

Univerisidad de la República
Facultad de Ciencias Sociales
Licenciatura en Desarrollo

Monografía de Grado

¿Quién financia el largo plazo?
La evolución de los fideicomisos y su efecto en el mercado
de capitales y desarrollo del Uruguay, 2004-2023

Pedro Copelmayer

2025

Me interesa el futuro porque es el sitio donde voy a pasar el resto de mi vida.
Woody Allen, *What's Up, Tiger Lily*, 1966.

Índice

Resumen

1. Introducción y fundamentación	5
2. Fideicomisos: su implementación en la región	8
3. Marco teórico	
3.1.1 Mercado de capitales, instituciones y desarrollo	10
3.1.2 Sistema financiero y crecimiento económico	13
3.1.3 El sector bancario en Uruguay	16
3.1.4 Fideicomisos: funcionamiento y utilidad	18
3.2 Antecedentes	
3.2.1 Los mercados de capitales en América Latina	20
3.2.2 Mercados de capitales en Uruguay: principales referencias	20
3.2.3 Fondo Lechero y Fondo Arrocerero: los principales antecedentes de la Ley de Fideicomisos	21
4. Preguntas y objetivos de investigación	24
5. Estrategia metodológica y metodología	25
6. Marco histórico e institucional	
6.1. Orígenes del fideicomiso	29
6.2. La evolución del mercado de capitales en Uruguay	31
7. El fideicomiso como instrumento jurídico-financiero	
7.1. La construcción del proyecto de ley	36
8. Utilización del fideicomiso en el mercado de capitales uruguayo	
8.1 Comparativa: obligaciones negociables y fideicomisos financieros	38
8.2 Dimensionando el sector	
8.2.1 Análisis sectorial: certificados de participación de fideicomisos financieros	44

8.2.2 Fideicomisos financieros de cotización abierta y sector público	47
8.2.3 Fideicomisos financieros de cotización abierta y sector privado	48
8.2.4 Reflexiones	49
9. Estudio de caso: Citrícola Salteña.	51
10. Conclusiones	62
11. Bibliografía	68
12. Anexos	73

Resumen

En octubre de 2003 se aprobó en Uruguay la Ley de Fideicomisos, en un esfuerzo por generar posibilidades de financiamiento para el crecimiento económico en el contexto de recuperación posterior a la crisis bancaria de 2002 y al retraimiento del sector bancario. El fideicomiso es un herramienta que permite a una empresa separar y proteger una parte de su patrimonio aislándola de posibles reclamos sobre sus activos originales. Así, los inversores asumen riesgos solo en función de la sostenibilidad del bien o del flujo de pagos involucrado, y no del desempeño general de la empresa. A más de 20 años de la incorporación de este instrumento en el mercado de capitales uruguayo, parece evidente que ha asumido un rol significativo en el sostén de una parte considerable de la actividad económica del país.

Esta tesis discute los efectos que ha tenido la herramienta, tanto en términos generales como a escala sectorial, en la actividad del mercado de capitales en general y en el de valores en particular, así como qué cambios cualitativos produjo al servir de apoyo a tipos de actividad específicos. En resumen, se propone entender cómo ha influido el fideicomiso en la asignación de capital en Uruguay y cuáles han sido sus conexiones con el desarrollo. Busca describir los principales aspectos legales y regulatorios de este instrumento y su evolución histórica, comprender su grado de utilización en el mercado de capitales de Uruguay, y analizar los desafíos y particularidades de su implementación en la práctica mediante el análisis del caso de Citrícola Salteña.

Para comprender este instrumento legal se emplea una estrategia metodológica dual. Por un lado, se aborda cuantitativamente el impacto de los fideicomisos financieros en el mercado de capitales, enfoque que permite entender el grado de utilización que el mercado le dio a este vehículo en detrimento de otras opciones para captar inversión. Por otro lado, las particularidades de la implementación de los fideicomisos en la práctica —como la utilización de los fideicomisos de garantía— se discuten mediante un estudio de caso y entrevistas no estructuradas con informantes calificados.

Palabras clave: fideicomiso, mercado de capitales, desarrollo, sistema financiero, Uruguay

1. Introducción y fundamentación

La figura del fideicomiso se creó en Uruguay en 2003 con el objetivo de canalizar el ahorro de privados hacia actividades productivas, en un contexto de retraimiento bancario. Nuestro país fue uno de los últimos de la región en incorporar esta forma jurídica, alrededor de 80 años después de Colombia, México y Panamá, y cinco después de Ecuador, todos países que comparten nuestras raíces en el derecho latino. A pesar del contexto acuciante en el que surgió, en plena crisis del 2002 –colapso financiero provocado en parte por el contagio regional de la crisis argentina, que provocaría una importante recesión– el fideicomiso no se instaló rápidamente. Como releva De Brun et al., (2007), recién cuatro años después de la aprobación de la Ley de Fideicomisos, la «reciente ley» había introducido «un nuevo tipo de instrumento de deuda que podría atender la mayoría de las preocupaciones de inversores privados». No obstante, hasta ese momento «el desarrollo de un mercado de fideicomisos» había sido «limitado» (p. 49).

Esta apreciación contaba con una contrastación cuantitativa contundente. De acuerdo a una encuesta realizada en colaboración con el Instituto Nacional de Estadística que tomaba una muestra que incluía todas las firmas regularmente encuestadas y concebidas como potenciales emisoras de instrumentos de renta fija (se entiende por tales aquellas que tengan más de 50 empleados), el conocimiento de los actores sobre este instrumento era muy bajo: 78% de los encargados financieros de las empresas encuestadas declaraban conocer «algo» o «nada» sobre el fideicomiso como mecanismo de financiamiento, habiendo transcurrido ya cuatro años desde la aprobación de la ley (De Brun et al., 2007). Los datos de proyecciones de emisión reflejaban este desconocimiento: de 463 empresas, solo 23 habían hecho emisiones de fideicomisos en el período 2002-2005 y solo 10 planeaban hacerlo en los próximos dos años (2006-2007), ya pasada la crisis y con un entorno macroeconómico estable.

A pesar de esta perspectiva, en los años siguientes el fideicomiso se posicionó como una herramienta fundamental del mercado de capitales de Uruguay: en el período 2004-2023 se crearon 129 fideicomisos financieros. A la par del desarrollo de la herramienta, creció un gran mercado de fiduciarios, con 10 jugadores activos y competencia entre públicos y privados. La mayoría de las emisiones correspondió al sector público, aunque en términos de volumen de emisión primó el sector privado (Elaboración propia con base en Banco Central del Uruguay, Principales Variables del Mercado de Valores, 2024).

Existe una compleja relación entre regulación, derechos de propiedad e incentivos para la inversión, que a su vez es condición *sine qua non* para el crecimiento de las firmas locales, la creación de empleo de calidad y la mejora de las condiciones de vida de la población en general. Para esto es útil el concepto de «balance de derechos»,¹ que refiere a los derechos de propiedad entre dos actores: los acreedores y los deudores.

Entendemos el rol del Estado como regulador y, a la vez, impulsor de la inversión como un trabajo de generación de equilibrio entre los derechos de propiedad de ambos actores. Cuidar este balance es esencial para tener una economía dinámica y, a la vez, evitar riesgos sistémicos. Una excesiva protección a los deudores puede inhibir la inversión, pero proteger a los acreedores puede tener otros efectos negativos, como la falta de control por parte del inversor, el negocio especulativo y el *free rider problem*. De esta manera, entendemos que la Ley de Fideicomisos fue un intento de alterar el balance de derechos a favor de los acreedores, con el propósito de fomentar la inversión. Esto se consigue al permitir que se generen múltiples patrimonios, legalmente aislados unos de otros. De esta forma, el fideicomitente (persona o empresa que crea el fideicomiso) puede generar un patrimonio separado y destinado a un fin específico (por ejemplo, distribuir la renta de una determinada explotación forestal entre sus inversores), administrado por un tercero imparcial (fiduciario). Para los inversores esto significa que los riesgos asumidos están exclusivamente vinculados a la rentabilidad o sostenibilidad del activo o al flujo de pagos transferido al fideicomiso, sin depender del desempeño financiero general o de la solvencia de la empresa de origen.

Cumplidos 20 años de la creación de uno de los principales mecanismos legales que el Estado impulsó explícitamente como un vehículo que permitiera la canalización de inversión y el crecimiento económico, es relevante analizar el progreso alcanzado, describir el estado del arte y entender la incidencia de este instrumento en el mercado de capitales local y, por ende, en el desarrollo.

Esta tesis parte de la premisa de que el desarrollo no debe ser entendido exclusivamente como crecimiento económico, sino como un proceso de transformación estructural que conlleve una mejora sostenida en las condiciones de vida de la población, una mayor equidad social y una diversificación de la estructura productiva. Bajo esta concepción, el desarrollo

¹ Al hablar de «derechos» o del «enfoque de balance de derechos» nos referimos exclusivamente a los derechos de propiedad. Al hablar de «mercado de capitales» o de «mercado financiero» indistintamente, nos referimos a todo tipo de interacción entre inversores y empresas, sea esta una transacción «pública» (por intermedio de la Bolsa de Valores de Montevideo –BVM– o de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay –BEVSA–) o entre privados por medio de instrumentos que no coticen en ninguna bolsa.

implica no solo más inversión, sino también una asignación de recursos que favorezca la inclusión financiera, el fortalecimiento de sectores estratégicos y la sostenibilidad en el largo plazo. En este marco, el fideicomiso financiero puede ser concebido como una herramienta de política económica que, más allá de su eficacia técnica para aislar riesgos y facilitar el financiamiento, merece ser analizada en función de su capacidad para contribuir a estos objetivos más amplios. Como ya advertía Furtado (1967), “el desarrollo no se identifica con el simple crecimiento económico, sino que implica un cambio en la estructura social y productiva de un país” (p. 21).

Desde esta perspectiva, el estudio del fideicomiso permite explorar no solo su funcionamiento operativo o normativo, sino también su rol en la canalización del ahorro hacia determinadas actividades productivas. En este sentido, resulta pertinente preguntarse en qué medida su utilización ha favorecido procesos de diversificación productiva o, por el contrario, ha tendido a concentrarse en sectores ya consolidados y con acceso histórico al crédito, como es el caso del agroexportador. Asimismo, es relevante considerar que algunas de las operaciones de mayor volumen han contado con un fuerte respaldo institucional, lo que plantea interrogantes sobre el tipo de riesgos asumidos (de forma directa o indirecta) por el Estado, en particular a través del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU). Sin desmedro del valor que estos instrumentos han tenido para sostener empresas en contextos críticos o para estructurar esquemas innovadores de financiamiento, incorporar una mirada desde el desarrollo permite enriquecer el análisis y vincularlo con debates más amplios sobre la equidad en el acceso al crédito, la orientación de la inversión y el uso de herramientas financieras en la estrategia de desarrollo nacional.

Por último, si bien este trabajo se centra en la evolución institucional y en el impacto de la regulación en el uso de herramientas financieras, es importante reconocer que existen otros factores determinantes en la adopción de instrumentos como el fideicomiso. Uno de ellos es el tratamiento tributario, especialmente en comparación con alternativas como los Fondos de Inversión. Si bien un análisis detallado de la evolución del marco fiscal aplicado a los fideicomisos excede el alcance de esta investigación, algunos de los aspectos más relevantes se presentan en el Anexo.

2. Fideicomisos: su implementación en la región

La institución del fideicomiso llegó tarde a Uruguay. En 2003, durante el debate legislativo previo a la aprobación de la ley (Diario de Sesión, 15 de octubre de 2003, Cámara de Representantes), se mencionó la experiencia de distintos países que habían adoptado esa figura. Argentina lo hizo con la Ley 24.441, sancionada el 9 de enero de 1995 (Congreso de la Nación Argentina, 1995). Brasil, hasta esa fecha, no utilizaba el término «fideicomiso», pero regulaba la posibilidad de enajenar un patrimonio fiduciario en garantía, mediante una disposición presente en su Ley de Mercado de Capitales, del 14 de julio de 1965, y sus posteriores modificaciones (Nascimento, 2024).

Colombia reguló por primera vez el fideicomiso en la Ley de Establecimientos Bancarios del 16 de julio de 1923 (Congreso de Colombia, 1923). México representó un antecedente cercano en el tiempo, con su Ley de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios del 24 de diciembre de 1924 (Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, 1924). Por último, Ecuador lo hizo con la Ley de Mercado de Valores 107, promulgada el 23 de junio de 1998 (Congreso Nacional del Ecuador, 2006).

Más allá de los antecedentes más cercanos en tiempo, normativa, tradición legal y geografía, la posibilidad de separar legalmente una parte (o la totalidad) de un patrimonio para un fin específico es una tradición legal-comercial que existe desde hace siglos y quizá su ejemplo más antiguo sea el *trust* inglés (Olivera, 2014). El concepto legal de *trust* en el derecho anglosajón tiene sus raíces en la Inglaterra medieval: se remonta a las Cruzadas, en el siglo XII. Los cruzados que partían hacia Tierra Santa solían transferir la propiedad de sus tierras a un fideicomisario para que las administrara en nombre de sus familias durante su ausencia. Los primeros ejemplos de *trusts* pueden rastrearse en los *uses* (precursor del *trust* moderno), por los cuales una persona poseía una propiedad en beneficio de otra. Estos *uses* eran reconocidos y aplicados por los tribunales de equidad, conocidos como Tribunales de Cancillería, que operaban junto con los tribunales de derecho común.

Con el tiempo, esta figura se extendió a Europa y a otros sistemas jurídicos, a medida que el comercio y las finanzas se volvían más sofisticados. La flexibilidad del *trust* permitió su adaptación a diversos fines comerciales y financieros, desde la administración de patrimonios familiares hasta la estructuración de inversiones y financiamientos en mercados globales. En particular, en el mundo de los negocios esta estructura fue adoptada como un mecanismo eficaz para la securitización de activos, la protección patrimonial y la administración de

fondos colectivos, que facilitaba el desarrollo de mercados financieros más complejos y mejoraba la seguridad jurídica en transacciones de largo plazo.

Es así que, a pesar de su consolidación en la región y de sus antecedentes históricos de larga data, la figura de establecimiento de un patrimonio para hacer negocios jurídicos es relativamente reciente en Uruguay. Comenzó con las experiencias del Fondo Lechero y el Fondo Arrocerero (que se analizarán en detalle posteriormente) y terminó de consolidarse con la aprobación de la Ley de Fideicomisos en 2003, en el contexto descrito.

Sin embargo, el desarrollo de los mercados de bonos en general y de los de deuda corporativa en particular (uno de los usos principales de los fideicomisos) muestra que estos tienden a demorar en emerger. Se trata de instituciones complejas que dependen de condiciones institucionales previas para desarrollarse de forma adecuada (Borensztein et al., 2008).

3. Marco teórico

Esta sección aborda algunos conceptos fundamentales para comprender el papel de las instituciones en la configuración del balance de derechos entre acreedores y deudores, con el objetivo de alcanzar un equilibrio óptimo que fomente la inversión, el empleo y el desarrollo. En este análisis se parte de la relación general entre los mercados de capitales, las instituciones y el desarrollo, con especial énfasis en la evolución institucional como condicionante del crecimiento económico (Acemoglu et al., 2001), así como en el papel de los mercados de capitales como metainstitución en la consolidación de marcos económicos sostenibles (North & Weingast, 1989). Además, se considera la evidencia empírica sobre la relación entre el financiamiento y el crecimiento económico, sustentada en estudios que demuestran la influencia del desarrollo del sector financiero en el desempeño económico a largo plazo (King & Levine, 1993; Yusifzada & Mammadova, 2015).

Desde esta perspectiva, es clave diferenciar entre crecimiento y desarrollo. Mientras que el crecimiento se define como un aumento cuantitativo de variables económicas —como el producto interno bruto (PIB) o la producción industrial—, el desarrollo implica transformaciones estructurales y cualitativas que mejoran las condiciones de vida de la población. No se trata solo de la generación de riqueza, sino también de su distribución equitativa, el acceso a servicios esenciales como salud y educación, y la sostenibilidad en el tiempo. En este sentido, aunque el crecimiento económico puede ocurrir sin necesariamente reducir desigualdades, el desarrollo busca una visión integral del progreso humano, considerando dimensiones económicas, sociales, políticas y ambientales.

En este marco, el análisis del mercado de crédito y su evolución institucional resulta central. Se toman como referencia estudios que destacan los desafíos regulatorios y de *enforcement* en el sector financiero (Bergara, 2016; De Brun et al., 2007). Asimismo, se incorpora el análisis de los distintos sistemas de protección de inversores (La Porta et al., 1998) y el concepto de «balance de derechos» como herramienta para evaluar el impacto de la Ley de Fideicomisos en la relación entre acreedores y deudores (Garmendia Vázquez, 2006).

3.1.1 Mercado de capitales, instituciones y desarrollo

Este trabajo se inserta en el campo de la teoría de las instituciones, en particular, en la tradición teórica del estudio del impacto de las instituciones en el desarrollo. Las instituciones han sido ampliamente definidas como «reglas del juego» y se han estudiado en relación con su papel en el desarrollo. Son importantes en la reducción de la asimetría de información y los costos de transacción, factores clave para potenciar el crecimiento económico (North, 1990).

Estos atributos son los principales beneficios de la incorporación de la figura del fideicomiso al marco normativo uruguayo. Un ejemplo clásico del rol de las instituciones en el crecimiento económico puede encontrarse en el estudio de las finanzas públicas inglesas antes de la revolución gloriosa y del impacto que la gran reforma institucional emprendida (que implicó, entre otras cosas, la jerarquización del Parlamento para que la Corona no pudiese gobernar de forma independiente, lo que implicó una obligación de negociación para el monarca, y la separación de la Justicia del ámbito exclusivo de la Corona) tuvo en la confianza de los inversores y en la capacidad de financiamiento del Estado mediante la colocación de títulos de deuda en el mercado (North & Weingast, 1989). North & Weingast llegan al punto de dudar de si el resultado de la guerra entre Inglaterra y Francia hubiese sido el mismo si la primera no se desarrollaba de una manera tan espectacular, y llegan a afirmar que «Inglaterra no podría haber derrotado a Francia sin su revolución financiera» y que «las instituciones tuvieron una función necesaria en posibilitar el crecimiento económico y la libertad política» (North & Weingast, 1989, p. 353). De esta manera, se establece un nexo causal entre instituciones, mercado de capitales y desarrollo.

El vínculo entre estas variables parece mostrar cierto *path dependency*² en su desarrollo. En este sentido, se ha analizado el impacto del origen legal en la protección a los inversores, con el argumento de que este tiene un efecto significativo en la estructura y la eficacia de dichas

² Concepto que explica cómo las decisiones del pasado influyen en las opciones y desarrollos futuros, limitando el cambio y favoreciendo la continuidad de ciertas estructuras o instituciones.

protecciones. Según diversos estudios, los países con sistemas provenientes del *common law*³ tienden a ofrecer una mejor protección a los inversores, en particular a los accionistas minoritarios, en comparación con aquellos con sistemas de *civil law*⁴ (La Porta et al., 1998).

Este cuerpo teórico es particularmente relevante para nuestro estudio porque no solo analiza el grado de protección al inversor en los países de cada familia legal, sino que indaga en el formato de esa protección. En los países de *civil law* como Uruguay, esta tiende a depender más de la legislación y las regulaciones formales para la protección de los inversores, a diferencia de lo que ocurre en los países de *common law*, donde los jueces tienen un papel más activo y flexible en la interpretación y el desarrollo de normas que protegen a los inversores. En los sistemas de *civil law* las leyes tienden a ser más codificadas y a estar menos sujetas a interpretaciones judiciales expansivas, y la protección al inversor tiende a ser generada vía regulación. Este trabajo toma en cuenta ese enfoque para analizar el fideicomiso como institución en nuestro país, en el entendido de que, al tomar esta conceptualización, el fideicomiso en Uruguay podría considerarse un ejemplo de protección al inversor vía ley (en contraste con la protección vía jurisprudencia), típica de un país de derecho continental como el nuestro.⁵ Autores locales (Garmendia Vázquez, 2006) utilizan este marco de análisis para estudiar el caso del fideicomiso en Uruguay y analizan la ley desde una óptica que denominan «balance de derechos», con el objetivo de poner de evidencia la tensión entre los derechos de los acreedores y los deudores y entendiendo el fideicomiso como una institución que afecta ese equilibrio.

También existe un problema de agencia: los intereses del administrador del activo no necesariamente están alineados con el cuerpo que debería representar (los accionistas)⁶ y mucho menos con los acreedores, que por su posición son los últimos en cobrar en caso de

³ Sistema jurídico que da preponderancia a los precedentes judiciales como fuente de derecho, donde las decisiones de los tribunales influyen en la interpretación y aplicación de la ley.

⁴ Sistema jurídico que da preponderancia a los códigos y leyes escritas, en el que los jueces aplican normas establecidas sin depender de precedentes judiciales como fuente de derecho.

⁵ Esto, que *a priori* parecería contradictorio con el hecho de que Inglaterra desarrolló primero el concepto de fideicomiso, en realidad no lo es. Inglaterra (y los países anglosajones) rápidamente abandonaron el *trust* como forma central de canalizar inversión y lo usan, en términos generales, como una herramienta de planificación patrimonial y sucesoria, ya que ya tienen las protecciones que necesitan vía su *common law*. Mientras tanto, los países de derecho continental, como es el caso uruguayo, siguen utilizando de forma más activa figuras como el fideicomiso.

