A fines de 2001, Uruguay tenía una sólida posición financiera, con títulos públicos cerca de su valor nominal, grado inversor para su deuda soberana y un riesgo país de 227 puntos básicos, uno de los más bajos de América Latina. El sistema bancario atrajo depósitos, mayormente de no residentes, alcanzando 13.631 millones de dólares, mientras las reservas del BCU crecieron en 2.956 millones. La estabilidad del país contrastaba con la crisis argentina, de la que parecía beneficiarse.

Sin embargo, en enero de 2002 comenzó una crisis bancaria que redujo los depósitos en moneda extranjera de 13.663 millones a 7.398 millones en siete meses y elevó el riesgo país a 3.000 puntos básicos en julio. Esto afectó profundamente al mercado de valores, donde la actividad disminuyó, los plazos se acortaron y predominó la estrategia de “hold-to-maturity”. En 2002,

solo se realizaron seis emisiones de ON por 11 millones de dólares, reflejando el debilitamiento del mercado y la desconfianza de los inversores.

4.4. CRISIS DE INVERSIONES GANADERAS

En los últimos años, el sector ganadero uruguayo ha sido escenario de diversas iniciativas de inversión que ofrecían a pequeños y medianos ahorristas la posibilidad de participar en el negocio agropecuario sin necesidad de poseer tierras ni gestionar directamente el ganado. Empresas como Conexión Ganadera, República Ganadera y Grupo Larrarte se presentaron como intermediarias que administraban capitales de inversores, adquiriendo y engordando ganado con la promesa de rentabilidades atractivas.

Sin embargo, la reciente caída de estas compañías ha afectado gravemente la confianza en el mercado uruguayo. Conexión Ganadera, que operaba con un sistema de venta y recompra de ganado, dejó un perjuicio estimado en 250 millones de dólares a más de 4.000 inversores debido a un déficit patrimonial significativo y posibles desvíos de fondos. República Ganadera, que aplicaba un modelo similar, resultó en pérdidas donde los inversores solo recuperarían entre el 1% y el 30% de su inversión. Grupo Larrarte, que también administraba ganado en nombre de terceros, fue denunciado por fraude y estafa tras descubrirse que parte del ganado registrado no existía, lo que llevó a su quiebra en 2024.

Estos acontecimientos han puesto de manifiesto la necesidad de una intervención del BCU para regular las empresas que captan ahorros de hogares, con el objetivo de brindar mayores garantías a los inversores y restaurar la confianza en el mercado.

5. PERFIL DEL INVERSOR

Los perfiles de inversores reflejan una combinación de tolerancia al riesgo, horizonte temporal y objetivos financieros. Los principales autores, como Markowitz, Kahneman, Tversky, Sharpe,

Thaler y Graham, han aportado teorías fundamentales que ayudan a comprender y clasificar a los inversores en conservadores, moderados y agresivos.

Esta clasificación no solo permite diseñar estrategias de inversión personalizadas, sino que también proporciona un marco para entender cómo las características individuales y el entorno influyen en las decisiones financieras. Integrar estos conceptos con ejemplos prácticos asegura una aplicación efectiva tanto en contextos académicos como profesionales.

5.1. PRINCIPALES DIMENSIONES PARA CARACTERIZAR EL PERFIL DE UN INVERSOR

Definir el perfil de un inversor es esencial para comprender sus preferencias, objetivos y tolerancia al riesgo, aspectos que son clave para diseñar estrategias de inversión personalizadas y eficaces. Este proceso implica analizar factores individuales, económicos, sociales y psicológicos que determinan cómo y dónde un inversor decide asignar sus recursos.

Tolerancia al riesgo: La capacidad del inversor para asumir pérdidas potenciales a cambio de rendimientos esperados es uno de los elementos más críticos al caracterizar su perfil. Harlow y Brown (1990), establecieron que los inversores pueden clasificarse en conservadores, moderados o agresivos según su nivel de tolerancia al riesgo. Por su parte, Markowitz (1952), destacó la importancia de la diversificación como una herramienta para minimizar riesgos sin comprometer los retornos. En la práctica, un inversor con aversión al riesgo tenderá a elegir bonos gubernamentales o depósitos a plazo fijo, mientras que quienes toleran niveles altos de incertidumbre optarán por acciones o productos más complejos.

William F. Sharpe, en su artículo *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk* (1964), introduce el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM). Este modelo asume que los inversores son racionales y buscan maximizar su utilidad esperada, eligiendo carteras que ofrezcan el mejor equilibrio entre rendimiento esperado y riesgo, según

su aversión al riesgo. Sharpe establece que en un mercado competitivo y con expectativas homogéneas, los precios de los activos se ajustan para reflejar el riesgo sistemático (riesgo no diversificable), medido por la beta del activo. Así, los inversores pueden diversificar sus carteras para eliminar el riesgo no sistemático, quedando expuestos solo al riesgo inherente al mercado.

Durango y Delgado (2017) identifican características específicas que diferencian a los inversores según su tolerancia al riesgo:

Características	Tolerancia débil	Tolerancia fuerte
Edad	Cercano a la jubilación	Lejos de la Jubilación
Patrimonio	Modesto	Importante
Ingresos	Estables o decrecientes	Crecientes
Conocimientos Financieros	Limitados	Buenos
Endeudamiento	Fuerte	Débil

Fuente: Durango, G. M. y Delgado, V. L. (2017).

Horizonte temporal de la inversión: El tiempo durante el cual un inversor planea mantener sus activos es determinante en su perfil. Bernstein (2000) señaló que los horizontes largos permiten asumir riesgos mayores debido a la capacidad de recuperarse de la volatilidad, mientras que los plazos cortos exigen estabilidad y liquidez. Por ejemplo, un joven que invierte para su jubilación tiene un horizonte extenso que le permite explorar mercados de mayor riesgo, en contraste con una persona que necesita sus fondos en menos de tres años, quien priorizará la protección del capital.

Nivel de riqueza y patrimonio: El nivel de ingresos y patrimonio influye directamente en la disposición del inversor a asumir riesgos. Punina y Salazar (2015), concluyen que quienes poseen mayores recursos suelen destinar una parte significativa de su portafolio a activos más

riesgosos, como acciones, mientras que aquellos con patrimonios modestos prefieren instrumentos más seguros. Esta realidad se observa en la tendencia de inversores con altos ingresos a diversificar sus carteras, manteniendo una base en productos conservadores para equilibrar el riesgo.

Edad y etapa de vida: López (2016) analiza cómo la edad y la etapa de vida influyen en el perfil del inversor, proponiendo una clasificación basada en tres grupos etarios:

- **Inversores jóvenes (menores de 35 años):** Tienden a asumir mayores riesgos, buscando maximizar el crecimiento de su capital. Su horizonte temporal extenso les permite tolerar la volatilidad del mercado.
- **Inversores de mediana edad (35 a 55 años):** Adoptan un enfoque moderado, equilibrando la búsqueda de rentabilidad con la necesidad de seguridad financiera. Su tolerancia al riesgo disminuye a medida que se acercan a la jubilación.
- **Inversores mayores (más de 55 años):** Prefieren estrategias conservadoras, priorizando la preservación del capital y la generación de ingresos estables para su retiro.

Esta clasificación destaca la relación entre la edad, la tolerancia al riesgo y los objetivos financieros en diferentes etapas de la vida.

Otros autores que han explorado la influencia de la edad en el perfil del inversor incluyen:

- **Statman (2010):** Analiza cómo los objetivos financieros varían con la edad, desde la acumulación de capital en jóvenes hasta la conservación del patrimonio en adultos mayores.
- **Durango y Delgado (2017):** Estudian cómo factores como la edad, el patrimonio y los ingresos afectan la tolerancia al riesgo y las decisiones de inversión.

Nivel educativo y conocimientos financieros: La educación financiera tiene un impacto significativo en las decisiones de inversión, ya que influye en la capacidad de los individuos para comprender conceptos clave, evaluar riesgos y tomar decisiones informadas. Kahneman y Riepe (1998) destacaron que una falta de conocimientos financieros puede llevar a decisiones irracionales, influenciadas por sesgos cognitivos y emocionales. Estos autores subrayaron la importancia de que los inversores sean conscientes de sus creencias y preferencias para minimizar errores en la toma de decisiones.

Por otro lado, Bruhn et al. (2016) analizaron el efecto de los programas de educación financiera en Brasil, concluyendo que estos contribuyen a mejorar el comportamiento financiero, especialmente en jóvenes y personas de bajos ingresos. Su estudio demostró que la educación financiera no solo aumenta la capacidad de ahorro, sino que también mejora la planificación a largo plazo de las familias.

En términos prácticos, un inversor con experiencia previa en activos complejos, como derivados financieros, está mejor preparado para diversificar y asumir riesgos calculados. Por el contrario, aquellos con conocimientos limitados tienden a preferir instrumentos más simples, como depósitos a plazo fijo o bonos, evitando exposiciones al riesgo que no comprenden completamente.

Metas y objetivos financieros: Las metas financieras también condicionan el perfil de un inversor. Durango et al. (2017) explicaron que los objetivos críticos con horizontes cortos generan perfiles conservadores, mientras que metas a largo plazo permiten estrategias más agresivas. Por ejemplo, un inversor que ahorra para la educación universitaria de un hijo en 15 años puede optar por activos volátiles, confiando en que el tiempo compensará las fluctuaciones, mientras que alguien que planea comprar una vivienda en tres años priorizará instrumentos más estables.

5.2. CLASIFICACIÓN DE LOS PERFILES DE INVERSIÓN

La clasificación de los perfiles de inversión es esencial para comprender las decisiones financieras de los individuos y su comportamiento frente al riesgo, los objetivos financieros y las condiciones del mercado. Este análisis permite diseñar estrategias personalizadas que optimicen la relación entre rentabilidad y riesgo, considerando factores tanto económicos como psicológicos. A lo largo del tiempo, diversos autores han desarrollado enfoques para caracterizar a los inversores, integrando perspectivas clásicas y modernas.

Graham (1949), en su libro *The intelligent investor*, clasifica a los inversores en dos categorías principales: pasivos (defensivos) y activos (agresivos). Los inversores pasivos valoran su tiempo y libertad más que los rendimientos adicionales de la inversión. Estos inversores prefieren estrategias de inversión que requieran menos esfuerzo y reduzcan el riesgo de errores graves o pérdidas significativas. Su objetivo principal es evitar errores serios y mantener la tranquilidad, lo que implica una menor necesidad de tomar decisiones frecuentes y una mayor estabilidad en sus inversiones.

Por otro lado, los inversores activos están dispuestos a dedicar tiempo y esfuerzo a la selección de inversiones que sean sólidas y más atractivas que el promedio. Estos inversores hacen de la inversión un trabajo, ya sea a tiempo parcial o completo, y disfrutan del proceso detallado de encontrar las mejores inversiones. Están dispuestos a asumir más riesgos y a dedicar más tiempo a la investigación y análisis de las oportunidades de inversión. Sin embargo, Graham advierte que, aunque se espera que los inversores activos obtengan mejores resultados que los pasivos, sus resultados pueden ser peores debido a los riesgos adicionales que asumen.

Bernstein et al. (2016) identifican tres perfiles básicos que han servido como referencia en la gestión financiera: conservador, moderado y agresivo. Los inversores conservadores priorizan la preservación del capital, optando por activos de bajo riesgo como bonos gubernamentales o

depósitos bancarios. Por su parte, los inversores moderados buscan equilibrar la seguridad con rendimientos moderados, diversificando su cartera con una mezcla de activos de renta fija y variable. Finalmente, los inversores agresivos están dispuestos a asumir altos niveles de riesgo para obtener rendimientos elevados, centrándose en activos volátiles como acciones o fondos de alto crecimiento.

La perspectiva psicológica de Kahneman y Tversky (1979), introducida a través de la teoría de prospectos, amplía esta visión al analizar cómo los individuos perciben y gestionan el riesgo. Según estos autores, las decisiones financieras no siempre son racionales, ya que los inversores tienden a sobrevalorar las pérdidas frente a las ganancias. Así, identificaron tres perfiles principales: los aversos al riesgo, quienes priorizan evitar pérdidas incluso a costa de sacrificar ganancias; los neutrales al riesgo, que evalúan riesgos y retornos de manera objetiva; y los buscadores de riesgo, dispuestos a asumir pérdidas significativas en busca de rendimientos potencialmente altos.

En un enfoque más conductual, Thaler (2015) explora cómo los sesgos cognitivos influyen en las decisiones de inversión. En su obra *Misbehaving: the making of behavioral economics*, el autor subraya cómo el exceso de confianza o la aversión a la pérdida condicionan las estrategias de los inversores, llevándolos a tomar decisiones alejadas de la lógica financiera. Por ejemplo, un inversor con aversión a la pérdida podría evitar activos volátiles, incluso si estos ofrecen mayores retornos a largo plazo.

Otros autores, como Nofsinger (2002) y Barnewall (1987), han propuesto clasificaciones basadas en el comportamiento y nivel de involucramiento de los inversores. Nofsinger analiza cómo reaccionan ante la volatilidad y las crisis financieras, mientras que Barnewall distingue entre inversores pasivos, que prefieren delegar la gestión en asesores, e inversores activos, quienes toman decisiones directas sobre su cartera.

El horizonte temporal también juega un papel fundamental en la definición del perfil del inversor. Bodie, Kane y Marcus (2011), los inversores aversos al riesgo suelen preferir instrumentos seguros como bonos, adecuados para plazos cortos, mientras que los moderados diversifican sus carteras en plazos intermedios, y los agresivos optan por activos volátiles en horizontes largos, donde pueden tolerar mayores fluctuaciones.

Statman (2010) agrega una dimensión ética y social al análisis de los perfiles, identificando subgrupos como los inversores centrados en prestigio, quienes seleccionan productos asociados a estatus; los inversores éticos, que priorizan inversiones socialmente responsables; y los especulativos, enfocados en productos de alto riesgo y ganancias rápidas.

En conjunto, estas perspectivas permiten una comprensión más profunda del perfil del inversor, integrando factores personales, psicológicos y contextuales. Comprender estas diferencias no solo facilita la construcción de carteras diversificadas y alineadas con los objetivos individuales, sino que también refuerza la importancia de la educación financiera y el asesoramiento personalizado en la toma de decisiones. Este enfoque integral es clave para fomentar estrategias de inversión más informadas y sostenibles en el tiempo.

5.3. EL PERFIL DEL INVERSOR EN URUGUAY:

CARACTERÍSTICAS, CONTEXTO LOCAL, REGULACIÓN Y PRÁCTICAS

La caracterización del perfil del inversor en Uruguay ha sido objeto de análisis tanto desde el ámbito regulatorio como desde las prácticas de las instituciones financieras. Este proceso está estrechamente relacionado con las normativas establecidas por el BCU, las cuales buscan proteger a los inversores y asegurar que los productos financieros ofrecidos se ajusten a sus características y objetivos. La comprensión del perfil del inversor en el contexto uruguayo

también refleja las particularidades del mercado local y la influencia de estándares internacionales como los de Basilea II y III.