⁶ La diferencia principal entre un acreedor y un accionista es que el primero presta dinero a una empresa y busca seguridad en el pago de su deuda con intereses, mientras que el segundo invierte comprando acciones, asumiendo más riesgo a cambio de posibles ganancias y participación en decisiones. Esto genera intereses opuestos: el acreedor prefiere estabilidad financiera y baja deuda, mientras que el accionista puede favorecer mayor riesgo y crecimiento para aumentar el valor de sus acciones. Según la teoría económica clásica, el deber principal del administrador de una empresa es maximizar su valor para sus accionistas.

liquidación, de acuerdo a su privilegio. Por estos motivos, la relación acreedor-deudor es una relación de poder en la que siempre existe tensión. El Estado no es un actor ajeno en esa relación: mediante el diseño institucional puede modificar esta pugna entre actores brindando mayor o menor protección a cada uno. Esta lógica también puede utilizarse para analizar otras instituciones. Por ejemplo, con la reforma de la Ley Concursal, uno de los objetivos del Estado fue lograr «un mayor equilibrio de poder negociador del deudor concordatario y los acreedores» (Bergara, 2016, p. 240), es decir, alterar el balance de derechos existente entre acreedores y deudores en materia concursal.

La relevancia de este punto es fundamental: si el balance no es el adecuado y se encuentra en uno de los extremos, se genera el mismo escenario: la falta de crédito. Un balance de derechos extremadamente prodeudor hace que las garantías ofrecidas por este no sean creíbles, lo que tiene como efecto que los potenciales acreedores no inviertan. Por otro lado, una protección excesiva para los acreedores puede desincentivar a los emprendedores a contratar deuda, lo que determinaría que no se hicieran transacciones que, con un balance óptimo, serían beneficiosas para ambas partes. La importancia de lograr un balance adecuado entre los derechos del acreedor y los del deudor radica en que un desequilibrio hacia cualquiera de los extremos puede tener el mismo efecto negativo: reducir drásticamente el acceso al crédito. Si el marco legal es demasiado favorable al deudor, las garantías que este ofrece pierden credibilidad, ya que los acreedores saben que, en caso de incumplimiento, será muy difícil ejecutar esos activos o recuperar el dinero. Por ejemplo, si las leyes permiten extensas prórrogas para el pago, cancelaciones de deuda sin condiciones claras o trabas judiciales para ejecutar una hipoteca, los prestamistas perciben que no vale la pena correr el riesgo. Como resultado, muchos optan por no prestar y de esta manera quedan sin financiamiento incluso los buenos deudores.

Por el contrario, si la ley es demasiado favorable al acreedor y obliga al deudor a devolver el dinero de forma inflexible, con ejecución inmediata de garantías ante el menor atraso y sin instancias de renegociación, muchos emprendedores o pequeñas empresas directamente evitan endeudarse. Temen que ante cualquier imprevisto —como una baja temporal en las ventas o una demora en el cobro a sus clientes— puedan perder activos clave o incluso su negocio entero. Por ejemplo, un pequeño productor agrícola podría necesitar un préstamo para la siembra, pero si sabe que ante una mala cosecha perderá su campo automáticamente, probablemente decida no asumir el riesgo, aunque el préstamo fuera rentable en condiciones normales.

El equilibrio ideal es aquel que protege los derechos de ambos: ofrece al acreedor suficientes garantías para confiar y prestar, pero también brinda al deudor cierto margen para superar dificultades sin perder todo de inmediato. Cuando este balance se logra, florecen las transacciones de crédito que benefician tanto al que presta como al que toma prestado, impulsando la inversión, la innovación y el crecimiento económico.

Esta tesis considera que el fideicomiso altera el balance de derechos a favor del acreedor, facilitando el potencial cobro de su garantía y dándole mayor seguridad jurídica a su inversión.

Una garantía en el contexto crediticio es un respaldo para asegurar el pago de una deuda en caso de incumplimiento del deudor (por ejemplo, un bien dado en prenda o la promesa de pago de un tercero). Las instituciones financieras las exigen comúnmente porque reducen el riesgo de impago y mitigan problemas de información asimétrica (por ejemplo, la selección adversa),⁷ evitando el racionamiento del crédito. Al ofrecer mayor seguridad al prestamista, las garantías facilitan el acceso al financiamiento en condiciones más favorables para el prestatario, como tasas de interés más bajas o plazos más largos. Un marco normativo moderno permite ampliar el uso de garantías más allá de las garantías reales tradicionales (inmuebles), habilitando también garantías personales, bienes futuros y colaterales alternativos (activos muebles e intangibles), mejorando las condiciones financieras y creando un clima propicio para canalizar el financiamiento de proyectos productivos (Banco Mundial, 2015).

3.1.2 Sistema financiero y crecimiento económico

Resulta relevante, desde una perspectiva del desarrollo, analizar el impacto de la Ley de Fideicomisos en el mercado de capitales, ya que un correcto funcionamiento de los mercados de capitales facilita la inversión, el desarrollo de las empresas locales y, por ende, la creación de empleo y el financiamiento del sector público.

La literatura que aborda el sector financiero y su impacto en el crecimiento ha analizado el rol de este sector, principalmente el bancario, en la estimulación del crecimiento mediante su impacto en dos variables: la acumulación de capital y la productividad total de los factores (Yusifzada & Mammadova, 2015). La relación entre el sector financiero y el crecimiento ha sido ampliamente discutida y algunas posturas sostienen, desde un enfoque teórico, que la

⁷ Las garantías reducen la selección adversa porque solo quienes confían en poder pagar están dispuestos a respaldar el préstamo con un bien. Así, ayudan al prestamista a distinguir entre buenos y malos riesgos.

expansión financiera no solo está correlacionada con el crecimiento económico, sino que constituye una condición fundamental para su ocurrencia (Schumpeter, 1912). Desde esta perspectiva, se ha señalado que el sistema financiero cumple un papel clave en la promoción de la innovación, ya que otorga los recursos necesarios para llevar adelante nuevas iniciativas productivas. En este sentido, se plantea que «el banquero [...] autoriza a la gente, en el nombre de la sociedad, a innovar» (Schumpeter, 1911, p. 74). Esta postura es retomada en la literatura posterior, en particular por las escuelas de pensamiento que veían en el capital físico el factor fundamental del desarrollo y, por ende, en el ahorro y la inversión el mecanismo fundamental para obtener este capital físico (Rostow, 1960). Para describir esta relación entre el crecimiento económico y el sector financiero se han identificado cuatro dimensiones clave —profundidad, acceso, eficiencia y estabilidad— cuyos efectos sobre el desarrollo financiero y el crecimiento económico han sido objeto de análisis empírico (Yusifzada & Mammadova, 2015).

Yusifzada & Mammadova (2015) operacionalizan estas variables y generan una regresión entre 2004 y 2011 para 118 países (35 desarrollados, 20 emergentes y 63 «en desarrollo», entre ellos Uruguay), donde se encuentra que la relación entre el desarrollo económico y el sector financiero no es lineal. El acceso tampoco es lineal: para los países emergentes y desarrollados el crecimiento de acceso promueve el crecimiento hasta determinado nivel, donde lo reduce. Por el contrario, los países en desarrollo tienen una relación negativa con el acceso financiero y el desarrollo económico hasta ese punto, que luego se convierte en positiva. Se ha planteado que la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico es una función en forma de S invertida, en la que ambos extremos son negativos: los sistemas financieros muy desarrollados tienen un impacto negativo en el crecimiento, pero los que son muy poco desarrollados también. Por otro lado, el acceso intermedio al sistema financiero favorece el desarrollo económico (Favara, 2003).

Esto se relaciona con el rol que cumple el sector financiero en una economía: puede producir efectos que aumenten el crecimiento económico y reduzcan la volatilidad en el largo plazo. Esto ocurre, por lo general, cuando el sector financiero cumple su rol tradicional de agente intermediario entre capitalistas y tomadores de capital. También puede concebirse como un sector económico en sí mismo que lleva adelante actividades adicionales a la intermediación (lo que en parte de la literatura se considera *financial center view* o *business in itself*) y, en estos casos, tiene un impacto nulo o incluso negativo en el desarrollo económico general (Beck et al., 2014).

Son particularmente relevantes para este trabajo los hallazgos del estudio para los países «en desarrollo», entre ellos Uruguay. Para estos países se encuentra una relación positiva entre el nivel de eficiencia del sector financiero y el desarrollo económico, y una relación también positiva y significativa con la profundidad elevada al cuadrado. Esto sugiere que, en un inicio, incrementar la profundidad financiera puede no ser demasiado beneficioso para el desarrollo económico (incluso puede impactar levemente de manera negativa), pero, con el tiempo, a medida que la profundidad se desarrolla más sustancialmente, comienza a tener un impacto positivo en el desarrollo económico (Yusifzada & Mammadova, 2015). No se determina una relación de causalidad en estas relaciones, pero a la luz de estos hallazgos, parece haber indicios significativos de que el impacto del sector financiero en el crecimiento económico está relacionado con el rol que este cumple en él: si oficia como agilizador o reductor de los costos de transacción en la economía real, su impacto tiende a ser positivo; si se transforma en una industria de un tamaño mayor que el que representan sus clientes de la economía real (lo que a veces se denomina «financiarización de la economía»), su impacto es negativo. Otros estudios apoyan en cierta medida esta conclusión y hallan un vínculo de correlación «fuerte y robusto» entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico (King & Levine, 1993, pp. 734).

Por otro lado, en los mercados de capitales es fundamental la liquidez. Este concepto, que también se usa en la jerga bancaria, tiene otro significado en los mercados de capitales: mientras que en el sector bancario el término «liquidez» refiere a la disponibilidad de activos que tenga un banco determinado, en el mercado de capitales hace referencia a un mercado secundario activo donde se puede comprar y vender títulos entre partes con relativa fluidez. Un mercado secundario líquido es fundamental para el buen funcionamiento de los mercados financieros, ya que permite a los inversores comprar y vender activos con facilidad y sin afectar significativamente sus precios. Esta liquidez es especialmente importante para los inversores en instrumentos de renta fija —títulos de deuda de fideicomisos financieros, por ejemplo—, ya que facilita la gestión del riesgo de tasa de interés. Cuando las tasas de interés fluctúan, el valor de los títulos existentes puede variar; un mercado secundario líquido permite a los inversores ajustar sus carteras de manera eficiente en respuesta a estos cambios y mitigar así posibles pérdidas.

Además, la liquidez en el mercado secundario contribuye a la formación eficiente de precios y reduce los costos de transacción. En mercados líquidos, la diferencia entre los precios de compra y los de venta (*spread*) tiende a ser menor, lo que significa que los inversores pueden

entrar y salir de posiciones con menores pérdidas por deslizamiento de precios. Esto no solo mejora la rentabilidad potencial de las inversiones, sino que aumenta la confianza de los inversores en el mercado. Esto facilita el desarrollo del crédito al generar mercados más eficientes (Isanenkov, 2024). El valor de la liquidez en un mercado puede incluso ser cuantificado: está estudiado que los inversores requieren lo que se denomina una «prima de iliquidez» para comprar y vender títulos de empresas poco líquidas (Amihud y Mendelson, 1986).

Uno de los hallazgos más relevantes de King & Levine (1938) es que el desarrollo del crédito, en particular del crédito privado, por su propia naturaleza tiene efectos de largo plazo en el desarrollo de las economías. Por ende, no solo el tamaño o desarrollo del sector financiero es relevante para el crecimiento económico, también lo es la composición de este (en particular si el crédito es privado o público) y el hecho de que el crédito cumpla su rol social: canalizar ahorro de privados hacia actividades productivas. El caso uruguayo no parece ser excepcional en ese sentido: hay evidencia (Borges et al., 2012) de que los mercados de deuda corporativa doméstica reducen la vulnerabilidad financiera del país producida por el alto apalancamiento,⁸ típico del sector bancario, mediante una desconcentración de la actividad de intermediación financiera, lo que contribuye a reducir riesgos sistémicos de origen bancario.

Debido a que el desarrollo del sector bancario impacta necesariamente en el desarrollo del mercado de capitales (según algunos autores, con un impacto negativo, dado que los bancos compiten con el mercado de capital para proveer crédito a empresas y Estados; según otros, en un proceso complementario o secuencial), entendemos que es necesario reseñarlo brevemente.

3.1.3 El sector bancario en Uruguay

Con base en una decisión político-financiera tomada por las autoridades de la dictadura, Uruguay decidió proyectarse como plaza financiera regional (Banda et al., 2021). Esto se vio reflejado en una serie de medidas entre las que se destacan la consagración del secreto bancario (1982), la eliminación del encaje mínimo obligatorio (que duraría poco, hasta pasada la crisis de la «tablita», en 1983), el impuesto único a la actividad bancaria (1979), entre otras decisiones de política pública para apuntalar al sector, que, respondiendo a los

⁸ Se utiliza la palabra en su acepción financiera, entendida generalmente como endeudarse para luego invertir ese capital en el negocio.

incentivos dispuestos por la dictadura uruguaya (y luego sostenidos por diversos partidos políticos ya en democracia), se desarrolló con vigor.

En 2005, el tamaño relativo del sistema bancario uruguayo (de acuerdo con la variable depósitos/PIB) más que duplicaba el de cualquier otro país del Mercosur (Aboal et al., 2013, p. 2). Además de ser grande en proporción al tamaño de la economía, el sector estaba profundamente concentrado: los tres mayores bancos de Uruguay reunían más del 60% de los activos bancarios.

A fines de 2023, el tamaño relativo del sistema bancario uruguayo seguía siendo grande: la totalidad de los depósitos representaba el 52% del PIB de ese año, una proporción prácticamente idéntica a la relevada por Abotal et al. (2013) para 2005.⁹ Es decir, casi 20 años después, el tamaño del sector bancario se mantuvo en términos relativos. También se mantuvo la concentración: los tres bancos comerciales¹⁰ con mayores depósitos (Banco de la República Oriental del Uruguay [BROU], Santander e Itaú, respectivamente) reunían el 78,8% de los depósitos totales del sistema a diciembre de 2023.

Por último, el sector bancario muestra rentabilidades altas. En 2023, el margen financiero bruto sobre activos promedio del ejercicio rozó el 6%. Si tomamos el resultado del ejercicio final antes de aplicar impuestos, el margen neto sobre los intereses ganados (descontando gastos de funcionamiento, diferencias de cambio, etcétera) fue del 36,3% y aumentó un 63% entre 2022 y 2023 en términos reales. Por otro lado, el retorno sobre activos (ROA) alcanzó un 2,5%. A modo de comparación, para los países en desarrollo como Uruguay la literatura registra como altos niveles de margen financiero sobre activos cercanos al 6% y niveles de ROA entre el 1,5 y el 2% (Yusfizada et al., 2015, p. 8). Estos son, casi con exactitud, los niveles presentados por el sector bancario uruguayo, en términos agregados, en 2023. Vale aclarar que ningún banco privado registró pérdidas ese año.

Estos elementos permiten hacer un diagnóstico claro del estado del sector bancario en la economía uruguaya: es grande, concentrado y rentable. Esta caracterización es relevante porque autores como Bello et al. (2009) han señalado la preponderancia del sector bancario como uno de los factores principales que explican el escaso desarrollo del mercado de capitales local, en el que el fideicomiso está inserto.

⁹ Cálculo propio con base en el Reporte del Sistema Financiero Anual, 2023, Banco Central del Uruguay.

¹⁰ Excluyendo al Banco Hipotecario del Uruguay.

3.1.4 Fideicomisos: funcionamiento y utilidad

Legalmente, un fideicomiso permite separar un conjunto de bienes, tangibles o intangibles, presentes o futuros, del patrimonio de su dueño y establecer que dichos bienes sean administrados con un objetivo específico y con un mandato explícito. De esta manera se logra compartimentar los riesgos. Pongamos por caso: una empresa quiere tomar un préstamo, pero no accede a suficiente capital o, si accede, no lo hace a tasas que permitan que esa inversión sea rentable, quizá porque el mercado evalúa que tiene demasiado riesgo de quiebra y, por ende, pretende cobrar tasas más altas. Por ejemplo, si una empresa necesita un préstamo, pero enfrenta altas tasas de interés debido a su riesgo de quiebra, podría usar un fideicomiso. Si la empresa tuviera un contrato que garantiza ingresos futuros, podría transferir esos ingresos al fideicomiso y darle mayor seguridad al prestamista. Así, el préstamo se volvería viable sin que el resto de la empresa afectara la garantía.

Un aspecto relevante de este instrumento es que permite separar y transferir bienes futuros y no solo presentes. De esta manera, por ejemplo, se puede establecer que un beneficiario sea el único receptor de la renta de un peaje aun cuando este no haya empezado a construirse. De la misma manera, una empresa que tenga cierta estabilidad en sus cobros puede ceder a un inversor los cobros futuros (por ejemplo, todos los cobros vía Visa desde el momento de creación del fideicomiso a cinco años), aunque los fondos aún se encuentren en el futuro y sean, por definición, inciertos. Este elemento es fundamental porque permite el acceso al crédito a empresas o proyectos que no cuentan con garantías reales para ofrecer (bienes o inmuebles), sino que basan la garantía en un activo futuro; esto, por un lado, claramente implica un desafío de análisis para el inversor, que debe determinar la certeza y la viabilidad de los flujos futuros proyectados, pero también es una oportunidad para el desarrollo de negocios rentables que previamente estaban obstaculizados al no tener acceso al crédito bancario con su tradicional énfasis en las garantías reales (bienes físicos pasibles de ser prendados, como un inmueble o un vehículo).

Esto no solo refuerza la importancia del fideicomiso como una institución que brinda seguridad jurídica para generar crédito en proyectos futuros, sino que también destaca cómo la conceptualización del «balance de derechos» contribuye al análisis y la viabilidad de estos mecanismos. En este sentido, el fideicomiso ha sido considerado una herramienta clave para proteger a los acreedores, en especial tras la crisis bancaria de 2002 y los incumplimientos del mercado de capitales a partir de 1998 (Garmendia Vázquez, 2006). Este autor centra su enfoque en los tres elementos que considera fundamentales a la hora de analizar la eficacia de

los fideicomisos en la protección de los derechos de los acreedores: el elemento normativo, la fortaleza de las instituciones que deben hacer el enforcement y la eficiencia del sistema de garantías. Se considera que el marco normativo y la efectividad del sistema de garantías son adecuados; sin embargo, se detectan falencias en la forma en que el Banco Central del Uruguay (BCU) ejerce su responsabilidad de supervisar el cumplimiento de las reglas asociadas al fideicomiso.

Otros elementos relevantes para dimensionar el impacto de la Ley de Fideicomisos son los desarrollos teóricos que se enfocan en las estructuras financieras y su relación con el desarrollo del mercado de capitales. Diversos estudios han analizado cómo la protección de los derechos de acreedores influye en la estabilidad y eficiencia de los mercados de capitales (La Porta et al., 1997, 1998). Además, se examina la literatura sobre el impacto de las reformas financieras en el crecimiento económico y la estabilidad financiera, en particular, en economías emergentes. La Porta (1998) construye un índice que resume el estado del arte de la regulación de un país determinado y evalúa el grado de protección que este brinda a los acreedores. Para establecer un puntaje, el índice evalúa: si la regulación congela los activos en caso de reestructuración, si confiere a los acreedores el derecho de ser los primeros en cobrar en caso de bancarrota, si exige a las empresas que consulten con los acreedores antes de proceder con la reestructuración y si exige el despido de los directivos de la empresa durante la reestructuración.

La Ley de Fideicomisos en Uruguay (Ley 17.703) otorga amplias facultades a la asamblea de tenedores de títulos de deuda sobre el patrimonio fiduciario, a quienes les permite tomar decisiones como transferir el patrimonio a otro fiduciario, continuar la administración de los bienes luego de la terminación del fideicomiso, definir la forma en que se enajenarán los bienes, extinguir el fideicomiso en determinadas circunstancias y modificar el contrato de emisión. Esta última posibilidad incluye la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos o condiciones originalmente pactadas. En el contexto de procesos de reestructuración, esta facultad implica que la regulación exige que las empresas consulten con los acreedores antes de hacer cambios sustanciales, cumpliendo con uno de los principios clave para una reestructuración ordenada y consensuada. Asimismo, la ley permite disponer cualquier otro tema relativo a la administración o liquidación del patrimonio fiduciario, lo que otorga a los acreedores la capacidad de intervenir activamente en la toma de decisiones y proteger sus intereses. Esto refuerza su derecho a ser los primeros en cobrar en caso de insolvencia.

3.2 Antecedentes

Existe un solo antecedente académico que aborde la figura del fideicomiso y su impacto en los mercados de capitales en nuestro país (Garmendia Vázquez, 2006), por lo que en este apartado relevamos fundamentalmente la literatura sobre el mercado de capitales regional y local, que aporta elementos relevantes para el estudio del fideicomiso.

3.2.1 Los mercados de capitales en América Latina

En América Latina el mercado de bonos prácticamente no existía hasta inicios de la década de 1990¹¹ y le siguió un crecimiento extraordinario en la mayoría de los países de la región (en particular, en Brasil, Perú, Colombia y México), cuyos mercados de bonos crecieron a tasas mayores que la evolución del PIB durante ese período (Borenzstein et al., 2008). Sin embargo, la gran mayoría de las emisiones las hizo el sector público: fue el Estado el principal impulsor de este mercado, en la medida en que lo entendió como una vía adicional para financiar déficits fiscales. Esta descripción es consistente con la evaluación de Bello et al. (2009) para el caso de Uruguay, donde encuentra una correlación positiva entre la existencia de un déficit fiscal y el desarrollo del mercado de capitales local.