5.3.1. Regulación del Perfil del Inversor por el BCU

El Banco Central del Uruguay regula el perfil del inversor y la oferta de productos financieros a través de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV) (BCU, 2024). Los intermediarios financieros deben clasificar a sus clientes en conservadores, moderados o agresivos según su situación financiera, objetivos, horizonte temporal y tolerancia al riesgo, garantizando así la protección del inversor y la transparencia en las operaciones (RNMV, BCU, 2024).

La Circular N° 2423 regula la figura del inversor calificado, categoría que incluye personas físicas o jurídicas con experiencia y conocimientos suficientes para comprender y asumir los riesgos de productos financieros más complejos. Para ser clasificados como tales, los clientes deben poseer al menos 4 millones de UI en activos financieros o demostrar experiencia en inversiones, debiendo los intermediarios documentar el proceso de clasificación para asegurar su transparencia (BCU, 2024). Asimismo, la Circular N° 2320, en su Artículo 213, obliga a intermediarios de valores, asesores de inversión y gestores de portafolios a clasificar a sus clientes según su grado de riesgo, sofisticación y conocimiento, con el objetivo de garantizar que las inversiones recomendadas sean adecuadas para cada perfil.

Adicionalmente, los artículos 210 y 211 de la RNMV, obligan a los intermediarios y asesores a brindar información clara y suficiente sobre los riesgos y características de cada producto, evitando publicidad engañosa u omisiones que puedan inducir a error. También se exige que los productos ofrecidos sean adecuados para el perfil del cliente, prohibiendo la comercialización de instrumentos inadecuados para inversores sin la debida experiencia o

capacidad financiera. En complemento, los Estándares Mínimos de Gestión (EMG) del BCU refuerzan la supervisión del mercado a través de principios clave como la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, la adopción de medidas de protección al inversor mediante la transparencia y los mecanismos de reclamos, y el establecimiento de procesos sólidos de gestión de riesgos, auditorías y controles internos.

5.3.2. Prácticas de las Instituciones Financieras en la Clasificación del Perfil del Inversor

En el ámbito privado, varias instituciones financieras en Uruguay con el fin de dar cumplimiento a las obligaciones establecidas por el BCU han adoptado herramientas y metodologías para identificar el perfil de sus clientes y ofrecerles productos acordes a sus características. Santander Uruguay utiliza sistemas que permiten categorizar a los inversores en conservadores, moderados o agresivos, basándose en variables como la tolerancia al riesgo y los objetivos financieros. Similarmente, SURA Inversiones se enfoca en la asesoría personalizada, considerando factores como la capacidad del inversor para asumir riesgos, su experiencia previa y sus metas financieras. Otra iniciativa destacada es la de Urraburu e Hijos – Corredores de Bolsa y Banco ITAU, que facilitan un formulario en línea para clasificar a los inversores según su perfil de riesgo. Estas herramientas no solo simplifican el proceso de toma de decisiones para los clientes, sino que también refuerzan el cumplimiento de las normativas del BCU al proporcionar una base objetiva para la oferta de productos financieros.

5.3.3. Impacto de los Estándares Internacionales en el Mercado Uruguayo

El Banco Central del Uruguay (BCU) ha implementado estándares internacionales en línea con Basilea II y III, lo que ha fortalecido significativamente la gestión de riesgos y la transparencia en el sistema financiero uruguayo. Estas normativas incluyen criterios adicionales para la adecuación del capital y el manejo de la liquidez, lo que contribuye a reducir el riesgo sistémico

y protege tanto a los inversores como a las instituciones financieras. Al mejorar la solvencia y resiliencia de las entidades financieras, estas medidas incrementan la confianza de los inversores en el mercado local (BCU, 2024).

Basilea II se centra en la gestión integral de riesgos y en la mejora de los sistemas de control interno, lo que complementa las regulaciones del BCU que exigen a los intermediarios financieros clasificar a sus clientes y ofrecer productos adecuados a su perfil de riesgo. Esta alineación refuerza la importancia de una comunicación clara y la transparencia en la oferta de productos, aspectos que también son esenciales en las normativas del BCU, como lo estipulan los artículos 210 y 211 de la RNMV.

Por otro lado, Basilea III introduce límites al apalancamiento y establece estándares más estrictos de liquidez, lo que permite a las instituciones financieras mantener reservas adecuadas para enfrentar situaciones de estrés. Estas políticas no solo impactan en la estabilidad del sistema financiero, sino que también permiten a las entidades ofrecer productos más seguros y adaptados a las características específicas de sus clientes. Esto se traduce en una mayor protección al inversor, asegurando que las inversiones recomendadas sean apropiadas para su perfil, tal como lo establece la normativa del BCU.

5.3.4. Hallazgos – Perfil del Inversor en Uruguay

Para comprender el perfil de inversión de los uruguayos, sus características y las inversiones que realizan según su perfil, nos centraremos en dos encuestas realizadas al público uruguayo: la Encuesta Financiera de los Hogares Uruguayos (EFHU) de 2016 y la Encuesta Nacional de Capacidades del Uruguay de 2024.

La EFHU es la primera en su tipo en el país, recopilando información detallada sobre las características sociodemográficas y económico-financieras de los hogares. La encuesta aborda

aspectos como la tenencia, composición y valor de activos y pasivos, ingresos y egresos, acceso a mercados financieros y uso de medios de pago. Los resultados de la EFHU proporcionan una visión integral del perfil económico de los hogares, destacando la relación entre activos, pasivos y educación financiera. El 62% de los hogares uruguayos es propietario de la vivienda en la que reside, con una proporción más alta entre los hogares de mayor edad y patrimonio neto. En el quintil con menor riqueza, solo el 4,4% posee su vivienda, mientras que, en el quintil más alto, esta cifra alcanza el 93%. La vivienda representa aproximadamente el 54% del valor total de los activos de los hogares, porcentaje que aumenta al 77% si se incorporan otros inmuebles. En cuanto a los vehículos, el 57% de los hogares posee algún medio de transporte, y el valor mediano de estos activos está relacionado con el nivel de ingreso. Los hogares con mayores ingresos tienen vehículos que representan una parte más significativa de su patrimonio. En general, los vehículos representan alrededor del 4,5% del total de los activos. Si consideramos inmuebles y vehículos en conjunto, los uruguayos tienen aproximadamente un 82% de su patrimonio concentrado en estos bienes. Aproximadamente uno de cada cinco hogares posee algún tipo de negocio o inversión, y estos activos representan el 12% del total de los activos de los hogares. Por otro lado, los activos financieros tienen una participación muy limitada: representan apenas el 4,4% del total de los activos y únicamente el 18% de los hogares posee alguno de estos. Dentro de esta categoría se consideran depósitos en cuentas bancarias (cajas de ahorro, cuentas corrientes y depósitos a plazo fijo), títulos del Tesoro Uruguayo o de gobiernos extranjeros, acciones de empresas, fondos de inversión, deuda emitida por empresas locales o extranjeras y cualquier ahorro en dinero declarado por el hogar. Aunque los hogares con mayores ingresos y niveles educativos tienden a diversificar más sus carteras de inversión,

los activos financieros siguen siendo una fracción pequeña en comparación con la alta concentración en bienes inmuebles y activos reales.

En el mes de abril de 2024 se publicó la primera Encuesta Nacional de Capacidades Financieras de Uruguay, realizada en 2022 por el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF) y el BCU. Esta encuesta ofrece una visión detallada sobre el nivel de educación financiera, el comportamiento y las actitudes financieras de los uruguayos. El estudio revela que los productos financieros básicos predominan ampliamente, mientras que la adopción de instrumentos más complejos sigue siendo baja. Un 59% de los uruguayos posee algún producto de ahorro o depósito, y un 45% utiliza productos de crédito. Entre las formas más comunes de ahorro destacan las cuentas de depósito (55% de los que ahorran), el ahorro en casa (52%) y en moneda extranjera (38%). Sin embargo, solo un 6% utiliza como método de ahorro inversiones financieras como acciones o ETFs, lo que evidencia una preferencia marcada por activos poco sofisticados. Además, solo un 31% de los uruguayos realiza comparaciones entre productos antes de adquirirlos, lo que limita decisiones financieras más informadas. En cuanto a la planificación financiera, un 55% separa dinero para cubrir gastos recurrentes, mientras que un 43% registra y organiza sus ingresos y egresos, priorizando la estabilidad económica sobre la inversión a largo plazo. En términos de información, internet (12%), la propaganda (10%) y las redes sociales (6%) son las fuentes más utilizadas, aunque un tercio de la población consulta a amigos o familiares, reafirmando el papel clave de las relaciones personales en las decisiones financieras. Las diferencias etarias son significativas: los jóvenes entre 18 y 25 años presentan mayor propensión al uso de tecnologías digitales tanto para pagos como para informarse,

mientras que los mayores de 50 años suelen contar con fondos de emergencia, reflejando una estrategia más cautelosa y orientada a la seguridad económica.

En resumen, los uruguayos invierten principalmente en activos reales (inmuebles, vehículos, negocios), mostrando una baja inclinación hacia instrumentos financieros más sofisticados como acciones o ETFs.

6. EDUCACIÓN FINANCIERA

Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la educación financiera se define como:

“El proceso mediante el cual las personas mejoran su entendimiento de los productos financieros, en donde aprenden los conceptos a través de información, capacitación y/o asesoramiento. Estas desarrollan habilidades y confianza para ser más conscientes de los riesgos y oportunidades financieras, para tomar mejores decisiones al estar informados, contando con apoyo para ejercer acciones eficaces y mejorar su bienestar económico” (OCDE, 2005, citado por Mejía, 2013).

La Comisión Europea amplía esta definición al incluir la capacidad de gestionar el dinero y planificar el futuro, destacando la importancia de comprender los riesgos financieros y actuar con previsión (European Commission, 2007).

6.1. IMPORTANCIA DE LA EDUCACIÓN FINANCIERA

La educación financiera es reconocida como un factor clave para el desarrollo económico y la estabilidad social. Organismos internacionales como la OCDE, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han subrayado su relevancia en la promoción de la inclusión financiera, la prevención del sobreendeudamiento, el fomento del ahorro y la inversión, y el fortalecimiento de la estabilidad del sistema financiero global (OCDE, 2005; World Bank,

2014). Este enfoque busca empoderar a los ciudadanos con las habilidades necesarias para tomar decisiones financieras informadas y gestionar adecuadamente sus recursos.

6.2. INICIATIVAS INTERNACIONALES DESTACADAS

En el ámbito global, se han implementado diversos programas e iniciativas para medir, fomentar y mejorar la educación financiera. Entre los más destacados se encuentran:

- **PISA Financial Literacy Framework:** Desde 2012, la OCDE evalúa las habilidades financieras de adolescentes en más de 20 países a través de su programa PISA. Este marco mide la capacidad de los jóvenes para aplicar conceptos financieros básicos en situaciones reales, con el objetivo de identificar brechas y diseñar políticas educativas efectivas.
- **Global Money Week:** Liderada por la OCDE, esta campaña anual busca sensibilizar a jóvenes y adultos sobre la importancia de la educación financiera. A través de actividades educativas y eventos públicos, promueve prácticas responsables de ahorro e inversión.
- **World Bank Financial Capability Surveys:** El Banco Mundial ha llevado a cabo encuestas sobre capacidades financieras en distintas regiones, identificando niveles de conocimiento y actitudes hacia el dinero. Estos estudios sirven como base para desarrollar estrategias personalizadas que aborden las necesidades específicas de cada población.

6.3. LA EDUCACIÓN FINANCIERA EN URUGUAY

6.3.1. Contexto Actual

En Uruguay, la educación financiera ha cobrado importancia en la última década, impulsada principalmente por el BCU. Este organismo ha liderado iniciativas destinadas a mejorar el

conocimiento financiero en distintos sectores de la población, desde jóvenes hasta adultos mayores. Sin embargo, persisten desafíos significativos, como la ausencia de programas formales en el sistema educativo y la desigualdad en el acceso a la información. Aunque se han logrado avances en la digitalización financiera, una parte considerable de la población aún depende del uso de efectivo y carece de acceso a herramientas modernas de inversión.

6.3.2. Políticas e Iniciativas en Uruguay

- **BCUEduca:** Este programa del BCU se enfoca en fomentar la educación financiera desde edades tempranas. A través de actividades en escuelas, formación docente y la distribución de material didáctico, busca capacitar a las nuevas generaciones en conceptos clave como el ahorro, el presupuesto y la planificación financiera.
- **Neurona Financiera:** Iniciativa privada que utiliza plataformas digitales, como podcasts y blogs, para educar a los ciudadanos en conceptos prácticos de finanzas personales. Su enfoque accesible y dinámico ha logrado captar la atención de un público diverso, promoviendo una mayor comprensión sobre temas como la planificación financiera y el manejo del endeudamiento.

6.3.3. Brechas y Retos

A pesar de los avances, Uruguay enfrenta importantes brechas en materia de educación financiera:

- **Falta de integración en el sistema educativo:** A diferencia de otros países, Uruguay no cuenta con un programa obligatorio de educación financiera en los niveles primario y secundario. Esto limita la posibilidad de desarrollar competencias financieras desde edades tempranas.

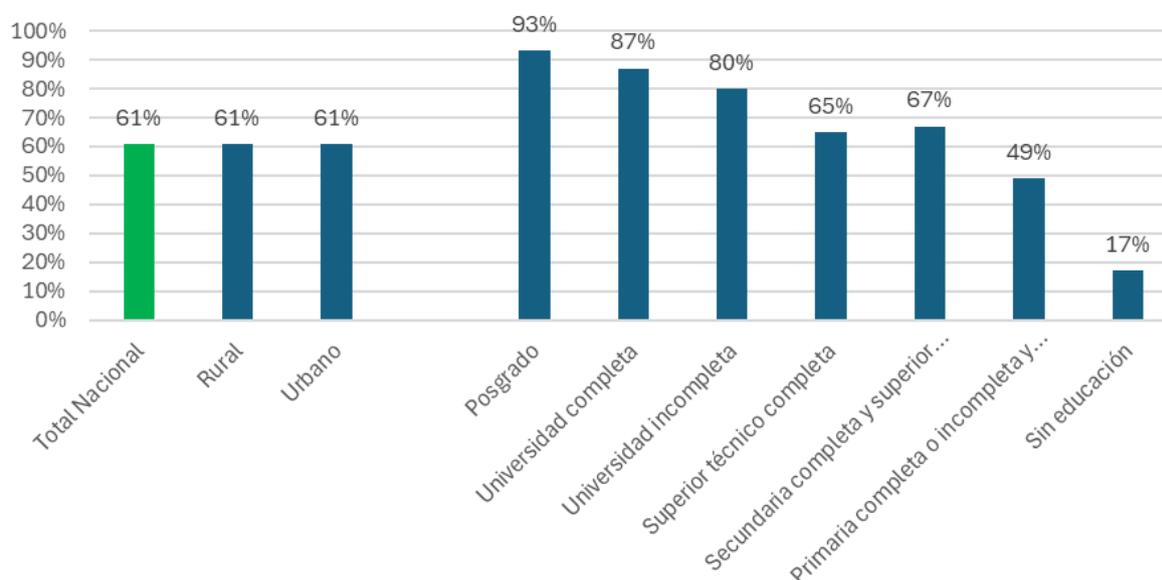
- **Acceso desigual a la información:** Las poblaciones rurales y de bajos ingresos enfrentan mayores barreras para acceder a recursos financieros y educativos. Esto perpetúa la exclusión financiera y dificulta su participación en el sistema formal.
- **Dependencia del efectivo:** Aunque Uruguay ha avanzado en la digitalización financiera, un segmento significativo de la población todavía depende del uso de efectivo y carece de acceso a herramientas digitales. Esta dependencia limita la adopción de prácticas financieras más eficientes y seguras.