3.2.2 Mercados de capitales en Uruguay: principales referencias

En Uruguay parece pasar lo contrario que en el resto de América Latina. El análisis de los efectos de la tasa de interés real activa y del nivel de presencia del sistema bancario sobre el mercado de capitales local sugiere la existencia de una mayor competencia que complementariedad entre los bancos y el mercado de capitales durante el período 1996-2007, y señala la concentración bancaria como una posible explicación (Bello et al., 2009). En esta competencia, en el caso uruguayo, parece estar ganando el sector bancario. Los bonos representaban «una minúscula proporción del total de obligaciones» (De Brun et al, 2007, p. 23), la gran mayoría de las cuales eran préstamos bancarios y créditos de proveedores.¹²

Esto es consistente con otros resultados de estudios de la época, que obtienen un nivel de apalancamiento¹³ del 60%, y coincide con que las fuentes principales son el crédito bancario y el de proveedores (Munyo, 2005).

¹¹ Me refiero a la época reciente. América Latina si tuvo un mercado de bonos extremadamente activo en el siglo XIX y hasta alrededor de la primera mitad del siglo XX, estudiado por Moreno Lázaro (2023) entre otros.

¹² El rubro «otras obligaciones» está comprendido en su mayoría por fondos generados internamente que no constituyen deuda prestada por terceros.

¹³ Con «apalancamiento» nos referimos al uso de deuda o fondos de terceros para el financiamiento de una empresa.

Un estudio comparado sobre los determinantes del desarrollo del mercado de capitales en Chile, Colombia y Perú encontró que estos países, a pesar de tener estructuras productivas relativamente similares a la uruguay (especialmente Colombia y Perú), lograron un desarrollo significativamente mayor de sus mercados de capitales (Borges et al., 2012). La investigación, realizada para el BCU, señala distintos aspectos históricos e institucionales que contribuyeron a este desarrollo e identifica posibles similitudes o elementos que podrían ser replicados por la política pública uruguaya. Entre los factores fundamentales se destacan la presencia de inversores institucionales, principalmente a través de administradoras de fondos previsionales, y la creación de marcos institucionales adecuados que protejan a las partes involucradas y supervisen el funcionamiento del mercado (Borges et al., 2012), punto clave en el que concuerdan con otros autores (Borensztein et al., 2008), con el argumento de que, al tener América Latina una tasa de ahorro sensiblemente menor que las de otras regiones que han desarrollado sus mercados de capitales a base de inversores minoristas (fundamentalmente Asia), los inversores institucionales —en particular, las administradoras privadas de pensiones— juegan un rol fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales locales.

Por otro lado, un análisis de las finanzas de un grupo seleccionado de empresas manufactureras en dos períodos (1982-1984 y 1989-1991) puso en evidencia las opciones y decisiones estratégicas adoptadas por las firmas en la gestión de su perfil de deuda (Pascale, 1994). A partir de información publicada en los balances empresariales, se observó que, si bien las emisiones de deuda privada eran un instrumento emergente en Uruguay durante esos años, y aunque la figura del fideicomiso aún no existía como tal, la estructura de financiamiento para las empresas estudiadas coincidía con los demás análisis: los bancos y los proveedores cubrían casi la totalidad de sus necesidades financieras.

3.2.3 Fondo Lechero y Fondo Arrocerero: los principales antecedentes de la Ley de Fideicomisos

El Fondo Lechero y el Arrocerero, impulsados por el Estado para resolver problemas sectoriales derivados de la crisis de 2002, fueron, de muchas maneras, el antecedente principal para lo que menos de un año después sería la Ley de Fideicomisos.

La operativa es prácticamente la misma: los productores de los sectores afectados actuaban como fideicomitentes, ACAC¹⁴ cumpliendo el rol de fiduciario y los inversores como beneficiarios finales. Con esta solución se usaron por primera vez en Uruguay flujos futuros como garantía, lo que permitió a los mencionados sectores acceder a crédito, al que muy probablemente hubieran tenido acceso sin las protecciones legales que les brindaba ese instrumento. La Ley de Fideicomisos se desprende como una necesidad práctica de contar con un instrumento genérico de esta herramienta que permitiera no depender de soluciones *ad hoc*.¹⁵

Fondo de Financiamiento a la Actividad Lechera

Creado por la Ley 17.582, promulgada el 2 de noviembre de 2002, el Fondo de Financiamiento a la Actividad Lechera (desde ahora Fondo Lechero o FFAL) precede en casi un año a la aprobación de la Ley de Fideicomisos. Su funcionamiento permitió aliviar la carga financiera del sector y hacer más sostenible la exposición del sector público a este (en particular por intermedio del BROU).

El financiamiento obtenido por los productores mediante este instrumento alcanzó los 26 millones de dólares de la época (Cola, et al., 2004, p. 115), mientras que los inversores del fondo recibían títulos de renta fija, similares a bonos.

Los beneficiarios del Fondo Lechero eran los productores del sector que estuvieran remitiendo leche¹⁶ al 1º de noviembre de 2002.

El monto a percibir por cada producto se correspondía con el porcentaje del total de leche remitido en relación con el total del período comprendido entre julio de 2001 y junio de 2002. El 60% del dinero recibido debía destinarse a cancelar deudas con el BROU mediante la compra de títulos públicos, mientras que el resto era de libre disponibilidad.

El funcionamiento del fondo era el siguiente (Cola, et al., 2004, p. 117):

- 1) Los inversores —AFAP— entregan 26 millones de dólares al Banco ACAC a cambio de CRI (los papeles de inversión emitidos, que pagaban una tasa anual del 11%).

¹⁴ Nos referimos al antiguo Banco ACAC, fundado en 1998 por la Cooperativa ACAC en alianza con el grupo francés Crédit Agricole, que cesó sus operaciones en 2010.

¹⁵ También hay motivos de eficiencia legislativa: cada fondo implicaba la aprobación de una ley. Este mecanismo era demasiado engorroso y dependiente del interés público como para que funcionara como herramienta general.

¹⁶ El FFAL se estructuró tomando como base el mercado de leche para consumo, no como producto intermedio.

- 2) El Banco ACAC (emisor de los títulos y entidad que efectuaba los pagos de capital e intereses a los inversores) entrega al Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP) los 26 millones de dólares de las AFAP.
- 3) Se destinan los fondos para cada productor remitente según la ecuación mencionada.
- 4) Cada mes las plantas industrializadoras depositan las retenciones en pesos en la cuenta del FFAL en el BROU.
- 5) Los montos correspondientes a las retenciones se giran al Banco ACAC, que compra los dólares y paga a las AFAP el interés y el capital que correspondan.

El funcionamiento es similar al de un fideicomiso: se estructura en torno a un mecanismo de separación patrimonial y afectación específica de los fondos, por el cual los recursos de los inversores (AFAP) son canalizados a través de una entidad intermediaria (Banco ACAC) con un propósito definido. En un fideicomiso, un fideicomitente transfiere activos a un fiduciario, quien los administra en beneficio de los fideicomisarios según reglas preestablecidas. En este caso, las AFAP actúan como inversores iniciales que entregan capital al Banco ACAC a cambio de CRI y este, a su vez, destina los fondos al MGAP para su distribución entre los productores. De manera análoga a un fideicomiso financiero, en el que los flujos de pagos están estructurados para garantizar la devolución del capital y los intereses, en este caso se establece un mecanismo de pagos mediante las retenciones efectuadas por las plantas industrializadoras, que garantizan el retorno de la inversión a las AFAP.

Además, el proceso de recolección y asignación de fondos refleja el principio de administración fiduciaria típico de un fideicomiso. Las retenciones realizadas mensualmente por las plantas industrializadoras y depositadas en la cuenta del FFAL en el BROU funcionan como un flujo asegurado de ingresos para honrar los compromisos financieros. Posteriormente, el Banco ACAC convierte esos fondos en dólares y paga a las AFAP el capital y los intereses correspondientes, replicando la lógica de un fideicomiso, en el que los ingresos generados por los activos subyacentes son utilizados para cumplir con las obligaciones con los beneficiarios del fideicomiso.

Fondo de Fortalecimiento y Recomposición de la Actividad Arrocera

El Fondo de Fortalecimiento y Recomposición de la Actividad Arrocera (desde ahora FFRAA o Fondo Arrocero) fue creado por la Ley 17.663, promulgada por el Poder Ejecutivo

el 11 de julio de 2003, con un objetivo similar al del Fondo Lechero: solventar financieramente al sector arrocero y paliar la exposición del BROU a este.

El volumen del FFRAA fue incluso mayor que el del Fondo Lechero: el financiamiento ascendió a 35 millones de dólares de la época. De la misma manera que en el caso anterior, el monto designado a cada productor se determinaba por una fórmula que contemplaba la producción máxima del productor en las tres últimas cosechas y hasta el 50% del total de financiamiento recibido era destinado a cancelar las deudas con el BROU, mientras que el resto era de libre disponibilidad.

El mecanismo del instrumento también era similar: el banco intermediador era ACAC, la cuenta del organismo de retención (el MGAP) estaba en el BROU, las empresas exportadoras de granos depositaban las retenciones en esa cuenta y los montos eran girados al Banco ACAC, que hacía el pago tanto de intereses como de capital a los inversores.

4. Preguntas y objetivos de investigación

Las preguntas principales que este trabajo busca abordar son las siguientes:

1) ¿Qué papel ha jugado el fideicomiso como instrumento de política financiera en el fortalecimiento del mercado de capitales uruguayo y cómo ha incidido, a través de este canal, en el desarrollo económico del país entre 2004 y 2023?

2) ¿En qué medida el uso de los fideicomisos financieros ha contribuido a orientar la inversión, a través del mercado de capitales, hacia sectores estratégicos o rezagados, y qué tipo de desarrollo ha promovido efectivamente en la práctica?

El objetivo general de esta tesis es analizar el efecto de la Ley de Fideicomisos en el desarrollo del mercado de capitales uruguayo desde su implementación, en el período comprendido entre 2004 y 2023. Los objetivos específicos de la misma son los siguientes:

1) Describir la legislación y las regulaciones asociadas a los fideicomisos en Uruguay y cómo estas han evolucionado desde su introducción.

2) Analizar el grado y tipo de utilización de fideicomisos en el mercado de capitales de Uruguay.

3) Analizar los desafíos y particularidades de la implementación del fideicomiso en la práctica a través un estudio de caso.

5. Estrategia metodológica y metodología

Se opta por una estrategia combinada, utilizando tanto métodos cuantitativos como cualitativos. Esta decisión se toma entendiendo que, para abarcar adecuadamente los objetivos específicos planteados, es necesario acercarse al fenómeno desde distintas perspectivas; en este sentido, el abordaje cuantitativo permite echar luz sobre el grado de utilización de la herramienta y su influencia en el mercado de capitales, mientras que mediante el enfoque cualitativo es posible informar sobre la evolución normativa/regulatoria y los efectos que esta pueda haber tenido en la percepción de los actores o en decisiones que no se encuentren capturadas por la información cuantitativa disponible.

Esta investigación utiliza un abordaje exploratorio y mixto, utilizando datos de fuentes primarias y secundarias. El uso de enfoques mixtos permite abordar fenómenos complejos que no pueden ser comprendidos plenamente a partir de un único tipo de evidencia. Este enfoque resulta especialmente pertinente cuando se analizan instrumentos como el fideicomiso y su impacto en el mercado de capitales, ya que combina la riqueza interpretativa de los métodos cualitativos con la capacidad de generalización de los métodos cuantitativos. En particular, el diseño exploratorio secuencial resulta adecuado para este tipo de investigaciones, ya que “implica un proyecto en dos fases en el cual el investigador primero recoge datos cualitativos y luego da seguimiento o se basa en esa base de datos con una segunda recolección y análisis de datos cuantitativos” (Creswell, 2017, p. 16). Este enfoque facilita una comprensión más integral del fenómeno, articulando distintos niveles de análisis y permitiendo que la interpretación cualitativa oriente el diseño y la focalización del análisis cuantitativo. El abordaje cualitativo se centra sobre todo de entrevistas en profundidad con informantes calificados que son actores relevantes vinculados al mercado de capitales: personas profesionalmente vinculadas a estructuraciones de fideicomisos, corredores de bolsa y directivos de las bolsas de valores de Uruguay, referentes legales en el tema y actores estatales vinculados al aspecto regulatorio de este instrumento. El método de selección buscó abarcar, por un lado, las dimensiones de este trabajo que no son aprehensibles mediante métodos cuantitativos y, por otro, los casos en los que resultaba pertinente la contrastación de los resultados cuantitativos con la experiencia personal de los actores, a fin de validar o cuestionar las conclusiones extraídas de las cifras. También, por supuesto, se tuvo en cuenta la accesibilidad de los informantes calificados y la posibilidad práctica de concretar las

entrevistas. La selección de los informantes no es ni pretende ser exhaustiva, sino que obedece a las dimensiones y objetivos de la investigación y prioriza la diversidad de perspectivas respecto de la creación y el uso del fideicomiso.

La decisión metodológica de que las entrevistas sean desestructuradas obedece al objetivo de indagar en la percepción que los actores implicados tienen de los impactos que el fideicomiso ha tenido en la protección de los derechos de acreedores y la dinamización del mercado de capitales de Uruguay. Se opta por este método de entrevistas en profundidad y sin una pauta estructurada porque no se busca comparar las visiones de diversos actores vinculados de la misma manera al tema, sino tomar de cada uno su percepción sobre una dimensión específica. La falta de una pauta única, sumada a los distintos roles de las personas entrevistadas y su distinta vinculación con el objeto de estudio, hace que las respuestas no sean comparables y complejiza su uso para el análisis cualitativo tradicional. A pesar de estas dificultades, las entrevistas fueron relevantes como forma de aproximación a informantes calificados que fueron de gran ayuda para comprender, analizar y en algunos casos validar resultados o conclusiones derivadas de otras metodologías.

En el cuadro 1 se ofrece una lista de las personas entrevistadas, su rol profesional y la dimensión de análisis del tema por la que fueron consultadas.

Cuadro 1

Personas entrevistadas

Nombre Completo	Rol¹⁷	Dimensión de análisis
Ricardo Olivera García	Abogado y redactor del proyecto original de la Ley de Fideicomisos	Evolución normativa y regulatoria de los fideicomisos
Patricia Tudisco	Intendente de Regulación Financiera del Banco Central del Uruguay	Evolución normativa y regulatoria de los fideicomisos
Martín Larzabal	Exgerente de inversiones de República AFAP	Tipo de utilización de los fideicomisos y su impacto en el mercado de capitales local
Martín Aguirrezabala	Asesor del Banco República en el caso Citrícola Salteña	Información sobre el caso Citrícola Salteña
Ángel Urraburu	Corredor de bolsa y presidente de la Bolsa de Valores de Montevideo	Tipo de utilización de los fideicomisos y su impacto en el mercado de capitales local

¹⁷ Algunos de los entrevistados tienen ahora roles diferentes o adicionales a los que motivaron la entrevista en el marco de este trabajo. Se describe el rol de cada uno en términos del ejercicio profesional pertinente para este trabajo.

Por otro lado, se hace un análisis cuantitativo de la evolución de la operativa de los fideicomisos para el período 2004-2023, a partir del cual se genera información que permite abordar el grado de utilización de los fideicomisos en el período estudiado, y se analiza su evolución en comparación con otras alternativas de financiamiento. Se utiliza principalmente información y reportes publicados por BVM, BEVSA y el BCU.

Por último, se desarrolla un estudio de caso en torno a la empresa Citrícola Salteña. Este estudio permite abordar el tercer objetivo específico, ya que ofrece la posibilidad de analizar en profundidad un caso real de aplicación del fideicomiso en el mercado uruguayo. A través de este enfoque metodológico, es posible evaluar el grado de protección efectiva que este instrumento brinda a los acreedores, más allá de su diseño normativo, así como discutir su potencial como motor de desarrollo. Si bien el método del estudio de caso continúa siendo objeto de debate metodológico, resulta especialmente adecuado para abordar fenómenos emergentes o con escaso desarrollo teórico (Carazo et al., 2006, p. 174), como lo es el impacto del fideicomiso en el mercado de capitales en Uruguay. A pesar de ser un método que todavía recibe cuestionamientos metodológicos, resulta particularmente útil para temas que se consideran nuevos o cuentan con un cuerpo teórico escaso (Carazo et al., 2006, p. 174), como es el caso de la utilización de los fideicomisos y su impacto en el mercado de capitales en Uruguay.

Algunos de los cuestionamientos clásicos al método del estudio de caso son la carencia de rigor por tratarse de un método particularmente permeable a la intromisión del punto de vista del investigador; el carácter escasamente generalizable, ya que por definición se centra en un caso particular; la posibilidad de que tienda a ser demasiado amplio, en virtud del peligro de que el investigador ceda a la tentación de indagar cada vez más en las particularidades del caso (Carazo et al., 2006, p. 171). A pesar de reconocer estas dificultades, entendemos que son salvables y que el estudio de caso aporta a la comprensión del fenómeno.

Respecto de la primera objeción, entendemos que el riesgo del sesgo del investigador no es exclusivo de este método, sino que —en mayor o menor medida— está presente en cualquier método, incluso en los cuantitativos, en la selección de los cortes temporales a realizar o en las decisiones de exclusión/inclusión de segmentos de la muestra en paneles de datos, por ejemplo, sin mencionar la interpretación de los resultados obtenidos por vías cuantitativas. De todos modos, se buscó mantener la objetividad en el método de caso mediante una vigilancia epistemológica activa y la búsqueda de posibilidades de contrastación de resultados o

conclusiones extraídas con terceros. Es por eso que una de las entrevistas corresponde exclusivamente al caso de Citrícola Salteña.

Con relación a la segunda objeción, entendemos que no es una objeción en sí misma, sino un dato de la realidad. Los estudios de caso no son generalizables y no pretendemos generalizar el uso que Citrícola Salteña dio al instrumento del fideicomiso a la realidad de todas (o incluso de la mayoría) de las empresas uruguayas. El objetivo es ilustrar los diferentes tipos de uso del fideicomiso en la vida de las empresas, en particular que, al no contar con información pública, no podemos describir en términos cuantitativos.

Por último, la extensión es sin duda un elemento a considerar. En este sentido, se intentó limitar la descripción del caso a elementos centrales y hacer foco en el rol que jugó la institución del fideicomiso en distintos momentos de la vida de la empresa.

Las dimensiones metodológicas clave para el estudio de caso de Citrícola Salteña incluyen el enfoque del estudio, la unidad de análisis, las fuentes de información, la validez y fiabilidad, el diseño del estudio, la estrategia de análisis y la interpretación de resultados.

El enfoque del estudio es de tipo cualitativo con una estrategia de caso único, lo que permite un análisis en profundidad del impacto del fideicomiso en la empresa, dado que con este método es posible examinar fenómenos complejos en su contexto real y evaluar cómo influyó el fideicomiso en la reestructuración financiera de Citrícola Salteña y su posterior crisis (Carazo, 2006).

La unidad de análisis se centra en la estructura financiera y operativa de Citrícola Salteña, con especial atención al fideicomiso de garantía como mecanismo estructurante, lo que permite comprender el rol de los distintos actores involucrados —BROU, Liga de Defensa Comercia (LIDECO), el Estado uruguayo— en la gestión y el desenlace del fideicomiso.

Las fuentes de información incluyen documentos oficiales, informes financieros, entrevistas con expertos y registros legales del proceso concursal; el uso de múltiples fuentes de evidencia fortalece la triangulación de datos y permite una visión integral del impacto del fideicomiso en la empresa.

La estrategia de análisis se basa en métodos cualitativos y longitudinales, lo que permite rastrear la evolución del fideicomiso desde su implementación hasta su colapso y comprender cómo las decisiones financieras y regulatorias influyeron en la trayectoria de Citrícola Salteña y en la efectividad del fideicomiso como mecanismo de mitigación de riesgos.

Por último, la interpretación de resultados se orienta a determinar el papel del fideicomiso en la crisis financiera de Citrícola Salteña, su efectividad como mecanismo de garantía y el impacto de la intervención estatal (Carazo, 2006).

De este modo, entendemos que el estudio de caso de Citrícola Salteña se fundamenta en que permite abordar aspectos del funcionamiento del objeto de estudio que no son abordables mediante el análisis cuantitativo ni a partir de las entrevistas (es decir, el uso de fideicomisos que no son cotizados públicamente, como los de garantía o administración), nos permite entender una forma de uso particular del fideicomiso y habilita la oportunidad de problematizar su uso sobre la base de un caso de la economía real.

6. Marco histórico e institucional

6.1. Orígenes del fideicomiso

El origen del fideicomiso se remonta al derecho romano, en el que implicaba un compromiso de carácter ético o moral, basado en la *fides*. Sin embargo, muchas veces no era honrado. Eso llevó a Augusto, el primer emperador romano, a hacer cumplir, con la intervención de los cónsules, ciertos fideicomisos particularmente relevantes. Posteriormente, con la finalidad de vigilar el cumplimiento de los fideicomisos, el emperador Claudio decidió designar a dos pretores permanentes (*praetor fideicomissarius*), a quienes se puede considerar, de algún modo, los primeros fiduciarios (Olivera García, 2014, p. 10). El uso inicial de la herramienta tenía fines fundamentalmente sucesorios: se instrumentaban estos primeros fideicomisos en testamentos como mecanismo de legar bienes a futuras generaciones.