En ese sentido, y apuntando a mejorar las capacidades financieras de los hogares, CAF, el BCU y el Ministerio de Desarrollo Social (Mides) han presentado una iniciativa conjunta para promover la educación financiera entre los jóvenes del país. El proyecto, anunciado en febrero de 2024, incluye la elaboración de estrategias de contenidos virtuales y talleres presenciales realizados por parte del Mides, a través del INJU. El presidente del BCU en ese entonces, Diego Labat, destacó la importancia de esta iniciativa en consonancia con la Carta Orgánica del BCU. Este esfuerzo se suma a otros logros previos, como el convenio que extendió la educación económica y financiera a la comunidad educativa de la ANEP en 2023.

6.3.4. Estado Actual de la Educación Financiera en Uruguay

Con el objetivo de entender mejor el estado actual de la educación financiera en Uruguay se analizó la Encuesta Nacional de Capacidades Financieras de Uruguay. Esta revela que el 61% de los uruguayos exhiben adecuadas capacidades financieras, aunque existen diferencias notables según el grupo poblacional. Por su parte, si se analizan los índices de comportamiento y actitud financiera óptimos la cifra asciende al 37% y 38% respectivamente. Se destaca que el indicador de educación o capacidades financieras se construyó a partir de tres índices informativos: el índice de conocimiento financiero, el de comportamiento financiero y el de actitudes financieras.

Gráfico 6-1 Porcentaje de adultos con capacidad financiera adecuada



Fuente: Propia en base a resultados de la Encuesta Nacional de Capacidades Financieras de Uruguay

El índice de conocimiento financiero evalúa la comprensión de conceptos como el valor del dinero en el tiempo, los intereses asociados a préstamos, el interés simple y compuesto, el riesgo, la inflación y la diversificación. En cuanto al conocimiento financiero, el puntaje promedio obtenido es de 67,7 sobre 100, lo que indica que, en general, los adultos uruguayos tienen un buen nivel de conocimientos financieros. Este puntaje se basa en la familiaridad con cinco de los siete conceptos financieros evaluados en el estudio. Las personas manejan conceptos como inflación (92%), intereses asociados a préstamos (91%) y riesgo (90%). Sin embargo, solo el 60% maneja los conceptos de diversificación, interés compuesto y valor del dinero en el tiempo, y existe una menor comprensión sobre el cálculo del interés simple (22%).

El índice de comportamiento financiero mide las prácticas y hábitos financieros de las personas, incluyendo la planificación financiera, la toma de decisiones informadas, la conducta de ahorro y la gestión del gasto y las deudas. El comportamiento financiero de los uruguayos se ubica en 54 puntos, por debajo del promedio regional de 57 puntos. Este índice tiene en cuenta la planificación financiera, la toma de decisiones informadas y la cultura del ahorro. Solo un 37%

de los encuestados realiza buenas prácticas en sus decisiones financieras. Un tercio de los uruguayos no presenta una conducta de ahorro y menos de la mitad realiza una planificación y seguimiento de sus finanzas. La mayoría de las personas declara que antes de comprar algo considera cuidadosamente si puede pagarlo (88%), que pagan sus cuentas a tiempo (79%) y que vigilan personalmente sus temas financieros (78%). Sin embargo, solo el 43% realiza una planificación y seguimiento financiero.

La OECD International Network on Financial Education (OCDE/INFE) considera 8 indicadores para la medición del nivel de comportamiento financiero de los adultos. Con base en estos indicadores, se elabora un índice con un rango que va de 0 a 9; se considera que los valores del indicador mayores o iguales a 6 muestran un comportamiento financiero adecuado. En este caso, el único país de la región por encima de ese valor es Chile, mientras que Uruguay se encuentra por debajo del promedio regional.

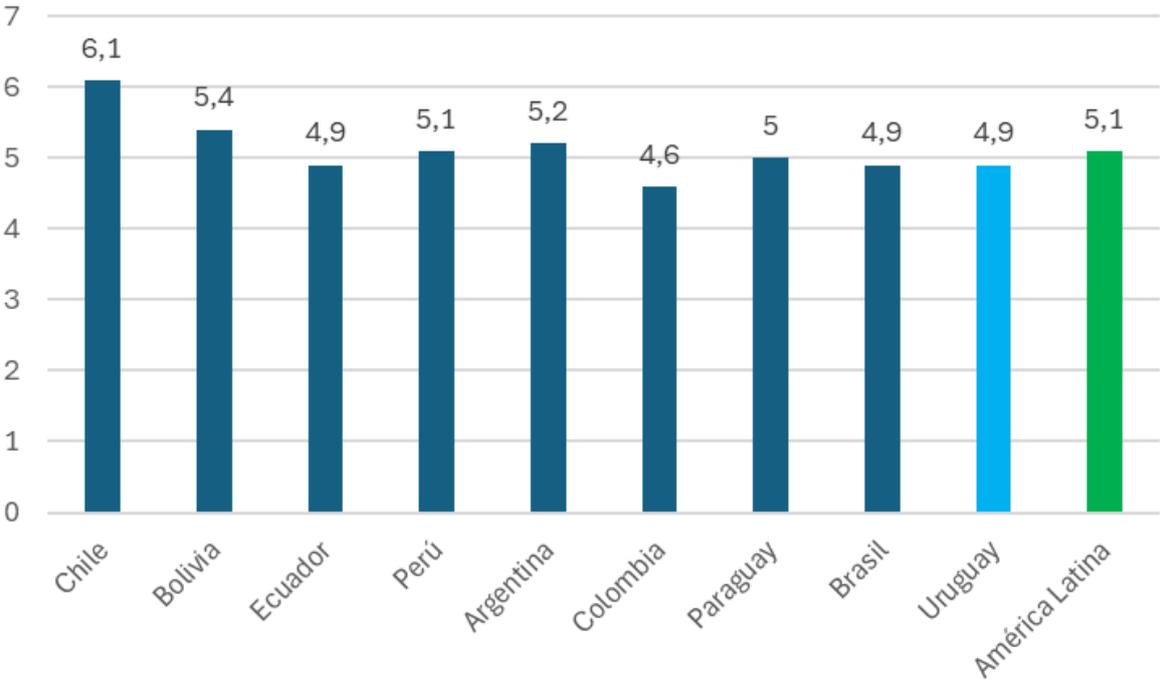
El índice de actitudes financieras refleja las preferencias y disposiciones de los individuos hacia el ahorro y el gasto, así como su enfoque a corto y largo plazo en la gestión financiera. El índice agregado de actitudes financieras es de 59 puntos, construido según las preferencias en el corto plazo y el ahorro en el largo plazo. Solo un 38% de los uruguayos presenta valores adecuados de actitudes financieras, y existe una brecha significativa de 31 puntos porcentuales entre las personas de mayor y menor nivel socioeconómico. Aproximadamente la mitad de las personas dice estar de acuerdo con la importancia de prestar atención al mañana, aunque una proporción significativa (35%) prefiere gastar dinero en lugar de ahorrar para el futuro.

En síntesis, a nivel regional, Uruguay se encuentra por encima del promedio regional en capacidades y conocimiento financiero, pero por debajo en comportamiento y actitud financiera. En el índice de conocimiento financiero, Uruguay obtiene un puntaje de 4,7 sobre 7, comparado con el promedio regional de 4,0. Sin embargo, en el índice de comportamiento

financiero, Uruguay obtiene 4,9 sobre 9, por debajo del promedio regional de 5,1. En el índice de actitud financiera, Uruguay obtiene 3,0 sobre 5, comparado con el promedio regional de 3,1. El valor del indicador de capacidades financieras para Uruguay es de 12,6 sobre 21, apenas por encima del promedio regional de 12,2.

Gráfico 6-2 Comparativo regional de puntajes de comportamiento financiero

A partir de la Encuesta Nacional de Capacidades Financieras de Uruguay, se elaboró un gráfico comparativo para analizar la posición del país en la región en términos de comportamiento financiero.



Fuente: Propia en base a resultados de la Encuesta Nacional de Capacidades Financieras de Uruguay

7. CONAPROLE Y EVOLUCIÓN DE CONAHORRO

En el contexto de la economía uruguaya, el sector lácteo se destaca como uno de los pilares fundamentales del ámbito exportador. Dentro de este sector, la Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE) juega un rol preponderante, no solo por su contribución significativa a las exportaciones lácteas del país, que alcanzaron el 7% de las ventas totales al exterior en 2023, sino también por su influencia en el mercado de valores nacional. Fundada en

1936, CONAPROLE ha evolucionado hasta convertirse en la empresa líder del sector, controlando más del 70% del mercado interno, según datos del INALE (2024).

Además de posicionarse como una de las principales empresas industriales del país, destaca por su programa de emisión de ON, llamado Conahorro, iniciado en 2009. Este programa marcó un hito en la historia financiera de la cooperativa al introducir una metodología poco utilizada en el mercado uruguayo para captar fondos mediante la emisión periódica de ON en dólares americanos. Este mecanismo ha permitido a CONAPROLE financiar su operativa y proyectos de expansión, además de ofrecer a los pequeños ahorristas una oportunidad de inversión a corto plazo y libre de costos de transacción. A su vez ha permitido una transformación en su estructura de endeudamiento notable; mientras que en el período 2007-2009, los préstamos bancarios constituían el 78% de la deuda y las ON solo un 6%, para el año 2023, la proporción de financiamiento a través de ON ascendió a aproximadamente un 25% del total y el financiamiento bancario a menos de 60%. Este cambio refleja una estrategia financiera enfocada en diversificar las fuentes de financiamiento y en fortalecer la relación con los inversores, aspecto que se evidencia en la captación de más de 250 millones de dólares a través del programa Conahorro entre 2009 y 2023.

En este contexto, resulta esencial analizar los rendimientos del programa Conahorro y su competitividad dentro del mercado uruguayo. Para ello, es necesario introducir al lector en el comportamiento de la deuda soberana uruguaya en relación con la referencia de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. En este trabajo, utilizaremos el Uruguay Bond Index (UBI), un indicador que mide la diferencia de rendimiento entre ambos tipos de bonos. Calculado diariamente, el UBI refleja el costo adicional que los inversionistas exigen como prima de riesgo ante el posible incumplimiento de la deuda soberana uruguaya. Este diferencial, expresado en puntos básicos, constituye una herramienta clave para evaluar el costo de

financiamiento de Uruguay y, por extensión, para valorar el atractivo de los instrumentos financieros emitidos por CONAPROLE frente a otras opciones de inversión en el mercado.

El UBI se mide en puntos básicos. Por ejemplo, si el índice marca un valor de 100 puntos básicos (pbs), un bono soberano uruguayo con un plazo equivalente debería rendir una tasa de interés un punto porcentual mayor que un bono del Tesoro de Estados Unidos. Este indicador permite dimensionar el riesgo soberano de Uruguay y, al mismo tiempo, sirve como referencia para analizar la competitividad de productos locales, como las ON de CONAPROLE.

7.1. TENDENCIA DEL UBI Y SU IMPACTO EN EL MERCADO

LOCAL

Históricamente, el UBI ha mostrado una tendencia decreciente en la última década, lo que refleja una mejora en la percepción del riesgo país. Sin embargo, ha registrado aumentos puntuales, como durante la pandemia de COVID-19. Actualmente, el UBI se encuentra en mínimos históricos: en diciembre de 2013 alcanzaba los 200 pbs, mientras que en diciembre de 2023 su valor descendió a 70 pbs.

Esta reducción en el riesgo país, junto con la creciente globalización de los mercados financieros, ha impactado significativamente las decisiones de inversión de los uruguayos. Plataformas internacionales como Interactive Brokers o Ameritrade, así como soluciones locales con alcance global como Paullier Online, han ampliado notablemente las opciones para los inversores. Estas plataformas permiten operar instrumentos financieros de todo el mundo desde un smartphone, con costos accesibles y un nivel de diversificación que supera ampliamente las posibilidades del mercado doméstico.

7.2. COMPETITIVIDAD Y DESAFÍOS DEL MERCADO FINANCIERO LOCAL

En este escenario, los productos financieros emitidos localmente, como Conahorro, enfrentan múltiples desafíos, no solo en términos de rendimiento, sino también en diversificación, costos y accesibilidad. Esta situación ha contribuido a una limitada expansión del mercado de valores en Uruguay, reflejada en la baja participación de emisores y en el descenso de las operaciones en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM). Actualmente, solo seis empresas están registradas como emisoras de acciones en la BVM, mientras que diecinueve empresas emiten ON, de las cuales cuatro ya no cotizan. Además, las operaciones en bolsa representan anualmente apenas el 1,88% del circulante total (diciembre de 2023), en comparación con el 3,68% registrado en diciembre de 2013.

7.3. ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS ON DE CONAPROLE

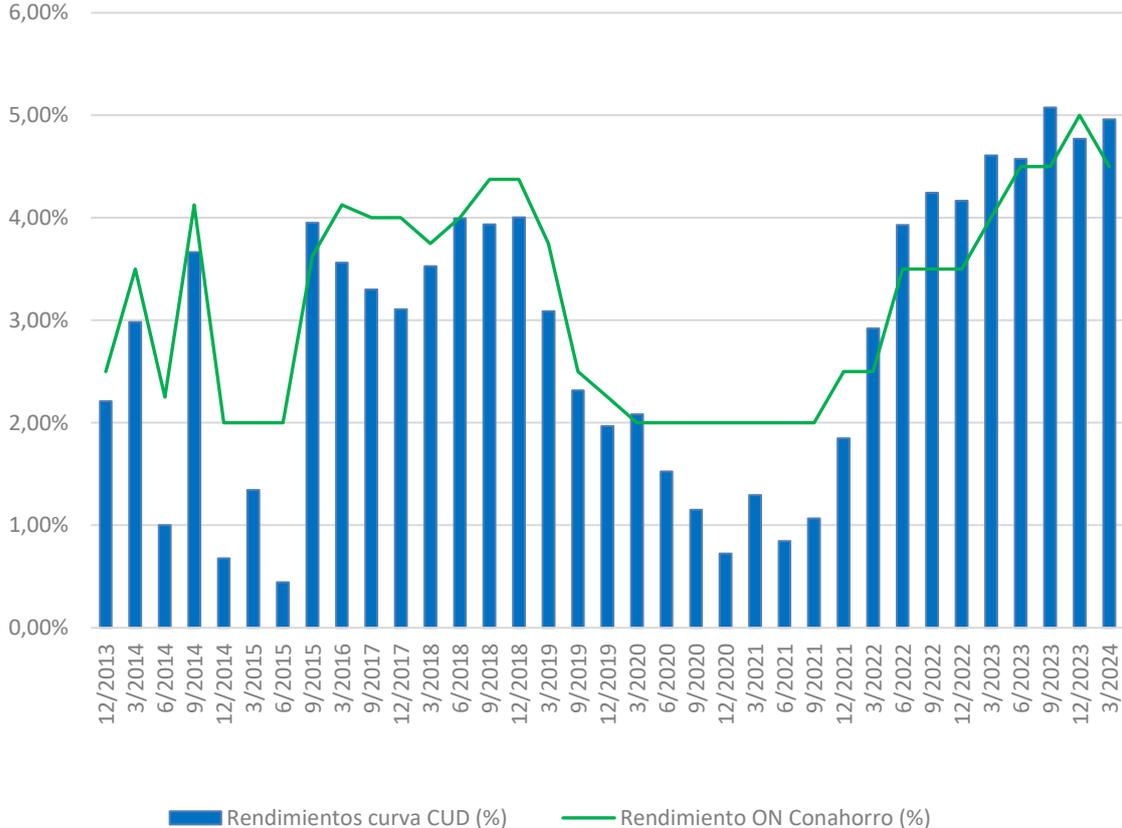
Se procedió a analizar el rendimiento de las ON de CONAPROLE en la última década tomando como benchmark la curva CUD¹ elaborada por la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) con el objetivo compararlo con los bonos soberanos uruguayos en dólares estadounidenses, se observa que el diferencial de rendimiento (definido como Rendimiento Conahorro – CUD) es de apenas 35 pbs. Además, algunas emisiones de ON de CONAPROLE se han situado incluso por debajo de esta curva de rendimientos. Desde 2021, los rendimientos promedio de las emisiones de ON se han mantenido consistentemente por debajo de la curva CUD promedio del mes de emisión y del plazo de referencia, lo que evidencia una baja prima de riesgo asociada a estos instrumentos financieros.

El siguiente gráfico ilustra esta evolución, destacando cómo los rendimientos promedio de las emisiones de CONAPROLE han permanecido por debajo de los valores de referencia de la

¹ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en dólares de los Estados Unidos (USD).

curva CUD, reflejando una percepción positiva de los inversionistas sobre su estabilidad financiera y confianza en la empresa. No obstante, este comportamiento también plantea preguntas sobre la competitividad de estos instrumentos frente a las alternativas internacionales disponibles para los inversores uruguayos.

Gráfico 7-1 Rendimiento bonos soberanos en relación con Conahorro



Fuente: Propia en base a prospectos de emisión de Conahorro y curva CUD-BEVSA

8. ENCUESTA Y ANÁLISIS

En esta sección se presentan los resultados de las encuestas realizadas a instituciones financieras, que incluyeron a 10 Bancos, 24 Corredores de Bolsa y 27 Agentes de Valores. De estos, respondieron 9 Bancos, 23 Corredores de Bolsa y 10 Agentes de Valores, reflejando un alto nivel de participación en los dos primeros grupos. En el caso de los Agentes de Valores, la

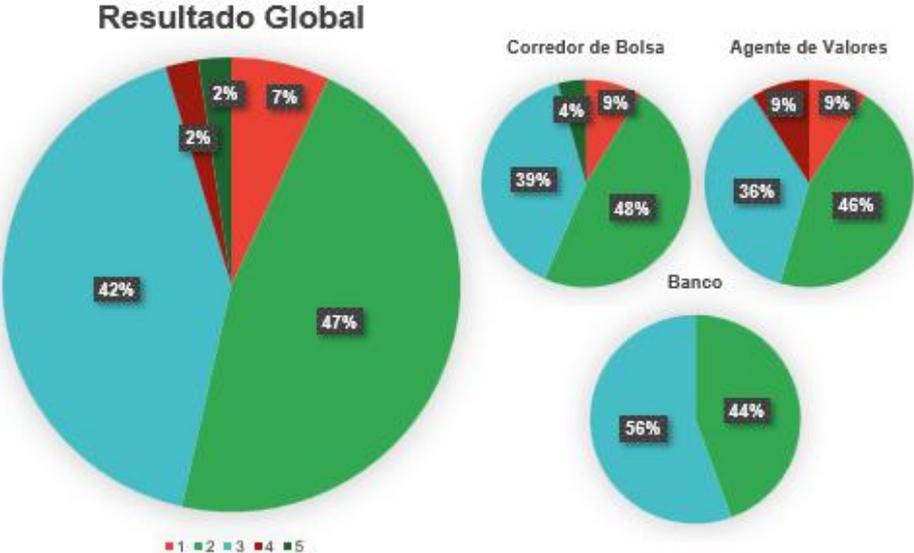
tasa de respuesta fue menor, dado que estas instituciones se especializan en canalizar inversiones del exterior y no en productos de inversión locales, lo que reduce la relevancia del estudio para su actividad.

El principal objetivo de las encuestas es analizar el conocimiento y la percepción de estas instituciones sobre la educación financiera en Uruguay, con un enfoque específico en la iniciativa Conahorro y su impacto en los inversores minoristas. Los datos recopilados permiten comprender cómo los principales actores del sistema financiero evalúan el nivel de educación financiera de la población y su relación con productos de inversión como las Obligaciones Negociables (ON) de CONAPROLE.

8.1. ENCUESTA PARA INSTITUCIONES FINANCIERAS

Conocimiento y percepción de Conahorro

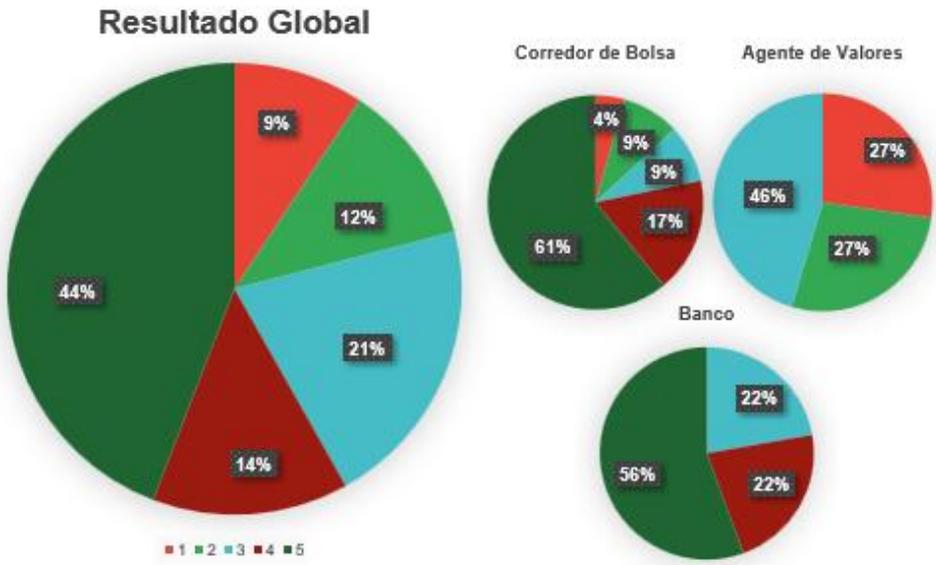
Gráfico 8-1 ¿Cómo percibe usted el conocimiento en términos de Educación Financiera de los uruguayos? Donde 1 es muy malo y 5 muy bueno.



En relación con la percepción del conocimiento en términos de Educación Financiera de los uruguayos, los resultados indican que una mayoría significativa, el 54% de los encuestados, considera que el nivel de conocimiento es bajo, otorgando una calificación de 1 o 2. Un 42%

calificó el conocimiento financiero con un 3, mientras que solo el 4% de los participantes expresó una opinión más favorable, asignando una puntuación de 4 o 5. Estos resultados evidencian una visión predominantemente negativa respecto al nivel de educación financiera en el país.

Gráfico 8-2 ¿Cuál es el nivel de conocimiento que tiene usted y su Institución sobre el programa Conahorro?



En cuanto al nivel de conocimiento sobre el programa Conahorro, los resultados revelan que el 58% de los encuestados calificó su conocimiento o el de su institución con un 4 o 5, lo que indica un alto grado de familiaridad con el programa. Un 21% otorgó una calificación de 3, mientras que el restante 21% expresó un nivel bajo de conocimiento, calificándolo con un 1 o 2. Estos resultados reflejan una fuerte percepción de conocimiento por parte de las instituciones sobre este instrumento financiero.

Gráfico 8-3 ¿Cómo se enteró usted de la existencia de las Obligaciones Negociables de CONAPROLE?

Respecto a cómo los encuestados conocieron la existencia de las Obligaciones Negociables de CONAPROLE, más del 50% señaló que se enteró a través de la Bolsa de Valores, el mercado o su trabajo. Un 35% indicó que lo descubrió por medio de la televisión, radio o redes sociales,

gracias a la publicidad de la empresa. Un 7% conoció el instrumento a través de este cuestionario, y el 5% restante fue informado por un conocido o amigo.

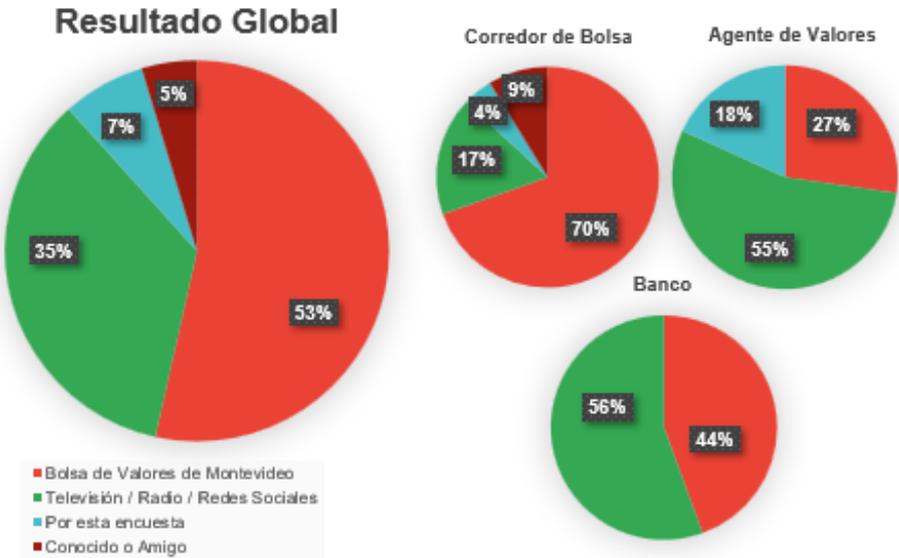
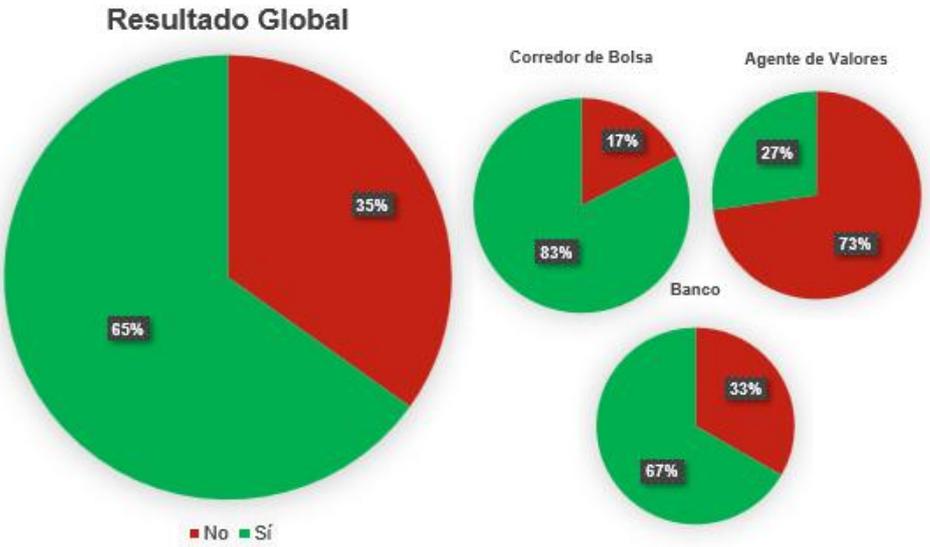
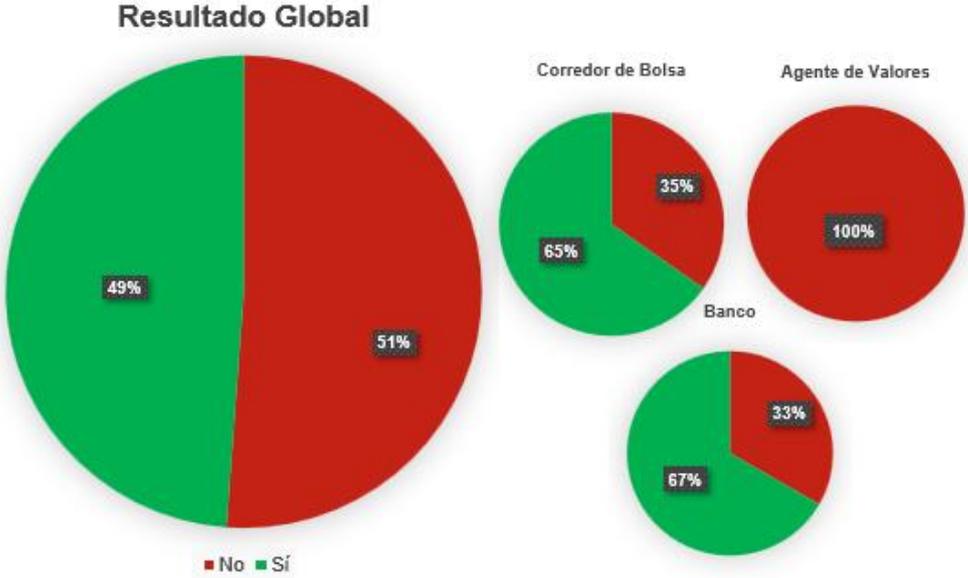


Gráfico 8-4 Desde su perspectiva, ¿considera usted adecuada la publicidad de Conahorro?