Este precedente fue ignorado durante muchos años por el derecho continental, del que Uruguay —y prácticamente toda América Latina— es heredero, pero no ocurrió lo mismo en el derecho anglosajón, donde el *trust* se reconoció muy tempranamente como forma de eludir el estatuto de manos muertas, aprobado por el Parlamento inglés en 1217. Este estatuto resultaba particularmente molesto para las corporaciones eclesiásticas, ya que les prohibía la posesión de tierras. Así, se impulsó la creación del *use*, mediante el cual se transferían las tierras por acto entre vivos o por vía sucesoria a un testaferro (*feoffee to use*), quien las tenía para provecho exclusivo del beneficiario (*cestui qui use*). Esta institución, que se creó con el objetivo explícito de dar a las corporaciones eclesiásticas una vía para quebrantar la ley (o el espíritu de esta, al menos), se fue desarrollando hasta que se consagró el *trust* oficialmente como una institución del derecho inglés basada en la modalidad de negocio jurídico en la que una persona (*settlor*) transfiere determinados bienes a otra persona (*trustee*) para que esta

cumpla con ellos un determinado fin a favor de sí mismo o de un tercero (Olivera García, 2014).

El fundamento legal principal del *trust* es que existe un derecho de propiedad dual: «mientras al *trustee* corresponde el título legal de propiedad, de acuerdo con el derecho estricto, el *cestui qui trust* mantiene la propiedad emanada del derecho de equidad» (Olivera García, 2014, p. 11). Ambos, *trustee* y *cestui qui trust*, tienen un derecho legítimo y oponible a terceros sobre la propiedad. El primero tiene un *trust ownership* y el segundo un *beneficial ownership*.

Esta es la innovación legal fundamental que se traslada al derecho latinoamericano y a Uruguay siglos después: la capacidad de crear un patrimonio de afectación independiente y el hecho de que una misma persona (física o jurídica) pueda tener derechos sobre múltiples patrimonios, separados legalmente uno del otro, de tal manera que si un reclamo de un tercero (una denuncia por daños, por ejemplo, o un proceso de concurso) afecta a uno, no afecta al otro, aunque el propietario sea la misma persona (física o jurídica).

Como mencionamos antes, Uruguay no fue un pionero en este sentido y, si lo comparamos con otros casos, como el panameño (el Proyecto Alfaro, de 1920) o el mexicano (1924), podemos observar que nuestro país implementó la figura legal casi un siglo después. El desarrollo del fideicomiso en la región tiene dos etapas, ya que la propuesta inicial fue elaborada por el profesor panameño Ricardo Alfaro y luego adoptada por diversos regímenes en México, América Central y el norte de América del Sur. La idea central consistía en la creación de un patrimonio de afectación, de tal manera que se rompía con la noción tradicional de que una persona solo puede poseer un único patrimonio. En este nuevo esquema, un individuo mantiene su patrimonio personal, compuesto por sus bienes, pero también puede constituir uno o más patrimonios adicionales que permanecen separados del primero. Este concepto de patrimonio de afectación se convierte en la base del fideicomiso. Este desarrollo se originó en las décadas de 1930 y 1940, pero el fideicomiso tuvo un segundo impulso cuando se descubrió o ideó la posibilidad de que el patrimonio de afectación pudiera ser utilizado para estructurar los derechos de los beneficiarios en títulos negociables, dando lugar al fideicomiso financiero (Entrevista sostenida con el Dr. Olivera García, 2024). Es decir, primero se desarrolla en el derecho la creación de la herramienta vinculada a la gestión patrimonial y luego se innova al permitir el fraccionamiento y el intercambio del derecho del beneficiario en títulos pasibles de ser emitidos o transados en el mercado.

6.2. La evolución del mercado capitales en Uruguay

Un mercado de capitales funcional y fluido es uno de los factores fundamentales para el desarrollo de una economía moderna, dinámica y resistente a las crisis. Uruguay tiene una rica historia de desarrollo de su mercado de valores; su Bolsa de Valores es una de las más antiguas de la región —fue creada en 1867— y en el año de su creación ya vio cotizar alrededor de 30 compañías. En aquel momento su principal objetivo era dotar al comercio de la plaza de un punto de reunión a una hora fija para tratar sus negocios y, fundamentalmente, para diversificar la colocación de deuda pública, que hasta entonces era comprada casi en su totalidad por el grupo Mauá (Moreno Lazaro, 2023).

Durante la primera década del siglo XX la Bolsa tuvo un importante crecimiento, marcado por la emisión de 100 millones de pesos de la época, realizada por el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) en 1910 y que constituyó la mayor emisión de la historia de la Bolsa hasta ese momento (Moreno Lazaro, 2023). Los inversores compraron los títulos con mucho optimismo. Sin embargo, este optimismo se vio rápidamente revertido con la crisis económica mundial de 1929. Desde 1934 a 1947 volvió el crecimiento, con mayor participación de los valores privados. Entre 1950 y 1970 la actividad se retrajo nuevamente. El retorno al crecimiento se produjo entre 1970 y 1985, pero, a partir de ese último año, se retrajo la participación de los valores privados (Ponce de León, 2000).

En 1994 se creó la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA), que comenzó a operar el 5 de setiembre de ese año. Desde sus inicios incorporó como socios y socios especiales a los bancos de plaza, las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAP), las cajas paraestatales, el Banco de Seguros del Estado y el BCU, y operó mercados de cambios, dinero y valores. De esta manera se erigió en cierto sentido como competencia de la Bolsa de Valores de Montevideo y tomó un carácter más vinculado a la operativa bancaria y de las AFAP, en contraposición con la tradicional actividad de corretaje que forma parte del carácter institucional de BVM.

Bevsa surgió para acompañar el crecimiento que se daría con la inversión canalizada por las AFAP a partir de 1996. En cierto modo se puede entender como una estrategia de integración vertical¹⁸ adoptada por el sector bancario: como ellos (o sus subsidiarias) ya hacían negocios conexos con la emisión de títulos negociables (debida diligencia, asesoría, etcétera), ¿por qué

¹⁸ Se denomina integración vertical cuando una empresa o sector expande su control sobre diferentes etapas de su cadena de producción o distribución. Es lo opuesto a una expansión horizontal, en la que una compañía se amplía a otros sectores.

no tener control sobre el otro pedazo de la cadena de emisión, es decir, la Bolsa en sí misma? Esta estrategia se ve reflejada en la composición accionaria y gerencial de BEVSA: sus directores actuales representan a Banco Santander, BROU, Citibank, Itaú y BBVA, a quienes se suman dos directores independientes; sus accionistas son Bandes, BBVA, BROU, BHU, Itaú, Santander, Heritage, Caja de Jubilaciones y Pensiones Bancarias, Citibank, HSBC, Provincia Casa Financiera¹⁹ y Scotiabank (Boletín Mensual BEVSA, agosto 2024).

La existencia de múltiples bolsas en un mismo país no es un hecho atípico. Quizá el caso paradigmático sea la competencia entre NASDAQ y NYSE en Estados Unidos: la primera surgió en respuesta a las necesidades de empresas tecnológicas que no podían cotizar en NYSE por no ser rentables al momento de empezar a hacerlo. Esta competencia entre bolsas generalmente se debe a factores como las economías regionales (la Bolsa de Chicago, por ejemplo, sigue siendo el principal jugador en el establecimiento de los *commodities* a nivel global en virtud del rol histórico que jugó Chicago como centro logístico y de transporte; a pesar de que hoy ya no lo es, la predominancia de su Bolsa en este sector se mantuvo). En términos generales, la literatura encuentra resultados positivos en la competencia entre bolsas, entre ellos, un menor costo de capital (Hail y Leuz, 2004) y mayor liquidez de las acciones (Berkman y Nguyen, 2010). No obstante, no existen estudios específicos para el caso uruguayo.

En 1996 la actividad bursátil se vio favorecida con la aparición de las AFAP y la Ley del Mercado de Valores y Obligaciones Negociables. El primer elemento creó nuevos jugadores institucionales que, armados de capital con un horizonte temporal de inversión largo y la imposibilidad de invertirlo en valores en el exterior, resultó un gran comprador de títulos locales. Las AFAP fueron creadas en 1996 durante la segunda presidencia de Julio María Sanguinetti (1995-2000), como parte de la implementación del sistema previsional mixto. Este sistema combina el régimen de solidaridad intergeneracional, administrado por el Banco de Previsión Social (BPS), con un régimen de ahorro individual obligatorio gestionado por las AFAP. El objetivo principal de esta reforma fue fortalecer la sostenibilidad del sistema previsional uruguayo, complementando el esquema tradicional con cuentas individuales de ahorro para la jubilación.

La regulación de las inversiones de las AFAP está detallada en el artículo 123 de la Ley 16.713 de 1995 (Dirección Nacional de Impresiones y Publicaciones Oficiales –IMPO–, 1995) y sus modificaciones posteriores. Esta normativa establece los tipos de activos en los

¹⁹ Operación local del Banco Provincia de Buenos Aires.

que las AFAP pueden invertir y los límites cuantitativos para cada categoría. Las inversiones permitidas incluyen valores emitidos por el Estado uruguayo, el BCU, instituciones financieras locales y empresas privadas, siempre que cumplan con ciertos requisitos de calificación de riesgo y con otros criterios establecidos por el BCU.

En cuanto a la inversión en el exterior, la normativa uruguaya ha sido tradicionalmente restrictiva. Aunque no existe una prohibición absoluta, los límites impuestos a las inversiones en activos extranjeros son muy estrictos y esto en la práctica restringe significativamente esta posibilidad. Esta política se basa en la intención de canalizar los fondos de ahorro previsional hacia el desarrollo económico nacional, promoviendo la inversión en instrumentos locales y evitando la exposición a riesgos asociados a mercados internacionales. Además, se busca mantener un mayor control y supervisión sobre las inversiones, garantizando que se ajusten a las regulaciones y objetivos del sistema previsional uruguayo.²⁰

De esta manera, la creación de las AFAP, combinada con su restricción de invertir en el exterior, generó un nuevo flujo de inversión hacia empresas o proyectos locales que antes no estaba disponible al ser centralizado por el BPS, organismo que fundamentalmente compraba títulos de deuda estatales, pero no tenía mayor participación en títulos del sector privado uruguayo.

Por otra parte, la Ley de Mercado de Valores (Ley n.º 16.749, IMPO, 1996) estableció un paradigma general de regulación y supervisión de la actividad de valores y creó la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU, que supervisa a los intermediarios y entidades emisoras, las cuales deben registrarse y cumplir con requisitos de transparencia. Además, la ley regula las ofertas públicas de valores y exige que las empresas que emiten acciones o bonos proporcionen información financiera clara y periódica. La protección del inversor es uno de los pilares de la ley, que prevé sanciones para conductas fraudulentas y el uso de información privilegiada. Asimismo, regula diversos instrumentos financieros, como acciones y bonos, y define el rol de las bolsas de valores, como BVM y BEVSA, en tanto espacios de negociación. Además, se establece un sistema de sanciones y control para infracciones y se regula el uso de fideicomisos financieros como instrumentos de inversión.

²⁰ Las AFAP también enfrentan otros límites en sus inversiones, como restricciones en la proporción de fondos que pueden destinar a diferentes tipos de activos y emisores. Por ejemplo, existen topes para inversiones en instrumentos emitidos por el sector privado y límites basados en la calificación de riesgo de los activos. Estas restricciones buscan diversificar las carteras de inversión, minimizar riesgos y proteger los ahorros de los afiliados. El BCU, como ente regulador, supervisa el cumplimiento de estas normativas y puede ajustar los límites de inversión en función de las condiciones económicas y financieras del país.

Este cambio introdujo la explosión de emisiones de obligaciones negociables que se produjo entre 1996 y 1999, hasta el default de Granja Moro, que por su tamaño e impacto en la opinión pública provocó un decaimiento general del mercado de valores, que luego se vería agravado por la crisis financiera de 2002 (Garmendia Vázquez, 2006).

De este modo llegamos al escenario actual, que muestra que en 2022 tan solo cuatro empresas cotizaban acciones en BVM: el shopping de Tres Cruces —Gralado SA—, el Frigorífico Modelo —que dentro de pocos años cumple un siglo como cotizante—, Isusa y Areaflin —el Parque Eólico Valentines—. A modo de comparación, en 1944 cotizaban en BVM acciones de 15 empresas (Moreno Lazaro, 2023, p. 30). Es decir, en casi 80 años de historia el desarrollo de la Bolsa no solo se ha estancado, sino que ha retrocedido significativamente.

Sin embargo, el desarrollo del mercado de capitales local no lo hace exclusivamente la cantidad de empresas cotizantes, sino también la cantidad de corredores vinculados a la actividad. En este sentido el panorama también se ha deteriorado con el paso del tiempo: hace alrededor de diez años había 74 corredores, mientras que en 2022 había solamente 26 (Copelmayer, 2022).

En este contexto, muchos inversores se vieron enfrentados a situaciones extremas, como la quiebra de empresas locales en las que habían invertido. Fue entonces que comenzaron a notar con preocupación que el proceso de resolución de estas quiebras en Uruguay no ofrecía las mismas garantías ni era tan ágil o predecible como bajo los mecanismos legales de bancarrota disponibles en Estados Unidos, por ejemplo. En ese país, las leyes de quiebra, como el famoso Chapter 11 (que permite la reorganización de empresas) o el Chapter 7 (que regula su liquidación), ofrecen un marco jurídico claro, con procedimientos bien establecidos y, sobre todo, plazos definidos y más rápidos. En contraste, en Uruguay los procesos eran vistos como más complejos, con menor seguridad jurídica y mayor incertidumbre respecto de los tiempos necesarios para llegar a una resolución. Esta comparación desfavorable incrementó aún más la desconfianza de los inversores y exacerbó el impacto negativo de la crisis en el mercado de capitales uruguayo.

De hecho, los primeros cambios significativos en la legislación concursal²¹ en más de un siglo se darían recién en 2008, con la promulgación de la Ley de Proceso Concursal (Ley 18.387). Hasta entonces estaba vigente un «esquema absolutamente arcaico e inoperante», que se prestaba a fraudes concursales y provocaba el «natural desinterés de los acreedores

²¹ Conjunto de leyes que regulan el proceso por el cual se reorganiza o liquida una empresa.

tanto por provocar como por seguir estos procedimientos» (Bergara, 2016, p. 237). Los impactos de esta desactualización normativa eran visibles: bajo nivel de crédito y una cultura prestataria con un énfasis sobredimensionado en las garantías reales —tal como relevan Bergara, De Brun y otros— que tiene el efecto directo de reducir el mercado de crédito, excluyendo empresas que tendrían las características necesarias para ser sujeto de crédito, porque son solventes, pero no tienen garantías reales en forma de inmuebles u otros bienes físicos.

En este contexto surge, en pleno proceso de recomposición de la crisis, la Ley de Fideicomisos, en octubre de 2003. Con la aprobación de esta ley, estos instrumentos se establecieron como mecanismos fundamentales para la protección de los derechos de los acreedores y la diversificación de las opciones de financiamiento, más allá del crédito bancario tradicional. Este nuevo marco regulatorio permitió la creación de fideicomisos que pueden actuar como mecanismos de garantía sin necesidad de procesos judiciales para su ejecución, ofreciendo una alternativa más rápida y económica frente a los instrumentos de garantía tradicionales, como hipotecas y prendas. Este nuevo tipo de negocio habilitado por los fideicomisos fue, en cierta manera, una respuesta estatal a una disparidad entre el crecimiento económico y la capacidad financiera de los bancos para respaldarlo. Los niveles de crédito estaban extremadamente deprimidos, y existe a la fecha poco más de un tercio del nivel de crédito, comparado con los niveles precrisis de diciembre de 2001.²² Al mismo tiempo, en 2004 el PIB creció al 5% y analistas del momento llegaron a estimar crecimientos anuales de entre el 8% y el 12%, en un contexto de alza de actividad no solo intensa, sino amplia y abarcativa de prácticamente todos los sectores de la economía uruguaya. La nueva Ley de Fideicomisos estaba llamada a jugar un rol relevante para canalizar ese flujo de capitales que veía una economía en recuperación pero mantenía dudas respecto de la seguridad jurídica de sus inversiones, en un contexto de recomposición institucional y retraimiento bancario.

²² Los niveles de crédito al sector no financiero en 3.140 millones de dólares en noviembre de 2004 y 8.500 millones de dólares en diciembre de 2001, respectivamente (Garmendia Vázquez, 2006, p. 2).

7. El fideicomiso como instrumento jurídico-financiero

7.1. La construcción del proyecto de ley

El proyecto de Ley de Fideicomisos fue una iniciativa del BCU que surgió a mediados de la década de 1990 (Olivera García²³, entrevista sostenida con el autor, 2024) con el objetivo de desarrollar el mercado de capitales y, en particular, de securitizar la cartera de créditos del BHU. Sin embargo, los antecedentes histórico-legales de este instrumento se remontan siglos atrás y su llegada al ordenamiento jurídico uruguayo no fue sencilla.

En nuestro país hubo un proceso en el que se saltaron etapas: debido a que se legisló recién en 2003, la ley original contiene tanto la regulación de la figura del fideicomiso como la específica del fideicomiso financiero. Esto era una conclusión lógica ante la falta de una ley general que diera espalda y terminara de consagrar una figura con la que se venía experimentando por medio de leyes puntuales que creaban fondos, con patrimonio de afectación independiente, para el impulso de determinados sectores en el marco de la crisis de 2002, como el Fondo Lechero y el Arrocero.

La Ley de Fideicomisos prevé tres figuras: los fideicomisos de administración, los fideicomisos de garantía y los fideicomisos financieros. En el derecho uruguayo, los fideicomisos se utilizan para diferentes propósitos, según de qué tipo sean. Los fideicomisos de administración permiten que una persona entregue bienes a un fiduciario para que los maneje de acuerdo con instrucciones específicas, por ejemplo, gestionar fondos para un objetivo particular. Los fideicomisos de garantía se usan para asegurar que se cumpla con una obligación, por ejemplo, el pago de una deuda. En este caso, una persona o empresa transfiere bienes al fideicomiso y, si no cumple con lo pactado (por ejemplo, si no paga la deuda), esos bienes se pueden usar para saldar lo que debe.

Por otro lado, los fideicomisos financieros son una forma de inversión. Agrupan ciertos activos —préstamos, propiedades, flujos de dinero— y a partir de ellos se emiten títulos que pueden ser comprados por inversores. Estos títulos pueden ofrecer rentabilidad y negociarse —es decir, comprarse y venderse— en el mercado de valores.

²³ El doctor Olivera García fue contratado por el BCU en ese momento para redactar el proyecto de ley, que finalmente se aprobaría en 2003, luego de que naufragó la propuesta de securitización de créditos original del BHU.

La diferencia principal está en el uso y la circulación de esos títulos: mientras que en los fideicomisos financieros los inversores pueden comprar títulos negociables, en los fideicomisos de garantía no se emiten títulos que puedan circular en el mercado.

En este estudio se prioriza el análisis de los fideicomisos financieros, al entender que son los más relevantes en términos de canalización de inversión. Los fideicomisos de garantía, que también tienen implicancias relevantes para el mercado de capitales local, al no poder ser abordados cuantitativamente por no ser de público conocimiento su grado de utilización, serán abordados cualitativamente en una sección específica del trabajo referida al caso de la empresa Citrícola Salteña.

Los fideicomisos financieros tienen la particularidad de que la calidad de beneficiario está representada por títulos negociables, es decir, pasibles de ser comprados y vendidos en el mercado. De este modo, «la naturaleza financiera del fideicomiso no surge entonces —formalmente— por la circunstancia de que el mismo sea utilizado para realizar un negocio de financiamiento, sino por la representación cartular de la calidad del beneficiario» (Olivera García, 2014, p. 18). Estos títulos negociables pueden ser de tres tipos: de deuda (con un cupón o renta fija, similar a un bono en su funcionamiento), certificados de participación (son de renta variable y exponen al inversor al riesgo y retorno de la actividad subyacente, similar a una acción en su funcionamiento)²⁴ o mixtos (con un componente fijo y otro variable).

A su vez, los fideicomisos financieros pueden ser de cotización abierta (regulados por el BCU, al poder ser ofrecidos a más de 20 inversores y comunicados públicamente) o particulares (limitados a un máximo de 20 inversores bajo obligatoriedad de comunicación específica y no pública y fuera de la órbita del BCU) y además emitidos por entes del sector público o privado (más allá del carácter de la oferta).

Estos tenedores de títulos están protegidos bajo las potestades que consigna la Ley 17.703 a las asambleas de tenedores de títulos de deuda. En particular, los incisos b) y f) del artículo 32 de esa ley otorgan a los tenedores de deuda una gama de derechos equiparable a la de las asambleas de accionistas, con la gran diferencia de que estos derechos solo aplican sobre el patrimonio fiduciario y no sobre la totalidad de la empresa. En este sentido, la normativa

²⁴ El derecho a voto de los tenedores de certificados de participación varía caso a caso, según el contrato de fideicomiso suscrito por las partes. Como regla general, el fiduciario y el administrador del activo toman la mayoría de las decisiones del día a día de la actividad empresarial, mientras que los tenedores de certificados de participación aprueban o desaprueban los informes del fiduciario o toman decisiones financieras estructurales (por ejemplo, las relacionadas con los cronogramas de pagos o con la manera de proceder frente a incumplimientos).

prioriza los derechos de los acreedores sobre los de los deudores, de tal manera que fortalece la seguridad jurídica en este tipo de operaciones.