Desde la perspectiva de las instituciones encuestadas, el 65% considera que la publicidad de Conahorro es apropiada. Esta opinión es respaldada por el 83% de los Corredores de Bolsa y el 67% de los Bancos. No obstante, entre los Agentes de Valores, la visión es más crítica, ya que el 73% opina que la publicidad no es adecuada.

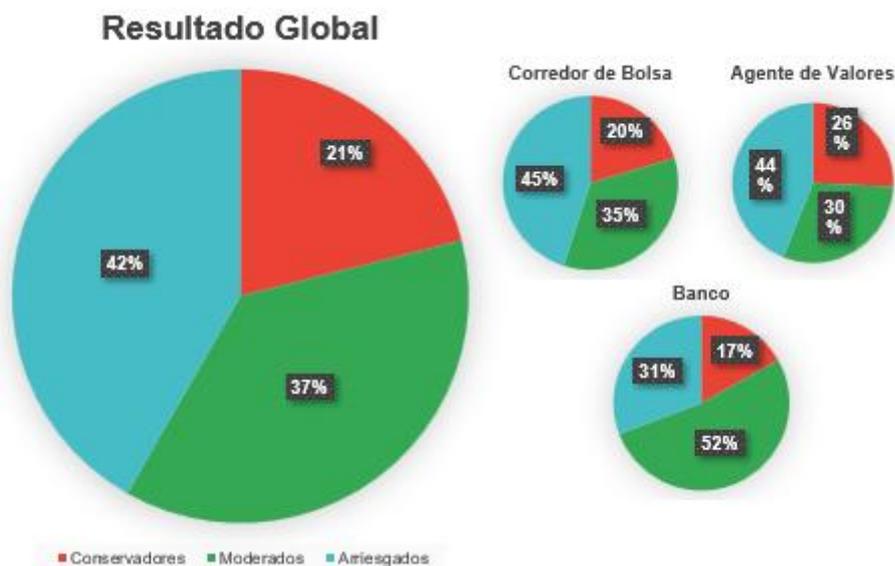
Gráfico 8-5 ¿Su Institución ha participado en eventos o presentaciones de CONAPROLE relacionados con Conahorro?



Respecto a la participación de las instituciones en eventos o presentaciones de CONAPROLE relacionados con Conahorro, los resultados indican que casi un 50% respondió afirmativamente y el otro 50% negativamente. Sin embargo, es relevante señalar que el 100% de los Agentes de Valores no ha participado en tales eventos. Por otro lado, entre los Corredores de Bolsa y Bancos, el 66% de estas instituciones ha asistido a eventos y presentaciones del producto.

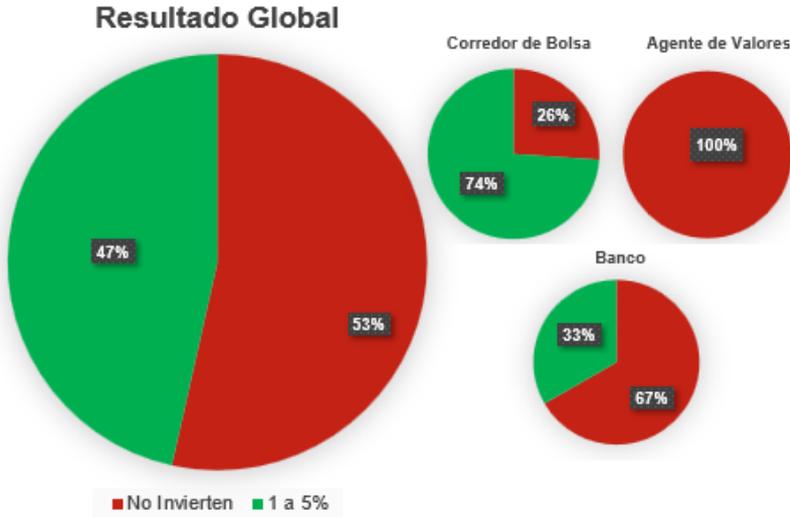
Participación de clientes de la Institución en CONAHORRO

Gráfico 8-6 De acuerdo con el conocimiento del cliente establecido por los "Estándares Mínimos de Gestión para Intermediarios de Valores" ¿Cómo agruparía (en %) su cartera de Clientes/Inversores de acuerdo con los siguientes PERFILES?



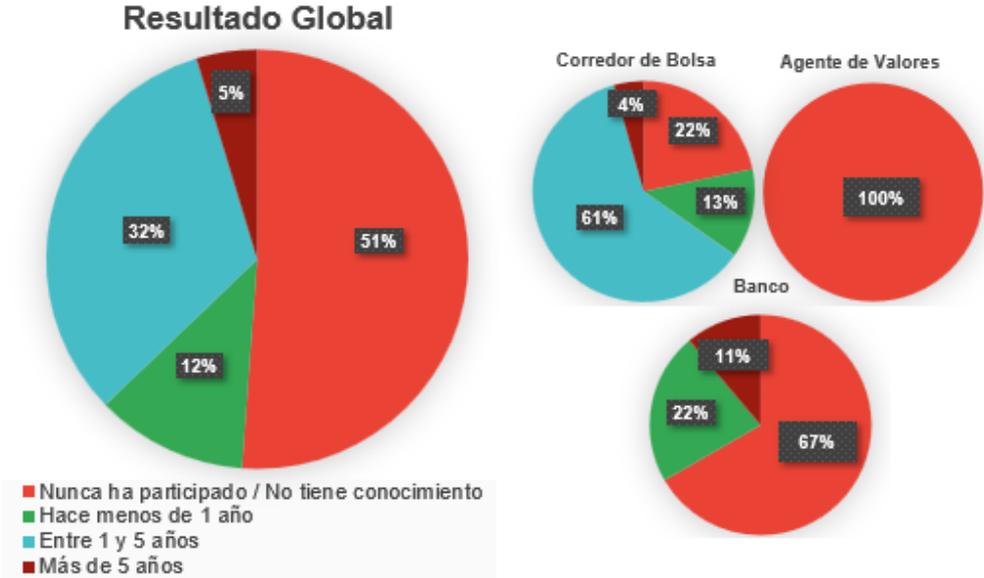
De acuerdo con el conocimiento del cliente establecido por los "Estándares Mínimos de Gestión para Intermediarios de Valores", la agrupación de la cartera de clientes/inversores según los diferentes perfiles es la siguiente: en promedio, el 37% de los clientes son considerados conservadores, el 42% moderados y el 21% arriesgados. Al desglosar estos resultados por tipo de institución, se observa que, en los Bancos, el 52% de los clientes son catalogados como conservadores, el 31% como moderados y solo el 17% como arriesgados. Por otro lado, en el caso de los Agentes de Valores, se aprecia una tendencia más hacia los perfiles arriesgados, con un 30% de clientes conservadores, 44% moderados y 26% arriesgados. En el análisis de los Corredores de Bolsa, se registró un 35% de clientes conservadores, un 45% moderados y un 20% arriesgados.

Gráfico 8-7 ¿Qué porcentaje de sus clientes Invierten en Conahorro?



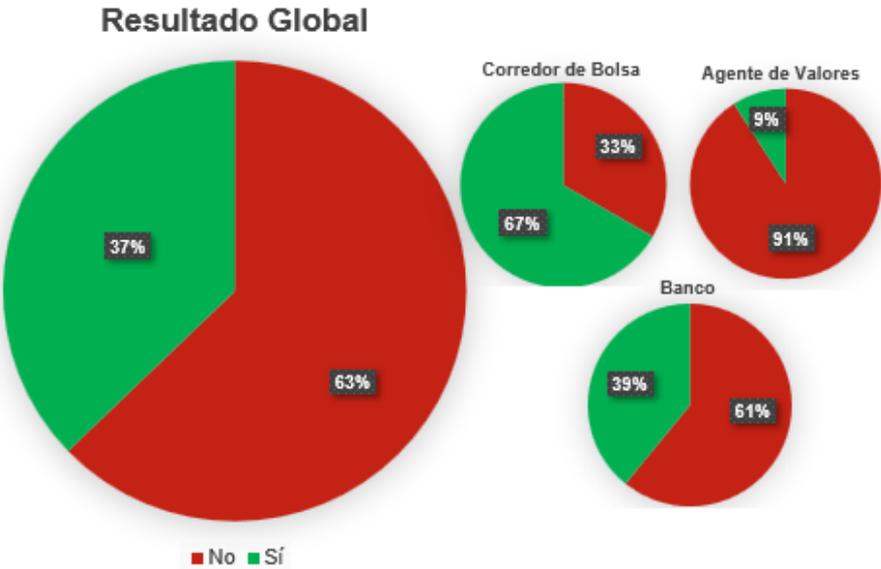
Del total de encuestados, el 53% no tiene clientes que inviertan en el producto Conahorro. En el 47% restante, solo entre el 1% y el 5% de sus clientes invierte en este producto. Si se analiza por tipo de intermediario financiero, en el caso de los corredores de bolsa, el 26% no tiene clientes que inviertan en Conahorro, mientras que el 74% sí cuenta con clientes que invierten en el producto. En los bancos, el 67% no tiene clientes que inviertan en Conahorro, y en el 33% restante. Finalmente, en el caso de los agentes de valores, el 100% no tiene clientes que inviertan en Conahorro.

Gráfico 8-8 ¿Cuál fue la última vez que la Institución participó del programa Conahorro?



Del total de encuestados, más de la mitad (51%) no ha participado en el programa Conahorro. Un 12% ha invertido recientemente en el producto, mientras que el 44% no lo ha hecho en más de un año. Si se excluyen los agentes de valores, el 66% de los encuestados ha invertido en Conahorro en algún momento.

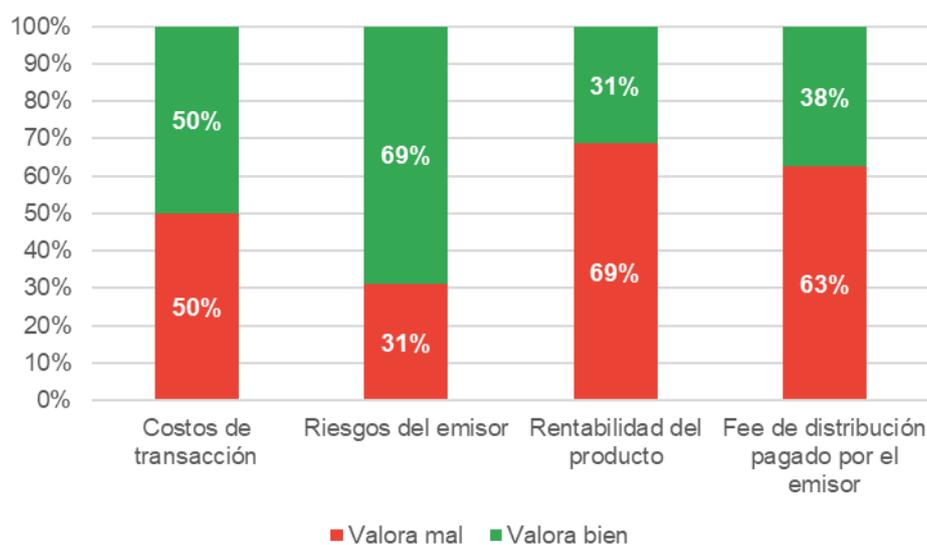
Gráfico 8-9 Usted, ¿Recomendaría a sus Clientes Invertir en ON Conahorro?



Ante la pregunta de si recomendarían a sus clientes invertir en las ON Conahorro, el 63% de los encuestados respondió que NO. Sin embargo, al analizar las respuestas de los bancos y corredores de bolsa, la opinión está más dividida, con un 53% de los intermediarios en contra de recomendar el producto.

Aquellos encuestados que contestaron que recomendarían Conahorro.

Gráfico 8-10 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Cómo clasificaría cada uno los siguientes Factores/Características del Instrumento?



Al evaluar *Conahorro*, los encuestados clasificaron los costos de transacción, con un 50% otorgando puntuaciones de 3 o menos. En relación con los riesgos del emisor, un 69% los consideró positivos. En cuanto a la rentabilidad, el 69% de los encuestados calificó este aspecto con 3 o menos. Finalmente, el fee de distribución fue visto como aceptable por un 38%, mientras que el 63% otorgó puntuaciones de 3 o menos.

Gráfico 8-11 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para que su Institución ofrezca el instrumento?

Al analizar las respuestas sobre el plazo más atractivo para ofrecer el instrumento *Conahorro*, el 82% de los encuestados considera que los plazos entre 1 y 5 años serían los más adecuados. En detalle, el 44% prefiere un plazo de 1 a 2 años, mientras que el 38% opta por 2 a 5 años. Solo un 13% se inclina por plazos menores a un año, y un 6% sugiere plazos superiores a 5 años. Desglosando por tipo de institución, todos los Agentes de Valores prefieren un plazo de 1 a 2 años, mientras que, en los Bancos, el 67% opta por plazos de 2 a 5 años. En el caso de los

Corredores de Bolsa, sus preferencias están más distribuidas, con un 44% eligiendo 1 a 2 años, un 22% prefiriendo plazos menores a un año, y otro 22% optando por plazos de 2 a 5 años.

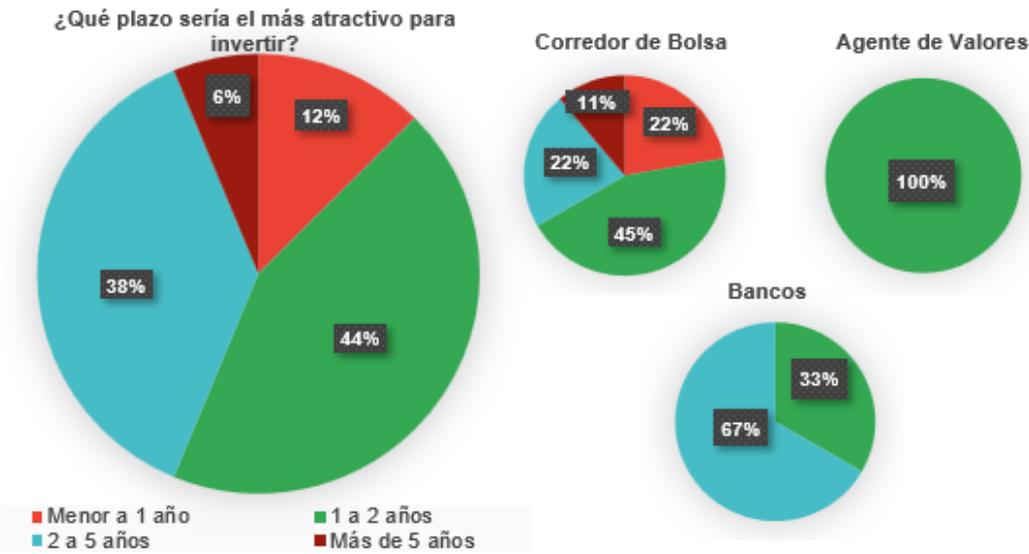
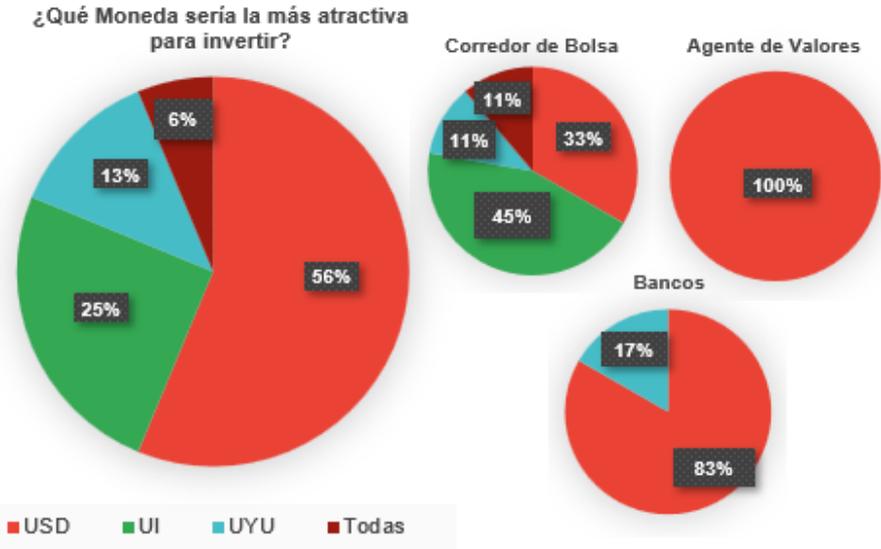


Gráfico 8-12 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para que su Institución ofrezca el instrumento?

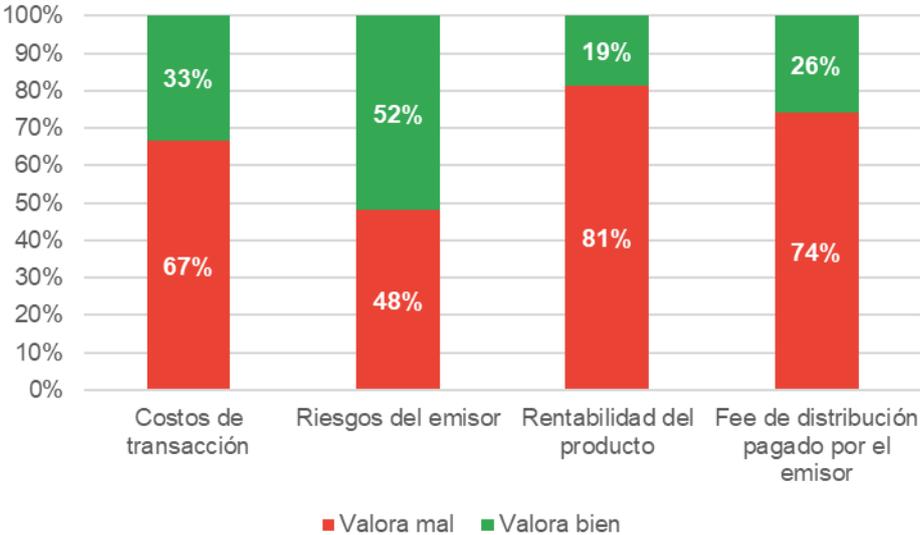


La moneda más atractiva para ofrecer Conahorro es el USD, elegido por el 56% de los encuestados, seguido de la UI con un 25% y el UYU con un 13%. El 6% restante no tiene preferencia por ninguna moneda en particular. Por tipo de institución, el 100% de los agentes de valores y el 83% de los bancos prefieren el USD. Los corredores de bolsa están más divididos, con un 33% optando por USD, un 44% por UI, y un 11% por UYU.

Las respuestas que dieron las instituciones sobre lo que creían que los inversores piensan sobre el producto validaban las respuestas dadas por estas por lo cual esos resultados fueron incluidos en anexos.

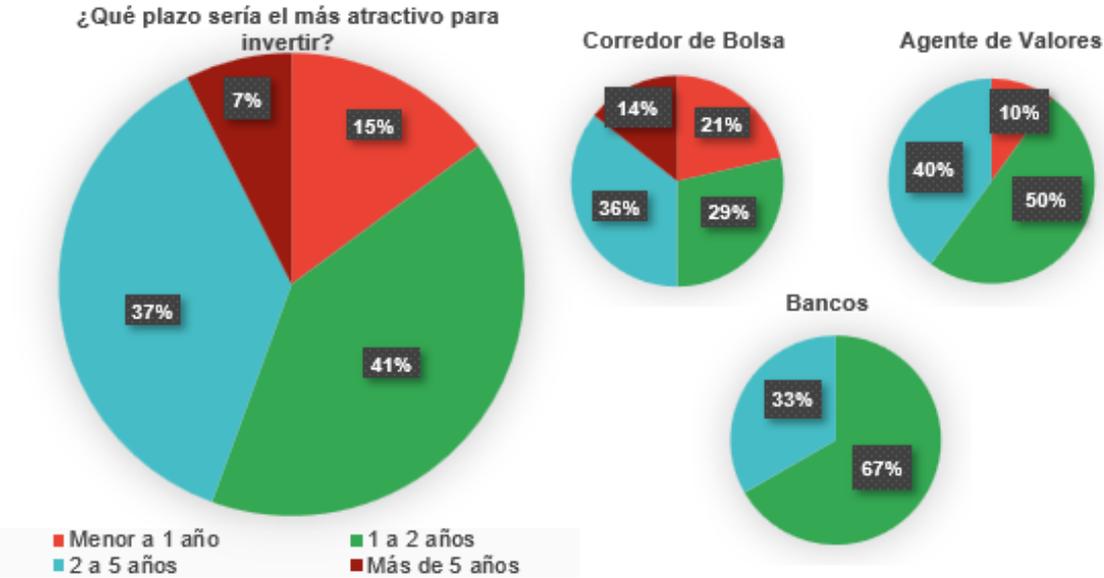
Aquellos encuestados que contestaron que no recomendarían Conahorro.

Gráfico 8-13 Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Cómo clasificaría cada uno los siguientes Factores/Características del Instrumento?



Para los encuestados que no recomendarían Conahorro a sus clientes, el 81% considera que la rentabilidad del producto es negativa o indiferente (valorada entre 1 y 3), y el 74% opina lo mismo respecto al fee de distribución pagado por el emisor. En cuanto a los costos de transacción, el 67% los ve como desfavorables, mientras que los riesgos del emisor son percibidos negativamente por un 48%, aunque un 52% los evalúa de forma positiva (4 o 5).

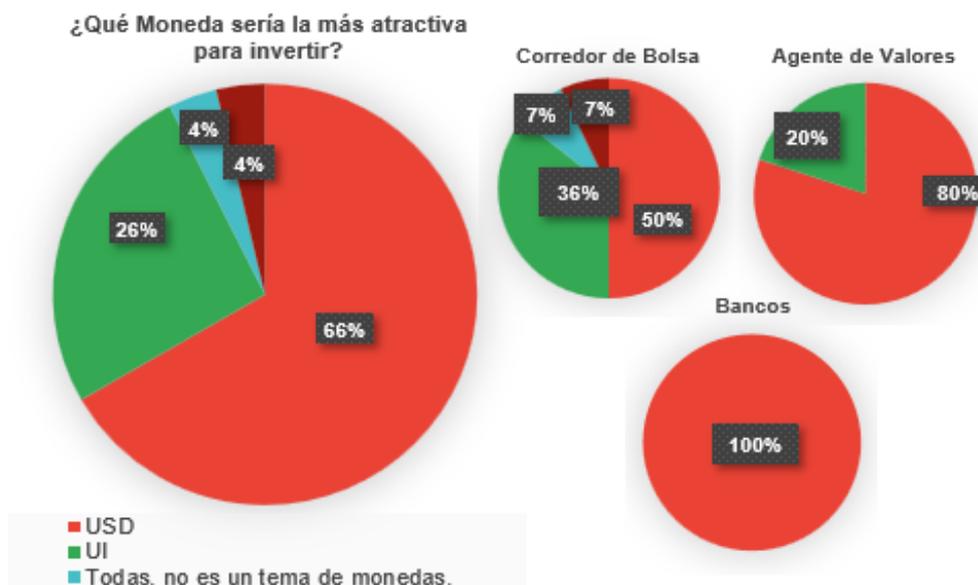
Gráfico 8-14 Al momento de NO comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para que su Institución ofrezca el instrumento?



Para los encuestados que no recomendarían Conahorro, el plazo más atractivo para ofrecer el instrumento sería de 1 a 2 años, con un 41% de preferencia global. Además, el 78% de las instituciones opta por un plazo de entre 1 y 5 años. Los agentes de valores muestran mayor inclinación por 1 a 2 años (50%), mientras que los bancos también prefieren este plazo (67%). Entre los corredores de bolsa, el interés se distribuye entre 1 a 2 años (29%) y 2 a 5 años (36%).

Gráfico 8-15 Al momento de NO comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para que su Institución ofrezca el instrumento?

Para los encuestados que no recomendarían Conahorro, las monedas más atractivas para ofrecer el instrumento serían USD o UI, representando un 92% de las preferencias globales. En particular, el 67% prefiere el USD, con un 100% de los bancos y un 80% de los agentes de valores favoreciendo esta moneda. Los corredores de bolsa están divididos entre USD (50%) y UI (36%).



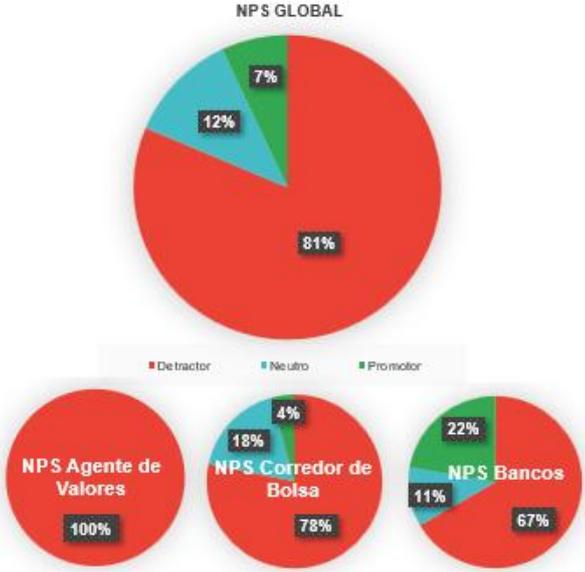
Las respuestas que dieron las instituciones sobre lo que creían que los inversores piensan sobre el producto validaban las respuestas dadas por estas por lo cual esos resultados fueron incluidos en anexos.

Conocimiento y percepción de Conahorro

¿Qué Spread encima de un Bono Soberano Uruguayo piensa que debería pagar Conahorro?

El 70% de los encuestados considera que Conahorro debería pagar un spread de al menos 75 pbs sobre un bono soberano uruguayo, con un 88% opinando que debería ser superior a los 35 pbs actuales. Entre las respuestas, el 30% cree que el spread debería ser de 100 pbs, mientras que un 23% opta por 75 pbs, y un 14% sugiere más de 150 pbs.

Gráfico 8-16 ¿Cuál es la probabilidad de que recomiendes agregar como producto a su cartera, el programa Conahorro de CONAPROLE a sus clientes?



La recomendación de Conahorro es baja en todas las instituciones, con un NPS general de -74%. Los bancos presentan el menor rechazo con un NPS de -44%, seguido de corredores de bolsa con -74%, mientras que los agentes de valores tienen el NPS más bajo, de -100%, sin ningún promotor.

¿Qué cambios o mejoras podrían incentivar a su Institución a considerar la recomendación o compra de Conahorro para sus clientes en el futuro?

El análisis de las respuestas por institución revela que, de los Corredores de Bolsa, 5 no proporcionaron respuesta, 3 señalaron problemas de liquidez, 15 mencionaron la rentabilidad y no hubo comentarios sobre mejora en la comunicación. En cuanto a los Bancos, 5 no respondieron, 1 solicitó mejora en la comunicación, 2 se enfocaron en la rentabilidad, 1 en custodia del producto y no se reportaron problemas de liquidez. Los Agentes de Valores, con 8 respuestas “sin respuesta”, argumentaron que no les aplica el tema ya que tienen clientes del

exterior, y solo 3 mencionaron la rentabilidad. En total, se identificaron 25 respuestas, de las cuales la mayor parte se centró en la rentabilidad.

9. CONCLUSIONES

Este trabajo ha abordado la participación de los inversores minoristas en las Obligaciones Negociables (ON) de CONAPROLE, analizando el mercado financiero uruguayo y con un enfoque particular en el perfil del inversor y la educación financiera en Uruguay.

En primer lugar, se presentó un análisis del mercado financiero uruguayo, destacando las crisis del mercado de valores y del sector ganadero, que han dejado una huella profunda en la confianza de los inversores. Estos eventos han contribuido a que los inversores uruguayos prefieran activos tangibles, como la propiedad inmobiliaria, por su percepción de mayor seguridad. A lo largo del tiempo, estas crisis han influido en el desarrollo del mercado de valores, así como en el comportamiento de los inversores, quienes, debido a la inestabilidad histórica del mercado, muestran reticencia a diversificar sus inversiones en productos financieros. Como consecuencia, el perfil del inversor uruguayo se caracteriza por su aversión al riesgo y una escasa participación en productos financieros. Este comportamiento además se ve influenciado por la falta de opciones atractivas y el escaso conocimiento sobre las alternativas de inversión disponibles. A lo largo del estudio, se identificó que la educación financiera es un factor determinante para cambiar esta tendencia. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos realizados por diversas instituciones para promover la educación financiera, no se refleja un claro impacto en el comportamiento financiero de las personas. Los inversores carecen de las herramientas necesarias para evaluar adecuadamente los riesgos y beneficios de los instrumentos financieros, lo que limita su participación en productos como las ON de CONAPROLE.

En relación con CONAPROLE y su producto Conahorro, se analizó la evolución de la oferta de ON y los desafíos que ha enfrentado en su colocación. Aunque las ON de CONAPROLE representan una opción atractiva para financiar la empresa, han tenido dificultades para atraer a inversores minoristas. Los resultados de la encuesta confirmaron que muchas instituciones no perciben estas ON como una opción competitiva frente a otros productos disponibles. Entre las razones que sustentan esta percepción se encuentran la falta de conocimiento sobre el producto, la percepción de una relación riesgo-retorno poco atractiva, y las barreras estructurales en la distribución, como las altas comisiones de los intermediarios financieros.