Siguiendo esta lógica, el legislador diseñó el fideicomiso como una herramienta para facilitar la canalización del ahorro hacia el crédito y reactivar la economía real. En la exposición de motivos del tratamiento de la ley en la Cámara de Diputados, el Ministerio de Economía y Finanzas expresó: «Es prioridad del Gobierno adoptar mecanismos que propendan a la reactivación económica. En ese marco, se promueven nuevos instrumentos jurídicos que permitan captar ahorro y generar crédito, con la finalidad de su utilización por los sectores productivos» (Diario de Sesión 15 de octubre del 2003, Cámara de Representantes, p. 24). Este razonamiento encuentra respaldo en la literatura, donde se destaca que el mercado de capitales, en particular el de deuda corporativa, cumple un papel clave en la generación de información, mejorando la asignación de capital y promoviendo un gobierno corporativo más eficiente una vez otorgado el financiamiento. Asimismo, contribuye a la diversificación y comercialización del riesgo, facilitando la canalización del ahorro (Levine, 1997).

En este marco, la flexibilidad del fideicomiso permite la combinación de distintos atributos sin restricciones rígidas. Por ejemplo, puede existir un fideicomiso de oferta particular emitido por un agente del sector público bajo la modalidad de título de deuda. Del mismo modo, es posible estructurar un fideicomiso de cotización abierta emitido por el sector privado bajo la forma de certificado de participación, entre otras configuraciones posibles.

Hecha esta categorización sencilla, se analizará uno de los primeros elementos en el mercado de los fideicomisos financieros: el mercado fiduciario.

8. La utilización del fideicomiso en el mercado de capitales uruguayo

8.1 Comparativa: obligaciones negociables y fideicomisos financieros

En las últimas décadas el mercado de valores uruguayo ha sido poco profundo y poco desarrollado, según estándares internacionales y regionales. En 2007, Uruguay ocupaba el puesto número 56 del ranking global de capitalización de mercado de su mercado de valores (FMI, 2007) como porcentaje del PIB y alcanzaba un 2,3%, de tal manera que se ubicaba detrás de países de la región como Chile (137,9%), Brasil (87,8%) y Perú (57,3%), entre otros. En 2020, este panorama había mejorado sensiblemente: la capitalización de mercado uruguayo llegó a un 4,7% del PIB y, al incluirse los certificados de participación de fideicomisos financieros, este número alcanzaba el 9,8% (Larzabal, presentación de clase, 2021). A pesar de esta mejora, permanecía lejos de otros países de la región: en Chile este

valor era cercano al 80%, en Brasil superaba el 50% y en Perú era mayor al 30% (Villarroel y Jordan, 2023, p. 7.1). Esta evolución en la capitalización de mercado vuelve necesario analizar en mayor profundidad en qué medida el fideicomiso ha contribuido a este crecimiento y cuál ha sido su impacto relativo en el mercado de capitales uruguayo.

Es relevante comparar la utilización de los fideicomisos financieros con la que es prácticamente su única alternativa en el mercado de capitales: la Obligación Negociable. A pesar de que determinar si los fideicomisos financieros implican un neto positivo en la canalización de inversión o si desplazaron otros vehículos preexistentes excede el alcance de este trabajo, es útil comparar el volumen de ambos instrumentos para entender el rol real del fideicomiso en el mercado de capitales en comparación con su principal alternativa. A la hora de estudiar el impacto del fideicomiso en el mercado de capitales, elaboramos el siguiente indicador de desarrollo del mercado, que denominamos índice de profundidad del mercado (desde ahora, IPD), definido como un ratio del siguiente tipo:

$$\text{IPD} = \text{actividad del mercado secundario} / \text{actividad del mercado primario}$$

Este ratio expresa, por cada unidad emitida,²⁵ qué proporción se negocia en el mercado secundario. Esto permite capturar el grado de liquidez del mercado y, en cierta medida, su desarrollo, ya que en mercados de capitales más desarrollados la actividad secundaria tiende a ser mayor porque los inversores son más activos en la negociación de valores. Para obtener este tipo de información, por lo general, se usa el *turnover ratio*, definido por el Banco Mundial (BM) como el valor de acciones domésticas intercambiadas en el mercado dividido por su capitalización de mercado promedio. En este análisis no trabajamos con acciones, sino con cuotapartes de fideicomisos financieros. Como algunos de estos títulos no se negocian con frecuencia, la capitalización de mercado (el valor total de mercado de los títulos) en muchos casos no es un indicador confiable o el dato directamente no está disponible. Por esta razón, optamos por el IPD, que entendemos que se adapta mejor a este contexto, en lugar del habitual *turnover ratio*.

Entre 2004 y 2023, el mercado de valores uruguayo registró una emisión primaria conjunta de más de 10,2 mil millones de dólares constantes de 2023²⁶ en fideicomisos y obligaciones

²⁵ En este caso, millones de dólares americanos corrientes.

²⁶ Al ser un período amplio y con emisiones en varias monedas (dólares, pesos y unidades indexadas, fundamentalmente), se siguió el siguiente procedimiento: se pasaron todos los valores a dólares (las emisiones originalmente en pesos y unidades indexadas fueron convertidas a dólares al valor de tipo de cambio del día) y se deflataron utilizando el deflactor de PIB del BM con base en 2023. Este es el procedimiento más sencillo para tener un valor constante; otros procedimientos (como deflactar los pesos por pesos y dólares por dólares) darían resultados similares, por lo que no afectan las conclusiones del trabajo.

negociables. En el caso de los fideicomisos, se canalizaron aproximadamente 8,5 mil millones de dólares, mientras que las obligaciones negociables representaron un total de emisión primaria cercana a los 1,7 mil millones de dólares en ese mismo período.

A pesar de la similitud en los montos promedio por emisión entre ambos instrumentos —alrededor de 35 millones de dólares por colocación—, las diferencias en el comportamiento del mercado secundario son notorias. El IPD, que relaciona el volumen negociado en el mercado secundario con el emitido en el primario, es significativamente más alto en las obligaciones negociables que en los fideicomisos. Esta diferencia refleja patrones de inversión divergentes: mientras que uno de los instrumentos tiende a circular más activamente en el mercado secundario, el otro permanece en mayor proporción en manos de los inversores originales.

Este contraste puede explicarse por el perfil de los inversores que acceden a cada instrumento: la circulación secundaria más activa se vincula a una mayor participación de inversores particulares, mientras que la retención primaria más estable se asocia a inversores institucionales. Esta interpretación también es respaldada por especialistas del sistema financiero, quienes señalan que algunos instrumentos presentan barreras de entrada más altas en términos de complejidad o de plazo, lo que naturalmente restringe su adopción por parte de actores menos especializados.

En conjunto, el análisis sugiere que ambos instrumentos cumplen roles diferenciados dentro del ecosistema financiero uruguayo, no necesariamente determinados por el volumen de emisión, sino por las características y estrategias de los agentes que los utilizan.

A diferencia de los montos, sí parece haber una diferencia relevante en cuanto a los plazos promedio de cada instrumento.

Con base en la información de BEVSA,²⁷ se creó un panel con información de más de 100 fideicomisos financieros y más de 85 obligaciones negociables emitidas entre 2003 y 2024, a los efectos de comparar los plazos de ambos instrumentos.²⁸ La evidencia empírica parece apoyar la hipótesis de que los fideicomisos son la herramienta preferida para el financiamiento de proyectos de largo plazo. El plazo promedio para una emisión de fideicomiso financiero en BEVSA fue de 17,6 años; en cambio, el de las obligaciones negociables fue de 7,2 años. En el análisis se removieron del cálculo los fideicomisos de

²⁷ En este caso se toma solo la información de BEVSA, ya que la información de plazos para el caso de BVM no estaba disponible.

²⁸ Ambos cuadros están presentes en el Anexo.

plazo variable (dentro del panel analizado, los fideicomisos de plazo variable fueron un total de 10 emisiones, que representan el 10% del total en términos de cantidad de emisiones y 7,64% del total de montos colocados): al no tener una fecha fija de finalización, fueron excluidos del análisis, por lo que la diferencia real probablemente sea mayor que la calculada, ya que en la práctica tienden a tener plazos de más de 10 años.

Este hallazgo tiene implicaciones tanto para el análisis de los emisores como para los inversores. Desde el lado de la demanda, esta evidencia refuerza la idea de que los fideicomisos son instrumentos particularmente atractivos para inversores institucionales —fondos de pensión, compañías de seguros, fondos de inversión—, que suelen operar con horizontes de inversión más prolongados. Estos actores, que buscan alinear sus flujos financieros futuros con pasivos de largo plazo, encuentran en los fideicomisos una alternativa que les permite comprometer capital por períodos más extensos con rendimientos previsibles, algo menos común en instrumentos de menor duración como las obligaciones negociables.

Por otro lado, la mayor duración de estos instrumentos también significa una exposición a mayores riesgos —regulatorios, crediticios, de mercado—, lo que eleva la necesidad de contar con una estructura jurídica sólida y confiable. Los fideicomisos suelen ofrecer una arquitectura legal más robusta, con garantías explícitas y mecanismos de control y seguimiento que otorgan mayor certidumbre a los inversores. En ese sentido, este hallazgo no solo destaca el papel de los fideicomisos como vehículo financiero preferido para proyectos de largo aliento, sino que también subraya la importancia de la seguridad jurídica como condición necesaria para canalizar inversiones institucionales en instrumentos de mayor plazo.

8.2 Dimensionando el sector

El BCU tiene visibilidad de las características básicas de la totalidad de los fideicomisos financieros de Uruguay. Esto es así porque, a pesar de que este organismo no regula todos los fideicomisos financieros, sino solamente los de cotización abierta, debe asegurarse de que los realizados por particulares efectivamente cumplan con el criterio de tener menos de 20 partes, para lo que debe hacer una revisión (al menos parcial) de las características principales del prospecto de emisión. De esta forma, con base en la solicitud de la información publicada en este sentido, se analizaron las principales características de este mercado.

Entre 2004 y 2023, se crearon 129 fideicomisos financieros (BCU, 2024). De estos, 66 fueron de particulares y 63 de cotización abierta. El valor total emitido durante el período fue de

aproximadamente 10,2 mil millones de dólares constantes de 2023. A modo de ejemplo a los efectos de contextualizar la importancia de este segmento del mercado: para el período 2004-2020, el fideicomiso representó (en valor, no en cantidad de emisiones) el 79% del total de títulos públicos emitidos por el sector privado en la bolsa uruguaya, y el monto emitido en certificados de participación (2,8 mil millones de dólares) fue casi el doble que el de los títulos de deuda (1,7 mil millones). En el período se emitieron solo 62 millones de dólares en acciones y 1,1 mil millones de dólares en deuda corporativa de otros tipos, fundamentalmente obligaciones negociables (Larzabal, 2020). Los resultados del presente trabajo parecen mostrar una profundización de esta tendencia: en solo tres años (2021, 2022 y 2023), el monto emitido por medio de fideicomisos casi iguala lo emitido en el acumulado de los 16 años anteriores. Esto muestra que el fideicomiso se instaló como el mecanismo preferido de cotización pública. Cabe aclarar que estos emisores son, prácticamente en su totalidad, grandes empresas. Solo el proceso de emisión de un título de cotización abierta implica procesos legales y costos que pueden llegar a 100.000 dólares aproximadamente (Patricia Tudisco, entrevista con el autor, 2024).

A la hora de analizar el mercado de fideicomisos, también es importante entender quién los administra. El cuadro 2 muestra la cuota de mercado de los principales fiduciarios (administradores de fideicomisos) de Uruguay.

Cuadro 2

Mercado de fiduciarios en Uruguay

Nombre del fiduciario	Cantidad de fideicomisos en los que participa	Cuota de mercado (en %)
República Afisa	68	52,7
EF Asset Management	18	14,0
Agencia Nacional de Vivienda	11	8,5
TMF Uruguay Afisa	11	8,5
Conafin	9	7,0
Winterbotham Afisa	5	3,9
Trust Afisa	3	2,3
Pilay Uruguay Afisa	2	1,6
Sura Afisa	1	0,8
Valores Afisa	1	0,8
Total	129	100

Fuente: elaboración propia con base en datos públicos del BCU, 2024.

Entre los fiduciarios se destaca República Afisa con una cuota de mercado de 52,7%,²⁹ seguido por EF Asset Management con 13,9% y luego la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) y TMF Uruguay Afisa, ambos con 8,5%. Los otros seis fiduciarios activos en el período concentran el 16,4% restante del mercado.

En primer lugar, llama la atención que tres organizaciones del ámbito público —República Afisa, la ANV y Conafin—³⁰ concentren más del 68% del mercado en términos de su participación como fiduciarios en los fideicomisos financieros emitidos en el período.

El cuadro 3 muestra la composición de los fideicomisos creados por sector de actividad.

Cuadro 3

Fideicomisos según sector de actividad en Uruguay

Rubro	Cantidad	Porcentaje del total
Gobierno departamental sin seguridad social	30	23,3
Instituciones financieras cautivas públicas	22	17,1
Fondos privados de inversión distintos a los del mercado monetario	22	17,1
Resto de la economía (no hogares)	21	16,3
Instituciones financieras cautivas privadas	14	11,0
Fondos públicos de inversión distintos a los del mercado monetario	6	4,7
Gobierno central sin seguridad social, subsector central	4	3,1
Gobierno general	4	3,1
Gobierno central sin seguridad social, subsector ISFLSG	3	2,3
Sociedades no financieras públicas	2	1,6
Seguridad social del gobierno general	1	0,8

Fuente: elaboración propia con base en datos públicos del BCU. La clasificación utilizada es la de las estadísticas de Cuentas Nacionales de Sectores Institucionales (base 2016) que utiliza el BCU.

Según los sectores de actividad, observamos que el uso mayoritario fue en la categoría «Gobierno departamental sin seguridad social»: en 30 casos fue este el rubro del fideicomiso (23,2% del total), seguido por «Instituciones financieras cautivas públicas» y «Fondos privados de inversión distintos a los del mercado monetario», ambos con 17,1%.

En términos generales, de la totalidad de la emisión y sin importar el carácter de la oferta (si la oferta en sí misma fue de cotización abierta o particular), las emisiones del sector público

²⁹ En cantidad absoluta de fideicomisos en los que fue fiduciario. Esto no significa que necesariamente sea el mayor fiduciario por montos, ya que esto no forma parte de la información publicada por el BCU para el caso de los fideicomisos financieros de oferta privada.

³⁰ Su forma jurídica es, respectivamente, una sociedad anónima en la que el BROU participa con 100% de las acciones, un servicio descentralizado sujeto a controles del Poder Ejecutivo y una fiduciaria perteneciente a una persona pública no estatal como es la Corporación Nacional para el Desarrollo.

representaron un 55,8% del total de emisiones (no en monto emitido, que será analizado posteriormente) y las del sector privado el 44,2% restante.

8.2.1 Análisis sectorial: certificados de participación de fideicomisos financieros

Desde 2020 BEVSA presta servicios de valuación de certificados de participación de fideicomisos financieros, de forma de brindar la valuación diaria a estos títulos con escasa o nula operativa en el mercado secundario. Esos valores-precios son incorporados al Vector de Precios.

Esta información nos permite tener un acercamiento sectorial a la utilización de los fideicomisos financieros (en su modalidad de certificado de participación) y, en consecuencia, contribuye a echar luz sobre el impacto de esta herramienta en distintos sectores de la economía uruguaya.

El cuadro 4 muestra los principales sectores de actividad en los que se utilizaron certificados de participación y sus valores totales.

Cuadro 4

Valuación y categorización de los certificados de participación de fideicomisos financieros cotizantes en BEVSA, 2022

Rubro	Fideicomiso financiero	Valuación al 31/12/2022 (en dólares corrientes)
Forestal	Bosques del Uruguay I	59.346.233
Forestal	Bosques del Uruguay II	76.545.419
Forestal	Bosques del Uruguay III	172.475.552
Forestal	Bosques del Uruguay IV	338.497.567
Forestal	Montes del Este	60.515.479
Forestal	Terraligna	54.836.210
Desarrollo inmobiliario	Casas Uru	6.841.130
Desarrollo inmobiliario	Fondo Compass Des. Inm.	46.084.463
Desarrollo inmobiliario	Península Rentals	43.781.893
Arrendamiento de tierras	Campos Sustentables	46.201.330
Arrendamiento de tierras	Tierras del Litoral	45.982.096
Arrendamiento de tierras	Fondo de Tierras del Uruguay	37.560.933
Arrendamiento de tierras	Tierras Irrigadas	42.035.130
Arrendamiento de tierras	Tierras Irrigadas II	115.841.546
Renta inmobiliaria	Rentas Inmobiliarias	59.669.142
Renta inmobiliaria	Torres Nuevocentro	55.910.697
Infraestructura	Fondo Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM I	334.538.759
Infraestructura	Fondo Deuda para Infraestructura en Uruguay CAF-AM II	126.810.493
Infraestructura	Ferrocarril Central CAF-AM III	312.991.465
Total		2.036.465.537

Fuente: BEVSA, 2023.

El resumen por rubro está presentado en el cuadro 5:

Cuadro 5

Resumen por rubro de la valuación de los certificados de participación de fideicomisos financieros cotizantes en BEVSA, 2022

Rubro	Cantidad de fideicomisos financieros	Valuación al 31/12/2022 (en dólares corrientes)
Forestal	6	762.216.459
Desarrollo inmobiliario	3	96.707.486
Arrendamiento de tierras	5	287.621.035
Renta inmobiliaria	2	115.579.839
Infraestructura	3	774.340.718
Total	19	2.036.456.537

Fuente: BEVSA, 2023.

El valor total de los certificados de participación de los fideicomisos financieros en curso emitidos en BEVSA en 2022 representó aproximadamente el 2,86% del PIB de ese año, que fue de 71,18 miles de millones de dólares.

Del análisis de esta tabla surgen algunas de las características principales de los sectores que han hecho mayor uso de los certificados de participación en BEVSA en los últimos años.

En primer lugar, son actividades claramente intensivas en uso de capital, ya sea porque la escala es un elemento central para su eficiencia (sector forestal, arrendamiento de tierras) o porque los costos iniciales son muy altos (infraestructura).

En segundo lugar, son actividades que, en algunos casos, ya cuentan con cierto grado de desarrollo en términos de acceso al crédito. Por ejemplo, el sector agrícola (entendido en términos amplios) fue el principal receptor de créditos en dólares en el sistema financiero uruguayo en 2023 y obtuvo el 33,3% del total del crédito en moneda extranjera (Reporte Sistema Financiero Anual, 2023, BCU, p. 23). Por último, son actividades en las que el valor generado a futuro es más incierto, ya sea porque dependen de valores internacionales (sector forestal) o de estimaciones y retornos a largo plazo (infraestructura), por lo que son ideales

para inversores que estén dispuestos a asumir un retorno variable, por lo que la herramienta de certificados de participación es más adecuada que, por ejemplo, un título de deuda.

8.2.2 Fideicomisos financieros de cotización abierta y sector público

El cuadro 6 muestra el resumen de los valores emitidos, el monto transado en el mercado secundario y el IPD para los fideicomisos de cotización abierta pertenecientes al sector público.

Cuadro 6

Actividad en el mercado primario y secundario de los fideicomisos de cotización abierta y pertenecientes al sector público en Uruguay, período 2004-2023

	Valores (millones de dólares constantes)
Monto emitido en mercado primario	1.467
Monto transado en mercado secundario	264
IPD (%)	0,18

Fuente: Elaboración propia con base en BCU, Principales Variables del Mercado de valores (s. f.).

Al analizar el IPD se observa que por cada dólar emitido en el mercado primario se transaron tan solo 0,18 dólares en el mercado secundario o, lo que es lo mismo, el nivel de actividad del mercado secundario es de un 18% del total de lo emitido.

La evolución a lo largo del período para ambos mercados se muestra en el Gráfico 1.

Gráfico 1



Fuente: elaboración propia con base en BCU, Principales Variables del Mercado de valores (s. f.).

Notamos, tanto en las emisiones primarias como en el volumen secundario (aunque algo menor en este segundo caso), una tendencia espasmódica: años de increíble aumento del volumen en términos relativos, seguidos por decrecimientos e incluso por años sin actividad.

8.2.3 Fideicomisos financieros de cotización abierta y sector privado

El cuadro 7 muestra el resumen de los valores emitidos, el monto transado en el mercado secundario y el IPD para los fideicomisos de cotización abierta pertenecientes al sector privado.

Cuadro 7

Actividad en el mercado primario y secundario de los fideicomisos de cotización abierta y pertenecientes al sector privado

	Valores (millones de dólares constantes)
Monto emitido en mercado primario	7.081
Monto transado en mercado secundario	283
IPD (%)	0,04

Fuente: Elaboración propia con base en BCU, Principales Variables del Mercado de valores (s. f.).

Cuando evaluamos el escenario para las emisiones de títulos de deuda de fideicomisos financieros del sector privado, la imagen no es demasiado diferente, aunque los volúmenes son superiores.

Gráfico 2



Fuente: elaboración propia con base en BCU, Principales Variables del Mercado de valores (s.f).

El primer dato de relevancia es que, a pesar de la influencia del sector público en el mercado de fiduciarios y de que hubo más cantidad neta de emisiones primarias del sector público, el valor o monto total de las emisiones de cotización abierta por parte del sector privado de títulos de deuda de fideicomisos financieros superó en más de cinco veces el del sector público.

No ocurrió lo mismo respecto de la actividad en el mercado secundario: casi a modo de espejo, la actividad secundaria del sector privado fue aproximadamente cinco veces menor (en términos relativos) que la del sector público.

8.2.4 Reflexiones

Entre los privados el fideicomiso financiero se destaca en dos sentidos. En primer lugar, no es un instrumento para empresas pequeñas. La intendenta de regulación financiera del BCU señala que la carga regulatoria que implica una emisión pública crea una barrera de entrada a la emisión, y agrega que las emisiones privadas no parecen haber sido significativas, quizá, en parte, debido a la regulación «fuerte, intensa y excesiva» del mercado de valores (Ángel Urraburu, entrevista con el autor, 2024). Esto no implica que el fideicomiso, en términos generales, no haya sido relevante para el sector privado, ya que, como veremos, pueden existir fideicomisos de garantía como respaldo de otros títulos —como obligaciones negociables— colocados por privados en emisiones también privadas.

Independientemente de la métrica que se aplique, el fideicomiso tuvo un crecimiento importante durante el período, acompañado por un crecimiento general del mercado de capitales uruguayo, pero mayor que este. Como mencionamos, solo la valuación total de un tipo de fideicomiso (certificados de participación de fideicomisos financieros) en una bolsa (BEVSA) representaba casi el 3% del PIB en el 2022, mientras que en 2007 la capitalización total del mercado de capitales no alcanzaba este valor. Si tomamos ambas bolsas y calculamos, de manera acumulada durante todo el período, la totalidad de lo emitido en fideicomisos de cualquier tipo, notamos que la inversión canalizada a través de fideicomisos financieros de cotización abierta fue de más de 5,9 mil millones de dólares, mientras que el monto total emitido en ambas bolsas por medio de obligaciones negociables apenas superó los 1,6 mil millones de dólares. Teniendo en cuenta la inactividad del mercado accionario, podemos establecer que la gran mayoría de la canalización de inversión en el mercado de capitales uruguayo se hace mediante fideicomisos (tanto en forma de deuda como de certificados de participación).

A pesar de esta mejora relativa, Uruguay sigue estando lejos de otros países de la región. A modo de comparación: la totalidad del valor acumulado en dólares corrientes, emitido tanto en obligaciones negociables como en fideicomisos financieros (certificados de participación y títulos de deuda) en ambas bolsas uruguayas en el período 2004-2023 fue de más de 10,2 mil millones de dólares constantes a 2023. Mientras tanto, la Bolsa de Santiago (una de las tres de Chile) registró más de 8,8 mil millones de dólares solo en 2023 y en colocaciones de bonos corporativos (Síntesis Estadística Anual 2023, Bolsa de Santiago).

Este rezago en comparación con la región se nota también en términos de liquidez de su mercado secundario. El *turnover ratio* de Brasil y Chile para 2022 fue de 162,5% y 14,44%, respectivamente. Es decir, ese año en Brasil se compraron y vendieron títulos en el mercado secundario equivalentes a 1,6 veces la capitalización total del mercado, mientras que en Chile se transó casi el 15% de la capitalización total en el mercado secundario. Mientras tanto, en Uruguay, el *turnover ratio* de acciones y certificados de participación para 2020 era de 0,3% (Larzábal, presentación de clase, 2021).

El panorama del IPD calculado en el marco de este trabajo tampoco es alentador: en ningún mercado analizado (tanto para el sector público como para el privado, tanto en BEVSA como en BVM) para el período 2004-2023 el IPD es superior al 18%, es decir, nunca se alcanzaron niveles de actividad secundaria mayores al 18% de la emisión primaria en ese mercado. Aunque parezca contraintuitivo, esto también lo padecen los inversores institucionales, que al

no poder hacer un *mark to market*³¹ de la cartera se ven obligados a contratar valuaciones profesionales, que no solo son más costosas sino que, por definición, son más subjetivas que un dato surgido de una interacción de mercado.

9. Estudio de caso: Citrícola Salteña

Para tomar real dimensión del rol que ocupa el fideicomiso en la actividad financiera de Uruguay, resulta ilustrativo mostrar un caso específico. Hay pocos casos más interesantes que el de Citrícola Salteña, ya que permite estudiar distintos usos del fideicomiso, así como potenciales beneficios y problemas derivados.

El caso de Citrícola Salteña permite ilustrar de manera concreta la funcionalidad del fideicomiso como mecanismo jurídico-financiero en contextos de reestructuración compleja. Su análisis muestra cómo este instrumento puede operar como vehículo para sostener operativamente una empresa en crisis, proteger parcialmente los intereses de los acreedores y canalizar recursos públicos de manera más ordenada y transparente. No obstante, es importante reconocer que se trata de un caso excepcional por múltiples razones: su magnitud, su localización en un sector estratégico y su fuerte involucramiento estatal, en particular a través del BROU. En este sentido, aunque el estudio de caso aporta valiosa información sobre el potencial del fideicomiso, sus enseñanzas no son fácilmente generalizables al conjunto del mercado de capitales ni a otras empresas que enfrentan problemas financieros sin respaldo institucional. Además, al tratarse de un fideicomiso de garantía no transado públicamente, su análisis requiere una lectura diferenciada respecto de los fideicomisos financieros típicos que operan en el mercado bursátil. Por tanto, si bien contribuye a comprender usos alternativos y menos visibles del fideicomiso, el caso también evidencia que la efectividad del instrumento depende en buena medida de las condiciones institucionales, del tipo de acreedores involucrados y del sector económico en cuestión. Esto obliga a matizar cualquier conclusión general sobre el impacto del fideicomiso en el desarrollo a partir de este único antecedente.

Citrícola Salteña, conocida comercialmente como Caputto, era una empresa dedicada a la producción de cítricos en el norte del país. La empresa, que llegó a generar alrededor de 2.000 empleos directos en el departamento de Salto y era una de las principales exportadoras de cítricos del país, estaba controlada por la familia Caputto, de la que tomaba su nombre comercial. El 87,5% del paquete accionario estaba en manos de distintos miembros de la

³¹ Valuar contablemente sus activos financieros al valor al que estos están siendo transados en el mercado, que suele ser uno de los métodos preferidos, al ser menos subjetivo que valuaciones profesionales o mediante fórmulas.

familia y la empresa era liderada por Eduardo Caputto Frescuelo,³² luego del fallecimiento de Leonel Caputto Frescuelo en 2018.

Para financiarse, en abril de 2016 la empresa emitió en BVM obligaciones negociables por un monto total de 11 millones de dólares y vencimiento a 10 años. En ese momento la calificación de riesgo del emisor (es decir, Citrícola Salteña) había recibido la calificación BBB(uy) por la agencia especializada CARE.³³

Tal como resulta del prospecto de emisión, el BROU era uno de los principales acreedores de la empresa. En marzo de 2015, previo a la emisión de obligaciones negociables, Citrícola Salteña, Nolir SA y Múltiple SA (estas dos últimas vinculadas a la operativa de la primera) habían firmado un acuerdo de pago con el BROU para reperfilar aproximadamente el 60% del capital adeudado (16.169.419 dólares), a abonar en ocho años con un año de gracia. A cambio, Citrícola Salteña aumentaba ciertas garantías, como la ampliación de hipotecas por hasta 3,9 millones de dólares de inmuebles por las que ya existía el compromiso de refinanciación con otras instituciones o la presentación de información periódica, entre otras. De esta manera, la emisión de obligaciones negociables figuraba como un hito más en el proceso de estructuración de capital de la empresa.

La garantía de pago de los valores emitidos estaba estructurada de la siguiente manera: para garantizar el pago de los importes adeudados bajo las obligaciones negociables no convertibles³⁴ se constituyó el Fideicomiso de Garantía Financiamiento Citrícola Salteña I, al que el emisor transfirió activos como derechos de crédito, fondos e inmuebles.³⁵

El valor total de los inmuebles cedidos al fideicomiso en el momento de la emisión, según la tasación profesional realizada por Tasar SA, era de 20.978.377 dólares a valor de mercado y de 15.733.786 dólares en caso de ejecución o remate, y representaba un ratio de 1,43 veces el monto total a emitir. En la misma sección del prospecto de emisión publicado en BVM se aclara:

³² A pesar de no concentrar un porcentaje mayoritario de la empresa, ejerció como su representante en escritos judiciales y la lideró durante estos años.

³³ Todos los títulos emitidos en la Bolsa de Valores deben contar con una calificación de riesgo emitida por una calificadora autorizada a llevar a cabo esa tarea, para dar información a la comunidad inversora sobre el potencial riesgo de determinado título. La calificadora CARE establece una calificación para los títulos de diferentes empresas que compran este servicio como parte de su proceso de emisión, en una escala de la que AAAuy es la calificación más alta y Duy la más baja. La calificación que obtuvo en ese momento Citrícola Salteña representaba un «riesgo medio bajo».

³⁴ Es decir, obligaciones negociables que no eran convertibles en acciones de la compañía. Este nombre se utilizó para diferenciarlas de una emisión anterior de obligaciones que sí eran convertibles en acciones.

³⁵ Lista completa de las garantías detallada en el capítulo 2, literal C del prospecto de emisión.

El Emisor sólo podrá solicitar la restitución o reducción de bienes inmuebles incorporados en el Fideicomiso de Garantía cuando excedan la relación anteriormente referida. A tales efectos, el Emisor solo podrá requerir dicha restitución, dentro de los siguientes tres meses a la recepción por parte del Fiduciario y la Entidad Representante de la tasación anual de los bienes incorporados y de informado el cumplimiento del Ratio de Garantía por parte de la Entidad Representante; y siempre que en ese lapso de tres meses no hayan acaecido circunstancias relevantes susceptibles de influir negativamente en el valor de la tasación. Hasta tanto el Emisor no comience a amortizar el capital de las ON conforme se establece en el Documento de Emisión no podrá solicitar la restitución de los bienes Inmuebles transferidos en garantía, aun si los mismos exceden la Relación de Garantía. En ningún caso dicha reducción podrá realizarse de un modo tal de que el valor de la garantía afectada sea menor al capital e intereses pendientes de amortización y pago (Prospecto de Emisión, BVM, 2016, p. 11).

Esta previsión era clave porque regulaba bajo qué circunstancias Citrícola Salteña podía retirar bienes de la garantía que había cedido como parte del patrimonio fiduciario del fideicomiso que garantizaba el pago de las obligaciones negociables que había emitido en el mercado, un asunto que será de gran importancia posteriormente.

En setiembre de 2016, CARE degradó la calificación a BB(uy) (Actualización de la Calificación de Riesgo de Obligaciones Negociables Emitidas por Citrícola Salteña SA, CARE, 2016) y en abril de 2017, la degradó nuevamente, esta vez a B+(uy) (Actualización de la Calificación de Riesgo de Obligaciones Negociables Emitidas por Citrícola Salteña SA, CARE, 2016). En abril de 2018 hizo una nueva actualización, esta vez ligeramente al alza, que elevó la calificación a BB-(uy), en el marco de un «proceso de mejora cuyo hecho más saliente es la venta de un predio importante, lo que permite cancelar deuda, recomponer pasivos, mejorar el capital de trabajo y enfrentar el futuro en mejores condiciones» (Actualización de la Calificación de Riesgo de Obligaciones Negociables Emitidas por Citrícola Salteña SA, CARE, 2018, p. 4). Es decir, un hecho puntual y no una mejora significativa de las condiciones del negocio. El padrón 9.330 (Espinillar) fue vendido a la empresa peruana Camposol SA; el fruto de la operación fue utilizado mayormente para hacer un adelanto de la deuda con el BROU.

El 4 de febrero de 2019, cayó el fideicomiso que garantizaba las obligaciones negociables colocadas en el mercado. En una nota dirigida a BVM, Management Fiduciario y Profesional le comunicó que había solicitado al fideicomitente (Citrícola Salteña) que comunicara el origen de los fondos con los que se integraría la cuenta *escrow*,³⁶ para hacer el posterior depósito de intereses a los tenedores de obligaciones negociables. La empresa respondió que

³⁶ Una «cuenta *escrow*» es un tipo de cuenta bancaria utilizada en transacciones financieras en las que un tercero neutral (el agente *escrow*) retiene fondos o activos en nombre de las partes, en este caso, con el fin de transferir los intereses a los tenedores de obligaciones negociables.

no podría integrar el dinero cuando debía hacerlo, debido a un mal año producto de condiciones climáticas adversas y que estaba procurando solucionar a la brevedad este incumplimiento (Citrícola Salteña SA - Concurso. IUE - 2-5075/2019). Once días después, el 15 de febrero de 2019, Eduardo Caputto Frescuelo, en representación de Citrícola Salteña SA, se presentó a concurso de acreedores. Se suspendió la cotización de las obligaciones negociables y CARE la calificó como CCC. En marzo de ese año se le suspendieron todas las cuentas bancarias, por resolución del BCU, y se convocó a asamblea de tenedores de obligaciones y accionistas.

La relación entre Citrícola Salteña, LIDECO (el interventor designado por la Justicia al presentarse la empresa a concurso) y algunos de los acreedores fue de extrema tensión. Uno de los conflictos principales se debió a la conformación y presentación de la lista de acreedores de Citrícola Salteña y del plan de continuación. LIDECO alegó, en un escrito presentado por su abogado Fernando Cabrera Damasco, que la empresa no había presentado en tiempo y forma la lista de acreedores, por lo que no había cumplido con los 60 días de anticipación en los que deberían haber informado a LIDECO de la propuesta de convenio, lo que no hacía posible que se expidiera sobre el plan de continuación de la empresa (Citrícola Salteña SA - Concurso. IUE - 2-5075/2019). La opinión de LIDECO era clave, según Damasco, no solo para expresarse respecto de la viabilidad del convenio en términos financieros y económicos, sino sobre un segundo punto de crucial importancia: si el convenio alcanzaba las mayorías legales de adherentes.

De esta forma, LIDECO se planteó cuatro escenarios de cálculo del pasivo quirografario total y concluyó que en ninguno el convenio presentado por Citrícola Salteña obtenía la mayoría, además de considerar que el plan de continuidad no era suficiente: «[...] no se trata de un verdadero plan de continuación con todos los requisitos formales que se exigen para su presentación, sino que está planteando simplemente la posibilidad de obtener fondos que tiene la empresa» (Citrícola Salteña SA - Concurso. IUE - 2-5075/2019, Foja 30).

Citrícola Salteña, por su parte, alegaba que la no aprobación de la lista de acreedores era un impedimento para la publicación del convenio, así como tampoco lo era la no finalización de la verificación de créditos ni la falta de aprobación de la lista de acreedores (Citrícola Salteña SA - Concurso. IUE - 2-5075/2019). Es así que Citrícola Salteña impugna la resolución de la asamblea de obligacionistas del 17 de junio de 2019, con la intención de suspenderla y presentar una demanda por daños y perjuicios. Esa resolución implicaba la exigibilidad

anticipada de los créditos y la liquidación de los bienes en garantía, es decir, la liquidación de los bienes del fideicomiso de garantía que sustentaba la emisión de obligaciones negociables.

Este es, a nuestro juicio, el elemento más interesante para entender la importancia de la institución del fideicomiso. Por un lado, los tenedores de obligaciones negociables garantizadas con los bienes puestos en el fideicomiso de garantía exigían su ejecución. Podían hacerlo precisamente por las características de este instrumento: los bienes formaban parte de un patrimonio de afectación independiente y ya no eran patrimonio de la empresa. Sin embargo, la empresa pretendía ofrecer estos padrones en contracautela,³⁷ es decir, Citrícola Salteña pretendía poner como garantía en el proceso judicial de la medida cautelar hacia la asamblea de obligacionistas los mismos bienes que dentro del fideicomiso de garantía respaldaban los títulos de esos obligacionistas, que habían decidido liquidarlos.

La empresa alegaba no solo que las hectáreas estaban valuadas en más de 15 millones de dólares, sino que además constituían un elemento esencial de la unidad productiva y que, de ser ejecutadas esas tierras que estaban en garantía, se empezaría a dismantelar la unidad productiva de la empresa, y con eso, a disminuir su valor y poner en riesgo los puestos de trabajo (Citrícola Salteña SA - Concurso. IUE - 2-5075/2019).

Más allá del mérito jurídico de la postura de Citrícola Salteña, Martín Aguirrezabala concuerda con que LIDECO «tuvo que hacer una adecuación» porque la capacidad de operar una empresa andando «no es necesariamente la capacidad de una institución que está para defender activos financieros» (Entrevista sostenida con el autor, 2024). El asesor señala, además, que Uruguay no cuenta con un mercado de cuadros gerenciales de empresas que permita a LIDECO o a cualquier síndico contratar directores especializados para este tipo de situaciones, por lo que tiende a existir cierto impulso a la liquidación de los activos antes de buscar alternativas de reorganización.

Quizá temiendo ambos impactos (el patrimonial del BROU, banco que era de los principales acreedores de Citrícola Salteña, y el social vinculado a la potencial pérdida de puestos laborales) es que el Estado se involucró con la creación del Fondo Citrícola mediante la Ley 19.737, publicada en el diario oficial el 23 de abril de 2019, con destino al financiamiento de la actividad citrícola nacional por «razones de interés general».

³⁷ Garantía que se exige, en un marco de un proceso legal a la persona que solicita una medida cautelar, para proteger al demandado en caso de que la medida solicitada sea infundada o cause daños. En este caso, como garantía para proteger al demandado en la medida cautelar de suspensión de la resolución de la asamblea de obligacionistas.

El Fondo Citrícola nació con 120 millones de pesos uruguayos aportados por el FONDES ANDE y sus titulares fueron el MGAP, el Ministerio de Industria, Energía y Minería y la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE).

El único objetivo del fondo, descrito en el artículo 4 de la ley que lo creó, fue otorgarle un préstamo por la suma de 115 millones de pesos uruguayos a la empresa Citrícola Salteña, con el objetivo de atender «exclusivamente los costos directos e indirectos para la cosecha, clasificación, empaque y venta de la producción citrícola y de jugos correspondiente a la zafra 2019».

Además, la ley planteaba que «Citrícola Salteña SA deberá suscribir un contrato de préstamo con el fiduciario del fideicomiso y cederá los flujos de las ventas proyectadas de toda su producción frutícola (Ley 19.737, IMPO, 2019), además de otras garantías que el Comité de Dirección pueda solicitar». De esta manera, mediante un fideicomiso creado específicamente con ese fin, el Estado uruguayo rescató y se puso al frente de la producción de cítricos, asistiendo financieramente y quedando como beneficiario de la actividad económica de una empresa que llegó a representar el 30% de la exportación uruguaya en su rubro.

A fines de 2021, BVM convocó una asamblea de obligacionistas. Participaron los tenedores representativos del 83,6% del valor circulante de la emisión y estuvieron presentes también representantes de Management Fiduciario y Profesional SA y de LIDECO, en su calidad de síndico en el procedimiento de concurso de Citrícola Salteña. Los principales puntos del orden del día eran someter a votación el texto de acuerdo entre los obligacionistas, acreedores privilegiados del concurso de Citrícola, LIDECO y RENEFISA, y representantes de Citrícola Salteña, y modificar el procedimiento de venta de los inmuebles del Fideicomiso de Garantía Financiamiento Citrícola Salteña I, establecido en la cláusula 5.6.1.

Sin embargo, debido a que el proceso de concurso estaba en marcha y estaba siendo estudiado el mencionado recurso de inconstitucionalidad presentado por Citrícola Salteña, no se había podido llegar a un documento final. Por lo tanto, se pidió un cuarto intermedio de alrededor de un mes. Este procedimiento se repetiría cuatro veces, en las que los obligacionistas (con la única excepción de la Caja Notarial, que tenía obligaciones negociables de Citrícola Salteña por 1.950.000 dólares y votó negativamente todas las solicitudes de cuarto intermedio) aprobaron la prórroga. El tema de fondo se trataría recién en la convocatoria del 7 de abril de 2021 a la hora 10.10, en la que se puso a votación el

convenio entre los tenedores de obligaciones negociables, los acreedores privilegiados del concurso, LIDECO, RENEFISA y los representantes de Citrícola Salteña.

De dicho acuerdo surge que los «acreedores garantizados» verificados por LIDECO eran los que muestra el cuadro 8.

Cuadro 8

Acreedores garantizados de Citrícola Salteña verificados por LIDECO

Acreedor	Verificación (expresado en dólares americanos)
BROU - CSSA	13.807.493,87
BROU - NOLIR	1.225.508,08
BANQUE HERITAGE	1.071.414,50
LAAD AMERICAS S.A	4.195.039,98
PAMER S.A.	1.221.676,50
SCOTIABANK URUGUAY S.A	181.983,34
BOLSA DE VALORES	9.386.837,74
FAMILIA CAPUTTO	3.005.905
BANCO DE PREVISIÓN SOCIAL	1.441.230,26
UTE	246.705,56

Fuente: Citrícola Salteña SA - Concurso. IUE - 2-5075/2019.

El BROU también era acreedor quirografario (Papel Notarial de Asamblea de Obligacionistas, BVM, 2021 p. 20) por 297.491.998,39 pesos uruguayos adicionales al 25 de febrero de 2019 y representaba el 61,28% del total del pasivo quirografario con derecho a voto. La exposición total que tenía el BROU hacia Citrícola Salteña (en deuda garantizada y quirografaria) ascendía a aproximadamente 22,9 millones de dólares³⁸.

Con este escenario se sometieron a votación los puntos del orden del día. El punto 2, de importancia capital, constaba de tres elementos: el acuerdo entre acreedores garantizados, LIDECO, República Negocios Fiduciarios y los accionistas y directores de Citrícola Salteña; el acuerdo entre los acreedores garantizados de Citrícola Salteña SA y LIDECO; y el Fideicomiso de Administración para la Defensa de Créditos Garantizados.