Los hallazgos de la encuesta también reflejan que menos del 50% de las instituciones tienen clientes que invierten en Conahorro. Factores como la baja rentabilidad, la limitada liquidez y los elevados "fees" de distribución han llevado a que dos tercios de las instituciones no recomienden este producto. Al aplicar la metodología del Net Promoter Score (NPS) para evaluar la opinión de las instituciones sobre el producto, los resultados fueron preocupantes, con solo un 7% de promotores y un 81% de detractores, siendo la rentabilidad el factor más señalado como desincentivo. Para mejorar la aceptación del producto, CONAPROLE debería ajustar la rentabilidad ofrecida, optimizar su estrategia de comunicación y evaluar incentivos de distribución más atractivos.

En conclusión, se observó un perfil de inversor uruguayo con una marcada preferencia por inversiones inmobiliarias y productos financieros asociados a renta fija, que perciben como más seguros. En cuanto a la educación financiera, si bien los inversores uruguayos cuentan con más conocimientos que el promedio de la región gracias a las iniciativas implementadas en las últimas décadas, cuando se analiza la actitud del inversor frente a la planificación financiera, la toma de decisiones informadas y la conducta de ahorro, el ahorrista uruguayo se encuentra por debajo del promedio regional. El estudio ha demostrado que la limitada participación de los inversores minoristas en las ON de CONAPROLE se debe a una serie de factores

interrelacionados: la falta de conocimiento, la desconfianza en los productos financieros, las barreras en la distribución, la baja liquidez del producto, la rentabilidad/riesgo del producto y la falta de incentivos para los intermediarios. Superar estos obstáculos será esencial para aumentar la participación de los inversores y mejorar el acceso a productos de inversión como las ON de CONAPROLE.

10. BIBLIOGRAFÍA

Banco Central del Uruguay. www.bcu.gub.uy

Banco Central del Uruguay. (2016). Encuesta Financiera de los Hogares Uruguayos (EFHU) 2016.

Banco Central del Uruguay & Banco de Desarrollo de América Latina. (2024). Encuesta Nacional de Capacidades Financieras 2024. <https://www.bcu.gub.uy>

Barnewall, M. M. (1987). Psychological characteristics of the individual investor. *In W. Droms (Ed.), Asset allocation for the individual investor* (pp. 10-18). Institute of Chartered Financial Analysts.

Bernstein, W. J. (2000). *The Intelligent Asset Allocator: How to Build Your Portfolio to Maximize Returns and Minimize Risk*. McGraw-Hill.

Bruhn, De Souza, Legovini, Marchetti, & Zia, 2016

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments* (9th ed.). McGraw-Hill.

Chauhan, V., Reber, A. C., & Khanna, S. N. (2017). Metal chalcogenide clusters with closed electronic shells and the electronic properties of alkalis and halogens. *Journal of the American Chemical Society*, 139(5), 1871-1877.

Chiappara, M., & Fatás, A. (2012). El mercado de valores en el Uruguay: el caso de las ON. Un análisis de su evolución desde 1996.

Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Martínez Pería, M. S., & Mohseni-Cheraghloo, A. (2012). Bank regulation and supervision around the world: a crisis update. *World Bank policy research working paper*, (6286).

De Bortoli, D., da Costa Jr, N., Goulart, M., & Campara, J. (2019). Personality traits and investor profile analysis: A behavioral finance study.

Durango, G. M. y Delgado, V. L. (2017). Diseño metodológico para la estructuración de portafolios de inversión según el perfil de riesgo del inversionista.

Even-Tov, O., Kogan, S., & So, E. C. (2022). Fee the people: Retail investor behavior and trading commission fees.

García, N., Grifoni, A., Juan, C. L., & Mejía, D. (2013). *La educación financiera en América Latina y el Caribe: Situación actual y perspectivas* (Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva N°12). CAF - Banco de Desarrollo de América Latina.

Graham B. (1949). *The intelligent investor: A book of practical counsel*. Harper & Brothers.

Harlow, W. V., & Brown, K. C. (1990). Understanding and Assessing Financial Risk Tolerance: A Biological Perspective. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 3, 101-110.

- Ispuerto, & Villanueva. (2010). Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias
- Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences, and Biases Investment Advisors Should Know About. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-65.
- Kahneman, D., y Tversky, A. (1979). Teoría prospectiva: un análisis de la toma de decisiones en situaciones de riesgo.
- Kaur, A., & Goel, P. (2022). Impact of Big-five Personality Traits on Investor's Risk Attitude. *Indian Journal of Economics and Development*, 18(2), 477-482.
- López, G. J. C. (2016). Las finanzas personales, un concepto que va más allá de su estructura: Estado del arte período 2006-2016 (Tesis de maestría). Universidad EAFIT.
- Nofsinger, J. R. (2002). *The psychology of investing*. Prentice Hall.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2018). Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal.
- OCDE. (2005). *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*. París: OCDE.
- Parchure (2016). Influence of the financial literacy on the investor profile of the individual investors.
- Punina, Á. P. C., & Salazar, D. M. (2015). Factores que influyen en la tolerancia al riesgo de los inversores: Nivel de ingresos y patrimonio. *Revista de Finanzas Aplicadas*, 8(15), 67-84.
- Seijas, M. N. (2014). Las reformas de pensiones y el incentivo a los mercados de capitales: Un estudio global.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Sirota, G. (2021). Diagnóstico acerca de la educación financiera en Uruguay y sesgos en las finanzas personales.
- Statman, M. (2010). *What Investors Really Want: Know What Drives Investor Behavior and Make Better Financial Decisions*. McGraw-Hill.
- Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: the making of behavioral economics* (1st).
- Vayanos, D., y Wang, J. (2012) Market Liquidity - Theory and Empirical Evidence (No. w18251). National Bureau of Economic Research.
- Vidal Ugarteche, F. L. (2020). ¿Por qué no se invierte en Bolsa y cuál es el perfil inversor predominante?

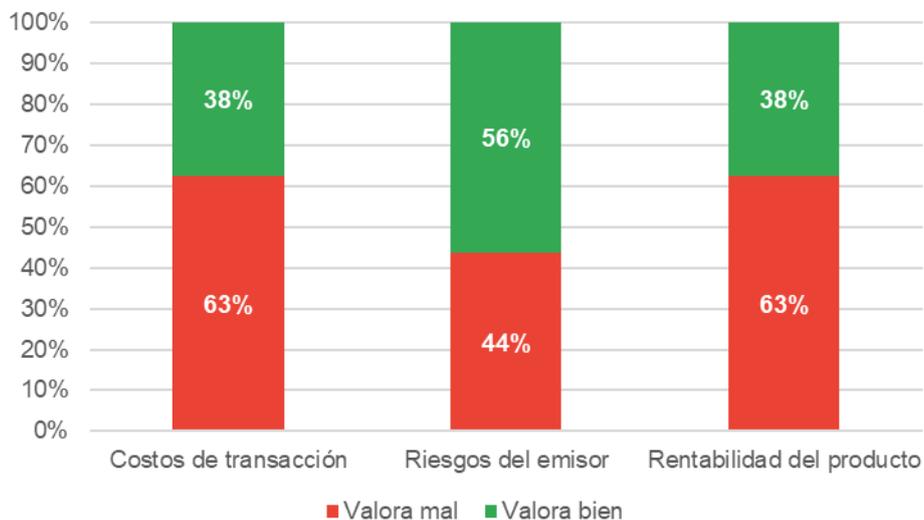
ANEXO A – OTRAS RESPUESTAS ADICIONALES INSTITUCIONES

FINANCIERAS

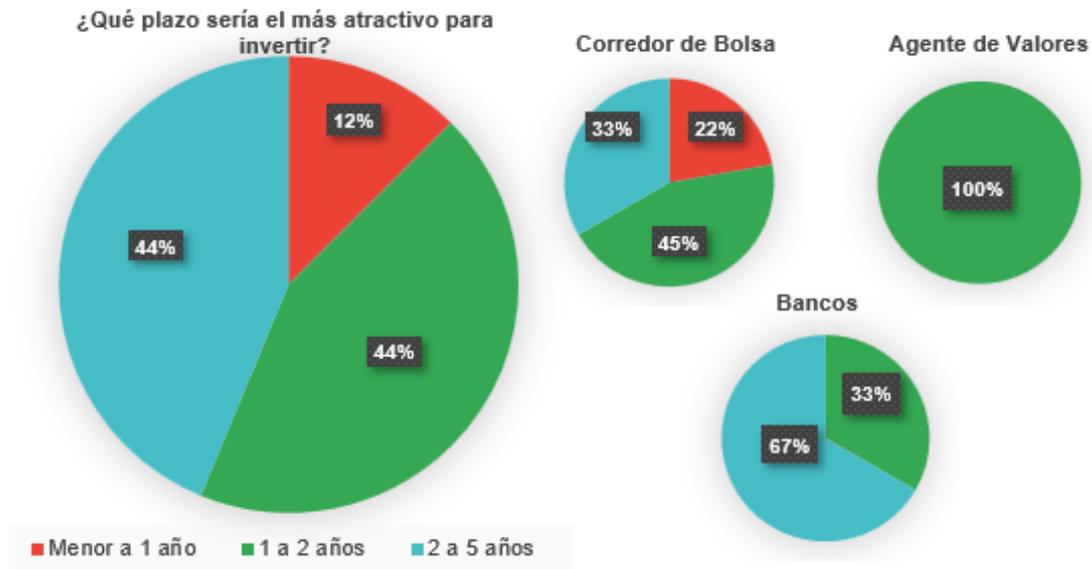
Respuestas desde el punto de vista de los clientes para los que recomiendan

Desde el punto de vista de los Clientes que deciden invertir en Conahorro, ¿Cómo cree usted que influyen en la decisión del Cliente, cada uno de los siguientes Factores/Características?

Desde la perspectiva de las instituciones, los costos de transacción son considerados negativos o neutrales, con un 63% de los encuestados valorando estos costos con 1, 2 o 3. En contraste, un 38% les asigna una calificación positiva de 4 o 5. En cuanto a los riesgos del emisor, un 44% los ve de manera neutral o negativa, mientras que un 56% los considera positivos. Finalmente, respecto a la rentabilidad del producto, el 63% de las instituciones la califica de forma negativa o neutral, y solo un 38% la ve de manera positiva.

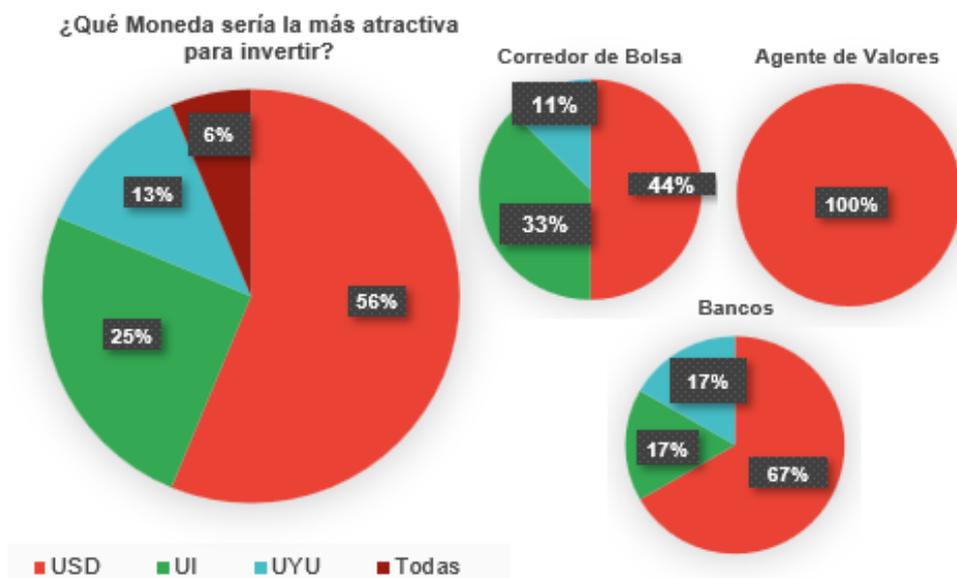


Desde el punto de vista de los Clientes que deciden invertir en Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para invertir en el instrumento?



Desde la perspectiva de las instituciones sobre lo que creen que sus clientes prefieren para invertir en Conahorro, el plazo más atractivo es de 1 a 2 años, elegido por el 44% del total. Los bancos consideran que el 33% de sus clientes optarían por ese plazo, mientras que los corredores de bolsa muestran una preferencia equilibrada entre 1 a 2 años (45%) y 2 a 5 años (33%). En general, el 88% de las instituciones cree que sus clientes elegirían un plazo de 1 a 5 años.

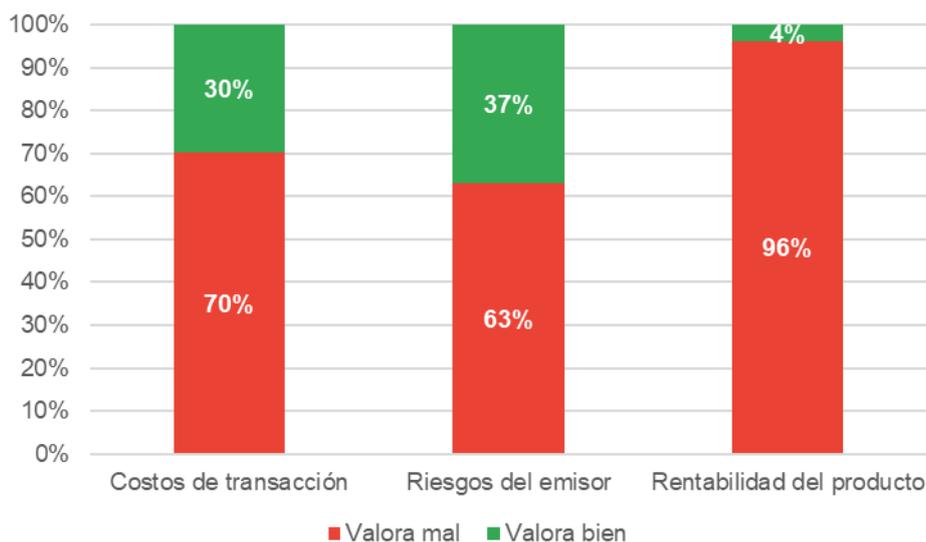
Desde el punto de vista de los Clientes que deciden invertir en Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para invertir en el instrumento?



Las instituciones creen que sus clientes prefieren invertir en Conahorro en USD (56% del total). El 100% de los agentes de valores y el 67% de los bancos piensan lo mismo. Los corredores de bolsa tienen una visión más diversa, con un 44% que considera que sus clientes prefieren USD y un 33% que optan por UI.