Mediante este acuerdo se decidió proceder a la venta en bloque de la empresa, incluyendo los activos pertenecientes al fideicomiso de garantía. También se estableció la creación de un Fideicomiso para la Defensa de Créditos, para que los acreedores de Citrícola Salteña pudieran organizarse para proteger sus intereses —en el contexto de la venta en bloque de la empresa o de sus activos—, como un mecanismo por el que los acreedores pudieran recuperar el valor de sus créditos mediante la adquisición de los activos de la empresa, en

³⁸ Normalizando el total de la deuda a dólares corrientes, a la cotización de dólar billete de la fecha.

lugar de esperar un pago directo en efectivo. El fideicomiso actúa como una estructura que les permite participar en la venta en bloque y compensar el precio con sus créditos existentes.³⁹

El punto 2 del orden del día se aprobó por un equivalente al 79,88% del valor circulante de emisiones negociables al día de la fecha.

Avanzada la jornada, se pasó a la votación del punto 3 del orden del día, que implicaba modificar el procedimiento de venta de los inmuebles del fideicomiso de garantía que respaldaba las obligaciones. Los obligacionistas mandataron a Management Fiduciario y Profesional a liquidar la garantía y extinguir el fideicomiso. El resultado de la votación fue el mismo que para el punto 2. Por último, se decidieron cuestiones de menor importancia, como el saldo de honorarios profesionales adeudados con BVM y Management Fiduciario y Profesional, entre otros asuntos.

Luego de estas tribulaciones, en noviembre de 2021 se llegó al acuerdo por la venta de los activos de la empresa y el 15 de marzo de 2022, en la sede de LIDECO, se abrieron los sobres para la venta de la mayoría de los activos de las sociedades Citrícola Salteña SA y Nolir SA. El subsecretario de Industria del momento, Walter Verri, había declarado el 7 de octubre de 2020 en una comisión del Senado que había «al menos nueve grupos de inversión» interesados, tres de ellos con «potencial real» de hacerse cargo de la empresa (Gobierno prepara plan B para Citrícola Salteña, Búsqueda, 2020); sin embargo, dichas ofertas no se concretaron. A la hora de apertura de sobres había una única oferta que superó la base de 36.420.850 dólares (estimada en alrededor del 50% del valor de los activos): la de Frutura, una empresa estadounidense que opera en el sector.

Frutura adquirió el bloque 1 de la subasta, que representaba prácticamente toda la unidad productiva, y de acuerdo a lo que afirmó el gerente general de la filial en Uruguay, eran «básicamente unas 3.000 hectáreas de campo totales, de las cuales unas 1.700 eran netas de plantación citrícola y después el empaque y la fábrica» (En perspectiva, 2022). El bloque 2 constaba solamente de un padrón (un campo en Villa Constitución) y fue a remate por separado; Frutura no fue el adquirente.

Este proceso sirve como ejemplo de distintas cuestiones de capital importancia que permiten comprender la dimensión de la institución del fideicomiso en Uruguay. En primer lugar, es

³⁹ Si decidieran, como acreedores garantizados unificados en el fideicomiso, participar en la subasta de la empresa, podrían adquirirla descontando del precio de compra el monto de la deuda garantizada, que superaba los 35,7 millones de dólares. Los acreedores decidieron no utilizar esta opción.

imposible cuantificar el impacto real de esta herramienta en el sector financiero. Como vimos en el presente caso, lo que había «en la superficie» era una emisión de obligaciones negociables que en el fondo estaba garantizada por un fideicomiso de garantía. La importancia de este tipo de fideicomisos en la canalización de inversión en el mercado de capitales local no puede ser aprehendida cuando analizamos solamente la operatoria de los fideicomisos financieros.

En segundo lugar, notamos la influencia de la noción de patrimonio de afectación independiente, introducida por el fideicomiso en el sistema legal y financiero de Uruguay, así como las tensiones que puede haber en este sentido. Así es que resulta clave para la protección de los inversores no solo el accionar de la Justicia (en particular de los juzgados concursales y civiles), sino también el rol profesional del fiduciario, que debe velar por el correcto cumplimiento del contrato de fideicomiso. En este sentido, es posible proponer mejoras legales que permitan evitar potenciales conflictos de interés, como ocurrió, según algunas de las partes, en este caso.

Son especialmente conflictivos los casos en los que los bienes cedidos por el fideicomitente al fideicomiso forman parte esencial de la unidad productiva, por lo que atan parte de su valor a la marcha de la empresa. En este sentido, los inversores deben tener claro en qué grado efectivamente su riesgo se encuentra aislado del riesgo de la empresa subyacente. Aguirrezabala comenta que desde el BROU intentaron apoyar a los tenedores de obligaciones porque, aunque el banco no tuviera estos títulos, estaba preocupado por mantener el valor de la empresa en su conjunto, y si el fideicomiso se apartaba, «perdía valor el fideicomiso y perdía valor toda la empresa». La clave para no destruir el valor era encontrar una solución que permita mantener la empresa en marcha. En su opinión, a pesar de que jurídicamente con el marco legal actual no existe esa posibilidad, habría que «revisar» la categorización de los deudores, ya que si bien las obligaciones negociables tenían un fideicomiso de garantía, como respaldo sus tenedores actuaban como deudores quirografarios, lo que los ponía en una «posición muy particular, porque si bien eran deudores quirografarios, en realidad tenían la garantía» (Martín Aguirrezabala, entrevista con el autor, 2024).

Para dar más protección a los inversores, sería importante aportar mayor claridad jurídica respecto del grado de protección que brinda un fideicomiso de garantía cuando está respaldando otro título. Para ello habría que buscar soluciones que hagan más sencilla para los inversores la evaluación real del riesgo que corren al adquirir dichos títulos.

En tercer lugar, notamos cómo el fideicomiso jugó un rol crucial en este proceso, ya que primero fue la herramienta que permitió que Citrícola Salteña emitiera obligaciones negociables⁴⁰ y luego el instrumento jurídico que blindó al Estado al permitirle no asumir esta situación en el balance de ANDE, sino establecer un patrimonio independiente y asegurar que el flujo de exportación fuera directamente al beneficiario del fideicomiso. Este le permitió intervenir mediante la creación del Fondo Citrícola; asegurarse de que la situación no escalara hasta causar un daño social mayor, en términos sociales y económicos, en el departamento de Salto; y, por último, una posibilidad (que finalmente nunca se ejerció) de protección de los derechos de los acreedores garantizados en caso de querer participar en la subasta, por medio del Fideicomiso de Administración para la Defensa de Créditos Garantizados, del cual el BROU, al ser el mayor acreedor de deuda garantizada, era a su vez el primer beneficiario.

En definitiva, el devenir económico de los acreedores involucrados (que, indudablemente, sufrieron pérdidas parciales de su capital) no debe distraer de lo fundamental: el fideicomiso cumplió su rol como herramienta de manera adecuada en todas las etapas. Es de destacar que protegió los derechos de los acreedores (tenedores de obligaciones) cuando la empresa pretendía ofrecer los padrones contenidos en el fideicomiso de garantía que respaldaba dichas obligaciones en contracautela. Finalmente, por votación mayoritaria de la asamblea de obligacionistas, se decidió mandar al fiduciario (Management Fiduciario y Profesional) a liquidar la garantía y extinguir el fideicomiso. Es posible hacer una analogía entre los fideicomisos (o cualquier instrumento legal que provea seguridad operativa y jurídica) y los seguros: cuando todo sale bien parece que simplemente agregan costos y complejidad; es cuando las cosas salen mal que realmente se aprecia su valor.

Además, mediante el Fideicomiso para la Defensa de Créditos se habilitó la opción de que los acreedores garantizados pudieran adquirir los activos de la empresa en el marco del concurso para proteger sus intereses; esto permitió, a través de este instrumento, que compensaran el precio de compra con sus créditos existentes. Por ejemplo, si el activo total valía 10 pesos y los acreedores garantizados tenían un crédito por 5 pesos, se habilitaba que pudieran comprar el activo total a 5 en vez de esperar un pago directo en efectivo. A pesar de que los acreedores decidieron no hacer uso de ella, esta opción muestra la versatilidad del instrumento del

⁴⁰ Los análisis contrafácticos siempre son complejos. Es posible que Citrícola Salteña pudiera haber emitido con una obligación negociable simple sin garantía específica, pero resulta muy probable que lo debería haber hecho a tasa de interés mayor y quizá con menor éxito en su colocación. En este caso, la protección adicional que el fideicomiso brindó a los tenedores de obligaciones negociables fue en extremo valiosa.

fideicomiso a la hora de brindar opciones de inversión (o recuperación de activos, en este caso) a agentes económicos.

Por otro lado, fue el fideicomiso —el Fondo Citrícola— lo que le permitió a la empresa «estar en plena zafra» a mediados de 2019 con la empresa en concurso (Martín Aguirrezabala, entrevista con el autor, 2024). A pesar de ser un análisis contrafáctico, resulta más que probable que sin el apoyo estatal, que necesariamente, por la seguridad jurídica requerida, debía canalizarse vía un fideicomiso, la empresa debería haberse liquidado en 2019, con la subsiguiente pérdida de valor económico y de puestos laborales. Sin embargo, este caso sirve como recordatorio de que ningún instrumento legal (sea el fideicomiso o cualquier otro) puede transformar un mal negocio en un buen negocio, y viceversa. Sí pueden, en cambio, proveer la seguridad jurídica y la transparencia necesarias para que el negocio o la inversión se realice. En nuestra opinión, el caso de Citrícola Salteña es un ejemplo en este sentido.

No obstante todos estos aportes, es necesario incorporar una mirada crítica sobre los límites estructurales del fideicomiso como herramienta de desarrollo. Si bien ha demostrado ser eficaz para ofrecer mayor seguridad jurídica a los acreedores y canalizar flujos de inversión, especialmente en situaciones de estrés financiero, no puede pasarse por alto que, en este caso, terminó sirviendo fundamentalmente a un sector —el agroexportador— que históricamente ha contado con mayor acceso al crédito, a subsidios estatales y a estructuras institucionales que refuerzan su centralidad en la matriz productiva del país. Desde esta perspectiva, el fideicomiso no alteró las asimetrías existentes en el acceso al financiamiento, sino que, al contrario, reforzó mecanismos de asignación de recursos públicos hacia un sector que no representa a los actores más excluidos del circuito económico. Por otro lado, el involucramiento del BROU, aun cuando no fuera acreedor directo de las obligaciones, expuso de forma indirecta al Estado a riesgos financieros derivados del deterioro de la empresa subyacente. En otras palabras, se socializaron los costos de una operación concebida inicialmente para blindar patrimonios privados, lo que invita a discutir hasta qué punto el uso del fideicomiso en este contexto sirvió a objetivos de desarrollo inclusivo o simplemente reprodujo la lógica de preservación de capital en los sectores ya consolidados. Si bien el instrumento puede aportar orden y previsibilidad, su impacto distributivo (y su relación con las prioridades de una estrategia nacional de desarrollo) merecen ser debatidos con mayor profundidad.

10. Conclusiones

El fideicomiso se estableció como un instrumento central en el mercado de capitales de Uruguay. En volumen sobrepasó con creces a las obligaciones negociables, tanto en monto total de emisión primaria como secundaria, y se estableció como uno de los instrumentos más transados en el mercado de capitales del país. En términos de su utilización a nivel sectorial, se destacan los sectores forestal e infraestructura, en particular en lo que se refiere a certificados de participación. También se destacan sectores de alta predictibilidad de ingresos, como el sector público (central y departamental) y el sector salud, entre otros.

Resulta particularmente relevante el análisis de plazos. Por sus características jurídicas, que inclinan el balance de derechos hacia el acreedor, el fideicomiso se transformó en la herramienta principal para financiar proyectos de largo plazo. Su uso intensivo en este tipo de inversiones puede deberse a que el mayor riesgo de estas demande mayores garantías y, a modo de respuesta, la creación de estructuras jurídico-financieras que lo mitiguen, como el fideicomiso. Esta noción es validada por los datos de la operativa de BEVSA, que permiten observar el plazo de los instrumentos que cotizan: el plazo promedio de un fideicomiso financiero es de aproximadamente 17 años y medio, mientras que el plazo promedio de una obligación negociable es de poco más de 7 años. Como se mencionó, no se nota una diferencia equivalente en los montos promedio de cada instrumento: el fideicomiso no es necesariamente un instrumento para inversiones mayores, en comparación con las obligaciones negociables, sino de inversiones más a largo plazo.

En conclusión, el fideicomiso ha tenido efectos ambiguos en el desarrollo del mercado de capitales de Uruguay, que en el balance resultan positivos. En primer lugar, parece no haber contribuido a diversificar la economía. Los sectores principales que hicieron uso de la herramienta formaban parte de actividades de alto desarrollo y acceso al crédito (por ejemplo, el sector agropecuario) o pertenecían al sector público o semipúblico. En virtud de sus costos de estructuración y emisión, el fideicomiso de cotización abierta no es hoy una alternativa de financiamiento viable para la gran mayoría de las empresas uruguayas. Puede afirmarse, en ese sentido, que el instrumento no democratizó el crédito. Por último, tampoco reactivó las bolsas en términos del mercado secundario: las dos bolsas de valores de Uruguay siguen teniendo muy poco movimiento, aunque en menor medida la BVM que BEVSA (en términos relativos). De hecho, los títulos de fideicomisos tuvieron menor actividad en el mercado secundario que las obligaciones negociables (en términos relativos), lo que marca con claridad el perfil institucional de los compradores de títulos de fideicomisos. Ambas bolsas se

han convertido, en mayor o menor grado, en agentes de colocación hacia las AFAP, que se posicionan como el principal comprador de participaciones en fideicomisos, debido a una combinación de características: su horizonte de largo plazo, el hecho de que afrontan pasividades en moneda local, las restricciones legales respecto de los activos en los que pueden invertir, entre otras. Estos elementos crean una dinámica de mercado en la que muchas veces el sector de las AFAP es el único comprador viable para determinados títulos. En palabras de Ángel Urraburu, los títulos de fideicomisos generalmente «no tienen mercado secundario porque son [...] generalmente a largo plazo, las AFAP se sientan arriba, no los venden más [...] pero sobre todo rentabilidad: en general todos son muy buenos» (Urraburu, entrevista con el autor, 2024).

La preponderancia de los inversores institucionales en general y de las AFAP en particular en el mercado de capitales uruguayo no es un elemento negativo *per se*, pero debido a las características de las AFAP, que tienen horizontes de inversión de largo plazo y afrontan pasivo en pesos, acaba definiendo en gran medida las características del mercado de capitales: pesificado (o vinculado al peso, en unidades indexadas), de largo plazo y sin mercado secundario (las AFAP no tienen el incentivo de vender el título salvo por necesidades puntuales de liquidez o manejo de cartera, por lo que lo mantienen a vencimiento en muchos casos).

El fideicomiso sí logró, en cambio, proporcionar un elemento adicional de seguridad jurídica necesaria para canalizar inversiones de largo plazo en el país. Resulta imposible determinar el contrafáctico (si estas inversiones se hubiesen realizado o no sin la herramienta), pero del estudio surge sin duda que el fideicomiso fue el instrumento elegido. Por medio de fideicomisos se han financiado rutas, construcciones de viviendas, explotaciones forestales, entre otras actividades de gran porte que comparten una misma característica: son de largo plazo. Al extenderse en el tiempo el repago de la inversión, resulta de fundamental importancia para los agentes financiadores tener un vehículo legal que brinde un nivel de protección adecuado.

Lo antes mencionado abarca exclusivamente a los fideicomisos financieros de oferta pública. Si incluimos los fideicomisos financieros de oferta privada y los fideicomisos de garantía y administración, el impacto de la herramienta se vuelve incuantificable. Abordamos el fenómeno cualitativamente mediante el análisis del caso de Citrícola Salteña, en el que la figura jurídica jugó un rol central en tres instancias de la vida de la empresa. Sirvió como protección de los intereses de los compradores de obligaciones negociables —mediante un

fideicomiso de garantía—, protegió los intereses del Estado a través del Fondo Citrícola y creó un vehículo de protección de los intereses de los acreedores privados. En palabras de Ricardo Olivera García, redactor del proyecto de ley, su principal «ganancia jurídica» es que la herramienta es tan flexible (puede oficiar como título de deuda similar a un bono, pero también como certificado de participación o como un símil de acción, entre otras posibilidades intermedias) que permite que sea utilizada para canalizar distintas necesidades jurídico-económicas.

La utilización de una herramienta legal como principal instrumento de protección de los inversores no es casual en un país como Uruguay, con raíces en el derecho continental. Los países de derecho anglosajón tienen mayores niveles de protección a los inversores que los de derecho continental, relación que se mantiene positiva y significativa incluso ajustando por la riqueza relativa de cada grupo de países (La Porta, 1998). Esto se debe a que los países anglosajones desarrollaron una tradición de interpretación de la ley y precedente obligatorio a favor de los derechos de los inversores en general y de los acreedores en particular. Los países de tradición legal continental, al no tener estas protecciones por vía interpretativa y precedentes obligatorios, desarrollan «adaptaciones» que toman forma de protección de los inversores mediante leyes expresas. En Uruguay, un ejemplo de una adaptación sería el artículo 320 de la Ley de Sociedades Comerciales, que requiere el pago de un dividendo mínimo a los accionistas de las sociedades que reúnan determinadas características. Este tipo de protecciones expresas buscan evitar la denominada «expropiación gerencial» y generar mayores niveles de inversión. Entendemos que, en el marco legal uruguayo, el fideicomiso se ha transformado en la mayor «adaptación» proinversor de los últimos años al crear un patrimonio independiente del que solo el inversor es beneficiario, y una capa intermedia entre el inversor y el acreedor —el fiduciario—, que incluso en ciertas circunstancias puede tener responsabilidad penal. Entendemos, entonces, que los fideicomisos orientaron el balance de derechos en Uruguay en favor del acreedor y que esta protección, de acuerdo a la evidencia empírica, resultó más valiosa para los inversores que enfrentaban mayor incertidumbre al tener plazos más largos de recuperación de su inversión.

Tal vez por la protección que brinda a los acreedores, o por su ventaja fiscal relativa, el fideicomiso parece haber desplazado al fondo de inversión como herramienta de securitización de créditos y de canalización de inversión en general. También superó con creces, en términos de volumen total de emisión, a las obligaciones negociables. En BVM, la emisión primaria de fideicomisos financieros (títulos de deuda y certificados de

participación) fue de más de 2,5 veces el volumen de emisión primaria de obligaciones negociables. En BEVSA, entre 2008 y 2023, esta relación fue de más de 3,7 veces también a favor de los fideicomisos financieros. En palabras de Martín Larzabal, el mercado de obligaciones negociables «sigue abierto» y «nadie emite obligaciones negociables porque no hay empresas emisoras» (Martín Larzabal, entrevista con el autor, 2024).

Entendemos que, en un contexto de crecimiento modesto de Uruguay y de diversas demandas sociales que presionan a los siempre limitados recursos estatales, es fundamental estudiar los elementos determinantes del crecimiento. La evidencia indica que un sector financiero desarrollado y eficiente, que produzca información, reduzca los costos de transacción y mejore la asignación de capital es un factor relevante a la hora de aumentar la acumulación de capital y la productividad total de los factores.

Dentro de este sector, en nuestro país el fideicomiso logró tener un rol privilegiado como vehículo de canalización de inversión institucional hacia proyectos de largo plazo, pero no corrigió aspectos que nos permitirían tener un sector financiero más eficiente. Resulta clave desarrollar alternativas de emisión menos costosas, que permitan a más empresas uruguayas tener acceso al crédito, y a inversores individuales canalizar su ahorro hacia actividades productivas de la economía local. Tener bolsas de valores con mayor actividad, fundamentalmente en el mercado secundario, es clave para dar profundidad y liquidez al sistema, lo que tendría altas repercusiones en varios sentidos: aumentaría la estabilidad del sistema financiero, proveería un sistema de valuación contable de los activos más fiable, entre otros beneficios.

Simplificar las herramientas de emisión, tanto de fideicomisos como de otros tipos de títulos —bonos, vales, obligaciones, incluso acciones— es necesario para tener un mercado de capitales más profundo y que los ahorros de los uruguayos (tanto por inversión propia como administrados por terceros) puedan destinarse a financiar el sector productivo local, aumentando su competitividad al reducir su costo financiero. En la actualidad el sector bancario uruguayo tiene un gran tamaño relativo y altos niveles de rentabilidad, lo que apunta a que probablemente su impacto neto en el crecimiento económico sea bajo e incluso negativo. Dado que la evidencia teórica indica mayor competencia que complementariedad entre el sector bancario y el mercado de deuda corporativa para nuestro país, incentivar esa competencia dinamizando nuestro enflaquecido (en comparación con estándares regionales) mercado de capitales podría generar un sector financiero que contribuya en mayor medida al crecimiento económico y el desarrollo. Ha habido algunos avances prometedores en este

sentido: en 2024 se creó Crowder, la primera empresa que opera bajo la Ley de Plataformas de Financiamiento Colectivo (Ley 19.820, IMPO), que permite en su plataforma digital la emisión —más barata y simplificada en procesos— de empresas de la economía real. A la fecha lleva tres emisiones de deuda colocadas en un 100% en empresas de la economía real del país. Es demasiado temprano para evaluar el éxito y las posibles mejoras de este nuevo régimen, pero sin duda parece prometedor.