Respuestas desde el punto de vista de los clientes para los que NO recomiendan - Encuesta 1

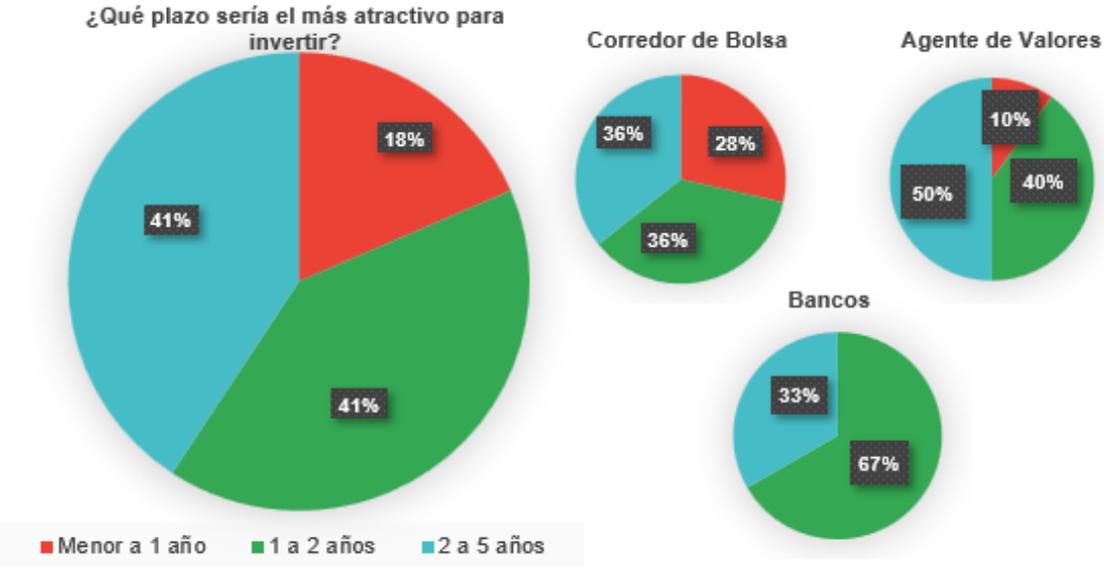
Desde el punto de vista de los Clientes que deciden NO invertir en Conahorro, ¿Cómo cree usted que influyen en la decisión del Cliente, cada uno de los siguientes Factores/Características?



De acuerdo con la perspectiva de las instituciones sobre lo que creen que piensan los clientes que no invierten en Conahorro, los factores más influyentes en esa decisión serían los costos de transacción y la rentabilidad del producto, con valoraciones negativas o indiferentes (puntuaciones de 1, 2 o 3) del 70% y 96%, respectivamente. Los riesgos del emisor también influyen considerablemente, con una percepción negativa del 63%.

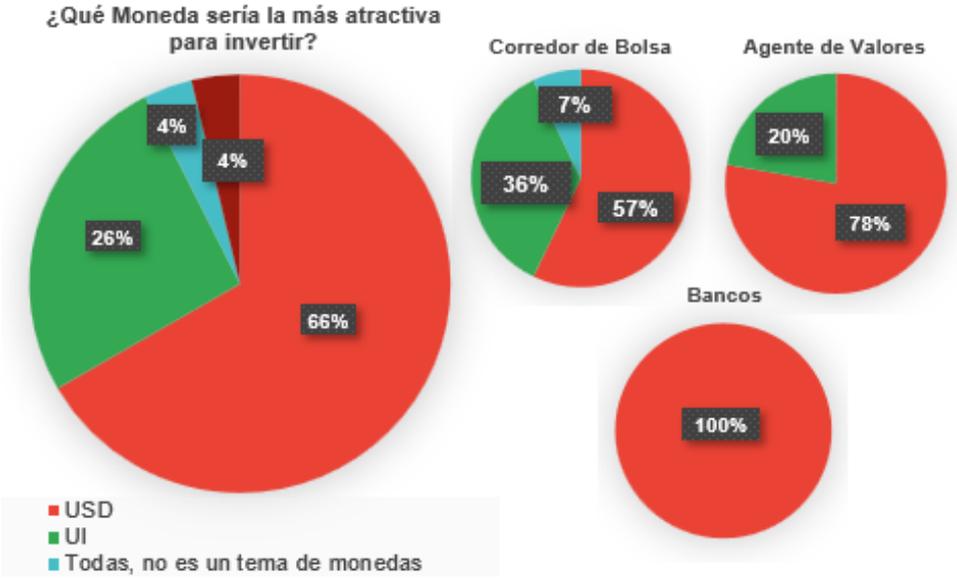
Desde el punto de vista de los Clientes que deciden NO invertir en Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para invertir en el instrumento?

De acuerdo con la percepción de las instituciones sobre lo que piensan los clientes que no invierten en Conahorro, los plazos de 1 a 5 años resultan los más atractivos, con un 81% de preferencia global. Los intervalos de 1 a 2 años y 2 a 5 años obtienen un 41% cada uno.



Desde el punto de vista de los Clientes que deciden NO invertir en Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para invertir en el instrumento?

Según la perspectiva de las instituciones sobre las preferencias de los clientes que no invierten en Conahorro, las monedas USD y UI son las más atractivas para este instrumento, representando el 93% de las respuestas globales. El USD concentra el mayor interés con un 67%, seguido por la UI con un 26%, y una mínima preferencia por otras opciones.



ANEXO B – ENCUESTAS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

8/24/24, 5:38 PM

Encuesta para INSTITUCIONES FINANCIERAS - ON Conahorro

Encuesta para INSTITUCIONES FINANCIERAS - ON Conahorro

Estimado/a Asesor/Institución,

Somos 2 Contadores Públicos, que nos encontramos preparando nuestra Tesis de la Maestría en Finanzas de la UDELAR.

Con el respaldo de la Gerencia Financiera (José Luis Rial) de Conaprole. Estamos investigando el perfil de los inversores en las Obligaciones Negociables (ON) de Conahorro, así como entender porque existe un acceso muy bajo de inversores retail por medio de los agentes privados y valoraríamos mucho su participación en esta breve encuesta.

Les pedimos 4 minutos de su tiempo para que puedan realizar la misma. sus respuestas son clave para entender mejor sus motivaciones y preferencias de inversión. Los datos serán tratados con confidencialidad y utilizados únicamente para fines académicos.

Gracias por colaborar con nuestra investigación.

Atentamente,

Cr. Martín Attún (Estudiante)

Cr. Juan Manuel Hernández (Estudiante)

Cra. Ana Chaves (Tutora)

* Indica que la pregunta es obligatoria

Información de la Institución

1. ¿A qué Institución Financiera perteneces?

Marca solo un óvalo.

- Banco Privado
- Banco Estatal
- Corredor de Bolsa
- Agente de Valores

2. ¿Qué rol ocupa actualmente en la Institución a la que pertenece?

Marca solo un óvalo.

- Gerente de portafolio
- Analista de inversiones
- Asesor de inversiones
- Otro: _____

3. ¿Hace cuánto tiempo está trabajando en esa Institución?

Marca solo un óvalo.

- Menos de 1 años
- Entre 1 y 3 años
- Entre 3 y 5 años
- Más de 5 años

4. ¿Con cuántos años de experiencia posee en el rubro?

Marca solo un óvalo.

- Menos de 1 años
- Entre 1 y 3 años
- Entre 3 y 5 años
- Más de 5 años

Conocimiento y percepción de Conahorro

5. ¿Cómo percibe usted el conocimiento en términos de Educación Financiera de los Uruguayos?

En una escala de 1 a 5, donde 1 es "Nulo conocimiento" y 5 es "Alto conocimiento"

Marca solo un óvalo.

1 2 3 4 5

Nul Alto conocimiento

6. ¿Cuál es el nivel de conocimiento que tiene usted y su Institución sobre el programa Conahorro?

En una escala de 1 a 5, donde 1 es "Nulo conocimiento" y 5 es "Alto conocimiento"

Marca solo un óvalo.

1 2 3 4 5

Nul Alto conocimiento

7. ¿Cómo se enteró usted de la existencia de las Obligaciones Negociables de CONAPROLE?

Marca solo un óvalo.

- Televisión / Radio
- Redes Sociales
- Conocido o Amigo
- Otro: _____

8. Desde su perspectiva, ¿considera usted adecuada la publicidad de Conahorro?

Marca solo un óvalo.

- Sí
- No

9. ¿Su Institución ha participado en eventos o presentaciones de CONAPROLE relacionados con Conahorro?

Marca solo un óvalo.

Sí

No

Participación de clientes de la Institución en CONAHORRO

10. De acuerdo con el conocimiento del cliente establecido por los "Estándares Mínimos de ^{*} Gestión para Intermediarios de Valores"
- ¿Cómo agruparía (en %) su cartera de Clientes/Inversores de acuerdo con los siguientes PERFILES?

La suma de respuestas debe dar 100%

Marca solo un óvalo por fila.

	5%	10%	20%	30%	40%	50%	Más de 50%
Conservadores	<input type="radio"/>						
Moderados	<input type="radio"/>						
Arriesgados	<input type="radio"/>						

11. ¿Qué porcentaje de sus clientes Invierten en Conahorro?

Marca solo un óvalo.

0%

1 a 5%

5 a 10%

10 a 20%

Más del 20%

12. ¿Cuál fue la última vez que la Institución participó del programa Conahorro?

Marca solo un óvalo.

- Nunca ha participado / No tiene conocimiento
- Hace menos de 1 año
- Entre 1 y 5 años
- Más de 5 años

13. Usted, ¿Recomendaría a sus Clientes Invertir en ON Conahorro?

Marca solo un óvalo.

- Sí *Salta a la pregunta 14*
- No *Salta a la pregunta 20*

Factores de decisión -Si

14. Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Cómo clasificaría cada uno los siguientes Factores/Características del Instrumento? *

En una escala de 1 a 5, donde 1 es "muy negativo" y 5 es "muy positivo"

Por ejemplo, si los "Costos de transacción" son muy altos, entonces corresponde valorarlo con 1.

Marca solo un óvalo por fila.

	1	2	3	4	5
Costos de transacción	<input type="radio"/>				
Riesgos del emisor	<input type="radio"/>				
Rentabilidad del producto	<input type="radio"/>				
Fee de distribución pagado por el emisor	<input type="radio"/>				

15. Al momento de comprar/recomendar Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para que su Institución ofrezca el instrumento?

Marca solo un óvalo.

- Menor a 1 año
- 1 a 2 años
- 2 a 5 años
- Más de 5 años

16. Al momento de comprar/recomendar Conahorro,
¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para que su Institución ofrezca el instrumento?

Marca solo un óvalo.

- USD
- UYU
- UI
- Otro: _____

17. Desde el punto de vista de los Clientes que deciden invertir en Conahorro, *
¿Cómo cree usted que influyen en la decisión del Cliente, cada uno de los siguientes Factores/Características?

En una escala de 1 a 5, donde 1 es "muy negativo" y 5 es "muy positivo"

Por ejemplo, si los "Costos de transacción" son muy altos, entonces corresponde valorarlo con 1.

Marca solo un óvalo por fila.

	1	2	3	4	5
Costos de transacción	<input type="radio"/>				
Riesgos del emisor	<input type="radio"/>				
Rentabilidad del producto	<input type="radio"/>				

18. Desde el punto de vista de los Clientes que deciden invertir en Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para invertir en el instrumento?

Marca solo un óvalo.

- Menor a 1 año
- 1 a 2 años
- 2 a 5 años
- Más de 5 años

19. Desde el punto de vista de los Clientes que deciden invertir en Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para invertir en el instrumento?

Marca solo un óvalo.

- USD
- UYU
- UI
- Otro: _____

Salta a la pregunta 26

Factores de decisión -No

20. Al momento de NO recomendar Conahorro a sus clientes, *
¿Cómo influye cada uno los siguientes Factores/Características del Instrumento?

En una escala de 1 a 5, donde 1 es "muy negativo" y 5 es "muy positivo"

Por ejemplo, si los "Costos de transacción" son muy altos, entonces corresponde valorarlo con 1.

Marca solo un óvalo por fila.

	1	2	3	4	5
Costos de transacción	<input type="radio"/>				
Riesgos del emisor	<input type="radio"/>				
Rentabilidad del producto	<input type="radio"/>				
Fee de distribución pagado por el emisor	<input type="radio"/>				

21. ¿Qué plazo cree usted que sería el más atractivo para que su Institución ofrezca el instrumento?

Marca solo un óvalo.

- Menor a 1 año
- 1 a 2 años
- 2 a 5 años
- Más de 5 años

22. ¿Qué moneda cree usted que sería la más atractiva para que su Institución ofrezca el instrumento?

Marca solo un óvalo.

- USD
- UYU
- UI
- Otro: _____

23. Desde el punto de vista de los Clientes que deciden NO Invertir en Conahorro, *
¿Cómo cree usted que influyen en la decisión del Cliente, cada uno de los siguientes Factores/Características?

En una escala de 1 a 5, donde 1 es "muy negativo" y 5 es "muy positivo"

Por ejemplo, si los "Costos de transacción" son muy altos, entonces corresponde valorarlo con 1.

Marca solo un óvalo por fila.

	1	2	3	4	5
Costos de transacción	<input type="radio"/>				
Riesgos del emisor	<input type="radio"/>				
Rentabilidad del producto	<input type="radio"/>				

24. Desde el punto de vista de los Clientes que deciden NO invertir en Conahorro, ¿Qué plazo cree usted que sería más atractivo para invertir en el instrumento?

Marca solo un óvalo.

Menor a 1 año

1 a 2 años

2 a 5 años

Más de 5 años

25. Desde el punto de vista de los Clientes que deciden NO invertir en Conahorro, ¿Qué moneda cree usted que sería más atractiva para invertir en el instrumento?

Marca solo un óvalo.

USD

UYU

UI

Otro: _____

Perspectivas futuras

26. ¿Qué Spread encima de un Bono Soberano Uruguayo piensa que debería pagar Conahorro?

Marca solo un óvalo.

0 pbs

25 pbs

50 pbs

75 pbs

100 pbs

Otro: _____

27. ¿Cuál es la probabilidad de que recomiendes agregar como producto a su cartera, el programa Conahorro de Conaprole a sus clientes?

En una escala de 0 a 10, donde 0 es "Nunca recomendaría" y 10 es "Definitivamente recomendaría"

Marca solo un óvalo.

- 0
- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10

28. ¿Qué cambios o mejoras podrían incentivar a su Institución a considerar la recomendación o compra de Conahorro para sus clientes en el futuro?

29.

¿Tiene alguna opinión adicional, sugerencia o comentario sobre las Obligaciones Negociables de CONAPROLE y su relación con Instituciones Financieras?

Este contenido no ha sido creado ni aprobado por Google.

Google Formularios