A la luz de los hallazgos presentados, resulta pertinente reflexionar sobre el alcance que ha tenido el fideicomiso como instrumento de financiamiento vinculado al desarrollo. Si bien es claro que ha permitido ampliar las posibilidades de inversión, brindando mayor seguridad jurídica a los acreedores y generando nuevos mecanismos de asignación de capital, no es tan evidente que haya logrado modificar sustancialmente la estructura de acceso al crédito o que haya incentivado una diversificación productiva significativa. La canalización del ahorro hacia sectores ya consolidados, como el agroexportador, sugiere que, en varios casos, el fideicomiso ha operado como un complemento al sistema financiero tradicional más que como una alternativa disruptiva capaz de ampliar el espectro de actores con acceso a financiamiento. En este sentido, cabe preguntarse si los incentivos y condiciones institucionales que han acompañado la expansión del fideicomiso han sido suficientes para alinearlos con una estrategia de desarrollo más inclusiva.

Por otro lado, su impacto sobre el mercado de capitales ha sido marcadamente asimétrico. El fideicomiso financiero generó una dinámica intensa en el segmento primario del mercado, con numerosas emisiones estructuradas y un volumen creciente de operaciones. Sin embargo, esa vitalidad no se tradujo en un desarrollo equivalente del mercado secundario, lo cual limitó la posibilidad de que inversores particulares y corredores de bolsa locales participaran activamente en estas transacciones. Este fenómeno refuerza la idea de que, pese a su potencial democratizador, el fideicomiso ha tenido barreras implícitas que restringieron su alcance a un circuito más concentrado de actores institucionales. Asimismo, es importante destacar que este instrumento ha sido particularmente utilizado para financiar proyectos de largo plazo, lo cual constituye una de sus mayores virtudes. No obstante, el tipo de proyectos que se financian mediante fideicomisos no es neutro: responde tanto a las ventajas comparativas preexistentes como a las decisiones estratégicas del país en materia de política productiva. Por lo tanto, el fideicomiso puede contribuir al desarrollo, pero su impacto dependerá en gran medida de cómo se orienten sus usos y de qué sectores logren acceder efectivamente a este tipo de financiamiento. En suma, su potencial como herramienta de

política económica sigue abierto, y su consolidación como vehículo para un desarrollo más equitativo requerirá un marco normativo, institucional y estratégico que lo integre deliberadamente a una visión más amplia de país.

Por último, son necesarios nuevos estudios cuantitativos sobre el mercado de capitales en Uruguay y la canalización del ahorro de los uruguayos, que oficien como insumo para el desarrollo de políticas públicas activas que permitan mayor financiación a menor costo del sector productivo. En lo que refiere a dimensionar el impacto de los fideicomisos en la actividad económica uruguaya, resulta imperioso hacer un análisis pormenorizado de los contratos de emisión de obligaciones negociables y otros títulos para entender cuántos de ellos están sostenidos por fideicomisos de garantía —como en el caso de Citrícola Salteña—, que, al no cotizar públicamente, dificultan la apreciación del impacto real de la herramienta en términos cuantitativos.

11. Bibliografía

- ABOAL, D., LANZILOTTA, B., & PERERA, M. (2013). *El sistema financiero uruguayo y la integración financiera en el MERCOSUR*. Centro de Investigaciones Económicas (CINVE). Recuperado de https://www.cinve.org.uy/wp-content/uploads/2013/01/Capitulo-4_Fin.pdf
- AMIHUD, Y., & MENDELSON, H. (1986). *Asset pricing and the bid-ask spread*. Journal of Financial Economics, 17(2), 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY. (2023). *Reporte del sistema financiero*. Banco Central del Uruguay. Recuperado de https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Reportes%20del%20Sistema%20Financiero/RSF_IV_23.pdf
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY. (s.f.). *Principales variables del mercado de valores*. https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Principales_Variables_del_Mercado_de_Valores/Forms/AllItems.aspx
- BANDA, A., DE BRUN, J., MORAES, J. A., & ODDONE, G. (2021). *Una mirada al medio siglo de historia del Banco Central del Uruguay*. Ediciones de la Banda Oriental.
- BECK, T., & LEVINE, R. (2014). *Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems*. Journal of Financial Stability, 10, 50-64.
- BELLO, I., GALMARINI, N., & KAISAR, S. (2009). *Un estudio de los determinantes del desarrollo del mercado de deuda privada: El caso de Uruguay 1996-2007*. Revista de Economía, Segunda Época, 16(2), Banco Central del Uruguay.
- BERGARA, M. (2016). *Las nuevas reglas del juego en Uruguay*. Fin De Siglo.
- BERKMAN, H., & NGUYEN, T. C. (2010). *Domestic liquidity and cross-listed stock returns: Evidence from global financial crises*. Journal of Banking & Finance, 34(5), 1133-1146.
- BEVSA. (2023, julio). *Boletín* 351. <https://web.bevsa.com.uy/publicaciones/Boletin%20351.pdf>
- BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO. (n.d.). *Historia de la Bolsa de Valores de Montevideo*. Recuperado el 12 de mayo del 2024, de <https://www.bvm.com.uy/html/historia#:~:text=La%20Bolsa%20de%20Valores%20delos%20negocios%20de%20la%20%C3%A9poca.>

- BOLSA DE SANTIAGO. (2023). *Síntesis estadística anual 2023*.
<https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Sintesis%20y%20Estadisticas/Sintesis%20Estadistica%20Anual%202023.pdf>
- BORENSZTEIN, E., COWAN, K., EICHENGREEN, B., & PANIZZA, U. (2008). *Bond Markets in Latin America, On the Verge of a Big Bang?* The MIT Press, London, England.
- BORGES, M., LANDABERRY, M. V., & LICANDRO, G. (2012). *Determinantes del desarrollo de Mercados de Capitales: Estudios de casos de Chile, Colombia y Perú* (Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 2012/008). Banco Central del Uruguay.
- CÁMARA DE REPRESENTANTES. (2003, 15 de octubre). *Diario de sesión*. Página 24. Recuperado de <https://parlamento.gub.uy/documentosyleyes/documentos/diarios-de-sesion/793/IMG>
- CAMERON, R. E. (1967). *Banking in the early stages of industrialization: A study in comparative economic history*. Oxford University Press.
- CONGRESO DE COLOMBIA. (1923). *Ley 45 de 1923: Sobre establecimientos bancarios*. Diario Oficial No. 19.137 a 19.139. Recuperado de <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1599516>
- CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA. (1995). *Ley N.º 24.441: Financiamiento de la vivienda y la construcción. Fideicomiso. Desregulación en Capital Federal*. Boletín Oficial. <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/812/texact.htm>
- CONGRESO DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS. (1924). *Ley de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios*. Diario Oficial. Recuperado de <https://archivos.juridicas.unam.mx/www/bjv/libros/6/2791/16.pdf>
- CONGRESO NACIONAL DEL ECUADOR. (2006). *Ley de Mercado de Valores, Codificación*. Registro Oficial Suplemento 215 de 22 de febrero de 2006. Recuperado de https://www.oas.org/juridico/pdfs/mesicic4_ecu_mercado.pdf
- COPELMAYER, P. (2022, diciembre 12). *Ángel Urraburu: Falta decisión política para abordar y promover el mercado de valores*. La Diaria. <https://ladiaria.com.uy/economia/articulo/2022/12/angel-urraburu-falta-decision-politica-para-abordar-y-promover-el-mercado-de-valores/>
- DE BRUN, J., GANDELMAN, N., KAMIL, H., & PORZECANSKI, A. (2007). *El mercado de renta fija en Uruguay*. Revista de economía, 14(1), 35-96.
- DE LEÓN, N. B. P. (2000). *Bolsa de valores, Montevideo, 1867-2000*.

- EN PERSPECTIVA. (2022). *Frutera, de EEUU, compró activos de Caputto (Citrícola Salteña): ¿Cuáles son sus planes?* [Video]. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=TAy9G8pUVtU&ab_channel=EnPerspectiva
- FAVARA, G. (2003) *An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth*. International Monetary Fund Working Paper Series, 1-46.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, E., ROSAS, F., & LORENZO, F. (2022). *Desarrollo del sistema financiero para el sector agropecuario de Uruguay* (Documento de trabajo DT. 04/2022). Centro de Investigaciones Económicas. https://cinve.org.uy/wp-content/uploads/2022/08/2022-04-Paper_DESARROLLO-DEL-SISTEMA-FINANCIERO-PARA-EL-SECTOR-AGROPECUARIO-24-de-junio-de-2022_FR_EFA-1.pdf
- GARMENDIA VÁZQUEZ, G. (2006). *Aplicación del fideicomiso en Uruguay: Protección de derechos de acreedores*. Perfiles latinoamericanos, 13(27), 169-191.
- GILI, B.. (2005). *Estructura de capital de las empresas uruguayas en el marco de la teoría de jerarquía de preferencias*. Documentos de Investigación 32, Universidad ORT Uruguay. Facultad de Administración y Ciencias Sociales.
- HAIL, L., & LEUZ, C. (2004). *International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?* Journal of Accounting Research, 42(3), 485-531.
- IMPO. (1989). *Ley N.º 16.060 de Sociedades Comerciales*. Diario Oficial. <https://www.impo.com.uy/bases/leyes/16060-1989>
- IMPO. (2003). *Ley N.º 17.703 sobre fideicomiso*. Diario Oficial. <https://www.impo.com.uy/bases/leyes/17703-2003>
- IMPO. (1996). *Ley N.º 16.749 sobre la regulación del mercado de valores*. Diario Oficial. <https://www.impo.com.uy/bases/leyes-originales/16749-1996>
- ISANENKO, S. (2024). *Liquidity premium and the shape of transaction costs*. Concordia University, Quebec - Department of Finance. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4870547
- KING, R. G., & LEVINE, R. (1993). *Finance and growth: Schumpeter might be right*. The Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717-737.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (1998). *Law and finance*. Journal of Political Economy, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>

- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1999). *Investor protection: Origins, consequences, reform* (Working Paper No. 7428). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w7428>
- LARZABAL, M (2020). *Caracterización del mercado de capitales en Uruguay* [Presentación de clase]. Programa Máster en Finanzas, Universidad ORT Uruguay.
- LEVINE, R., & ZERVOS, S. (1998). *Stock markets, banks and economic growth*. American Economic Review.
- LEVINE, R. (1997). *Financial development and economic growth: Views and agenda*. Journal of Economic Literature, 35(2), 688-726.
- MARTÍNEZ CARAZO, P. C. (2006). *El método de estudio de caso: Estrategia metodológica de la investigación científica*. Pensamiento & Gestión, (20), 165-193. Universidad del Norte, Barranquilla, Colombia. Disponible en <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=64602005>
- MORENO LÁZARO, J. (2023). *Finanzas y coyuntura económica en Uruguay: la Bolsa de Montevideo, 1867-1945*. H-Industria, 17(33), 137-173. [https://doi.org/10.56503/H-Industria/n.33\(17\)pp.137-173](https://doi.org/10.56503/H-Industria/n.33(17)pp.137-173)
- MUNYO, I. (2004). *The determinants of capital structure: Evidence from an economy without stock market*. CERES.
- NASCIMENTO, J. P. B. do. (2024). *La evolución del mercado de capitales en Brasil*. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. <https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2024/12/05REV73-LA-EVOLUCION-DEL-MERCADO-DE-CAPITALES-EN-BRASIL.pdf>
- NORTH, D. C. (1990). *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge University Press.
- NORTH, D. C., & WEINGAST, B. R. (1989). *Constitutions and commitment: The evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England*. The Journal of Economic History, 49(4), 803-832. <https://doi.org/10.1017/S0022050700009451>
- OLIVERA GARCÍA, R. (2014, agosto 21). *El fideicomiso: Versión latinoamericana del trust*. Jornadas Brasileño-Uruguayas de Derecho Comercial, Facultad de Derecho - Universidad de São Paulo. Facultad de Derecho USP, Instituto de Derecho Comercial, Facultad de Derecho UDELAR.
- PASCALE, R. (1998). *Decisiones Financieras*. Ediciones Macchi. Montevideo, Uruguay.
- PORCARO, D., & MALUMIAN, N. (2003). *Fideicomiso en Uruguay: Análisis del Proyecto de Ley*. PricewaterhouseCoopers.

- PORTO, L. (2002). *Para entender la crisis bancaria*. Montevideo, EBO.
- ROSTOW, W. W. (1960). *The stages of economic growth: A non-communist manifesto*. Cambridge University Press.
- SHAH, H. C., CARVAJAL, A., GUERRA, I., BANNISTER, G. J., & CHAN-LAU, J. A. (2007, diciembre). *Equity and private debt markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic* (IMF Working Paper No. 07/288). International Monetary Fund.
- VILLARROEL ÁLVAREZ, A. V., & JORDÁN, S. J. J. (2023). *Factores determinantes para el desarrollo de las bolsas de valores en Latinoamérica [Determining factors for the development of stock market in Latin America]*. *Investigación & Desarrollo*, 23(2), 5–22.
- WORLD BANK. (s. f.). *Turnover ratio (Africa Development Indicators)*. Recuperado el 25 de Diciembre, 2024, de: <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/africa-development-indicators/series/CM.MKT.TRNR#:~:text=Turnover%20ratio%20is%20the%20total,Long%20definition>
- YUSIFZADA, L., & MAMMADOVA, A. (2015, abril). *Financial intermediation and economic growth* (William Davidson Institute Working Paper No. 1091). William Davidson Institute, University of Michigan.

12. Anexos

Anexo 1: Consideraciones tributarias respecto al uso del fideicomiso

Consideraciones tributarias: el debate en el momento de aprobación de la Ley de Fideicomisos

En los albores de la aprobación parlamentaria del proyecto de ley de fideicomiso en Uruguay en 2003, se realizó un análisis sobre distintos factores legales y fiscales vinculados al funcionamiento de esta figura, con el objetivo de aportar consideraciones clave para su implementación (Porcaro et al., 2003). Dentro de estos aspectos, el tratamiento fiscal del fideicomiso se presenta como un elemento central en la configuración de incentivos para el sector financiero, influyendo en la elección de determinados instrumentos para canalizar inversiones.

Como principio general, se sostiene que el tratamiento fiscal del fideicomiso debería responder a la realidad económica de la operación, garantizando transparencia y evitando distorsiones en su tributación (Porcaro et al., 2003). Sin embargo, en el proceso de diseño normativo, se optó por considerar al fideicomiso como un contribuyente autónomo, aun cuando no posee personalidad jurídica propia. Esta decisión se justificó en la amplitud de actividades que el fideicomiso puede desarrollar, lo que podría haber generado situaciones de elusión fiscal si se hubiese adoptado un enfoque de transparencia tributaria (Olivera García, 2024). La única excepción a este criterio fue el fideicomiso de garantía, cuyo patrimonio no fue gravado de manera independiente (Olivera García, 2024).

Desde otra perspectiva, se ha argumentado que una regulación basada en la prevención del fraude fiscal podría restringir el uso de los instrumentos financieros, afectando su aplicación en el mercado (Porcaro et al., 2003). En este sentido, se ha señalado que la tributación debería concebirse como una consecuencia de los negocios y no como una causa que determine su viabilidad. Un ejemplo de este enfoque es la Ley 17.202 de 1999, que reguló la creación de Fondos de Inversión Cerrados de Crédito (FICC) para la securitización de activos, estableciendo un principio de neutralidad tributaria. Según este marco, los FICC no recibirían beneficios fiscales específicos, pero tampoco se les impondrían cargas tributarias adicionales, con el fin de mitigar costos innecesarios y garantizar su aplicación dentro de un esquema de principios tributarios generales.

Sin embargo, esta intención se vio “diluida” por modificaciones fiscales que fueron realizadas posteriormente al instrumento. Se temía, en su momento, que los créditos

hipotecarios otorgados por parte de empresas de intermediación financiera hacia personas físicas, que estaban gravados con IMABA⁴¹ e IVA⁴², se transfirieran a FICC's con el objetivo de interrumpir el cómputo del IVA e incluso la aplicación del IMABA. Es así que se le aplicaron estos tributos al FICC: buscando solucionar una situación particular se modificó la tributación de todo el instrumento. Respecto al tratamiento fiscal del fideicomiso, Porcaro y Malumián plantean un esquema que permita evitar la situación acontecida con los FICC.

En primer lugar, no se debería gravar el simple acto de transmisión de bienes por parte del fideicomitente al fideicomiso, como podría ser con Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales de inmuebles o los que en su hecho generador impliquen IMESI o COFIS.

En segundo lugar, analizar el tratamiento de los intereses a nivel tributario. Este punto es clave en el caso de los fideicomisos financieros, donde es de extrema relevancia el tratamiento de los intereses abonados como forma de retribuir el capital de terceros. Para acceder a una rebaja del costo fiscal de financiamiento con terceros debería disponerse que los intereses fueran deducibles sin tope para la liquidación de IRIC. En la actualidad, los únicos casos en los que el tope a la deducibilidad de intereses no opera son el financiamiento con bancos locales o a través de una emisión pública de obligaciones negociables.

En tercer lugar, el interés del beneficiario local. Para este actor el objetivo primordial sería evitar la doble tributación, es decir, que los resultados distribuidos del fideicomiso no vuelvan a ser gravados por IRIC cuando son transmitidos al beneficiario. En este sentido Porcaro et.al (2003, p.56) recuerdan que se evita el problema a través del artículo 31 del Título 4 del T.O 1996, que exonera el IRIC⁴³ a los dividendos o utilidades pagados a personas físicas o jurídicas domiciliadas en el país. Ha habido, sin embargo, cuestiones de alcance de esta exoneración que han estado debatidas, y que implicaron problemas en su momento para los FICC. De acuerdo a la administración tributaria deben alcanzarse por IRIC no solo los resultados de las inversiones realizadas en FICC si no también las derivaciones patrimoniales derivadas de la tenencia de sus cuotapartes. El fisco sostuvo esta posición en base a que teóricamente los resultados obtenidos por un FICC no son dividendos ni utilidades (los cuales sólo comprenden a los rendimientos producidos a favor de accionistas o socios de sociedades personales).

⁴¹ Impuesto a los activos bancarios.

⁴² Impuesto al valor agregado.

⁴³ El IRIC, COFIS e IMABA fueron eliminados con la Reforma Tributaria del 2007. El IRIC fue sustituido por el IRAE.

Bajo este caso, un tenedor de de cuotapartes de un FICC debería pagar IRIC por la rentabilidad que le genere la actividad del Fondo de Inversiones mientras que un tenedor de acciones en una Sociedad Anónima que realice la misma actividad subyacente estaría libre de este impuesto, basado en el tecnicismo de que una cuotaparte de un FICC no es una acción y por ende su rentabilidad no puede ser legalmente entendida como un “dividendo” o “utilidad”. A nuestro entender, parece claro que este no era el espíritu de la ley, y resulta extremadamente probable que esta interpretación por parte del fisco haya sido el motivo principal del desuso de la herramienta de Fondo de Inversión en nuestro país. Este impacto no es menor ya que el IRIC es un impuesto anual que grava a una tasa del 35% la rentas netas de fuente uruguaya provenientes de “actividades lucrativas llevadas a cabo por empresas.”⁴⁴

Los autores destacan el concepto fiscal general de la Ley de Fideicomisos, debido a que se establece, en el artículo 36⁴⁵ de la Ley, una equivalencia tributaria entre los fideicomisos y las sociedades personales (Porcaro et al., 2003). Esto implica que para determinar el tratamiento tributario del fideicomiso es necesario, igualmente que para las sociedades personales, analizar el negocio subyacente.

Para dirimir el tema anteriormente mencionado vinculado al caso de la combinación entre los factores de capital y trabajo para determinar la aplicación del IRIC, los autores se centran en el rol del fiduciario. Plantean que: “si el activo subyacente en el fideicomiso es generador de rentas con independencia de la labor que debe desempeñar el fiduciario, entonces el fideicomiso no estará alcanzado por el impuesto. En caso que requiera de la administración profesional del activo a efectos de alcanzar el resultado económico perseguido, entonces sí se estará ante la configuración del aspecto objetivo del impuesto.” (Porcaro, et al., 2003, p.59).

Respecto a los Fideicomisos de Garantía, los autores señalan que, cuando un bien se transmite al fideicomiso, económicamente no hay consecuencias en el patrimonio del fideicomitente hasta que la garantía es ejecutada, por ende el fideicomitente no debería ser sujeto a aplicación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales hasta que esto suceda.

Por último, en el caso específico de los Fideicomisos Financieros, se establece el mismo tratamiento fiscal de los certificados de participación y títulos de deuda emitidos u ofrecidos mediante oferta pública a las acciones y obligaciones que cotizan en Bolsa.

⁴⁴ Ver: <https://www.impo.com.uy/bases/todgi/4-1996/1>. Existe debate respecto a si un FICC, o un fideicomiso, constituye una empresa en el sentido de que de acuerdo a la Ley una empresa para ser tal debe “combinar capital y trabajo”. Es al menos cuestionable que una securitización de un activo ya existente implique “trabajo”.

⁴⁵ Ver: <https://www.impo.com.uy/bases/leyes/17703-2003>

Consideraciones tributarias: la situación actual posreforma

Hay dos momentos clave a considerar si buscamos evaluar el tratamiento tributario de los fideicomisos durante la aprobación de la Ley de Fideicomisos No 17.703 y después de la Ley de Reforma Tributaria No 18.083, promulgada en diciembre del 2006.

En el momento de la aprobación legislativa, como mencionamos anteriormente, el tratamiento fiscal de los fideicomisos fue diseñado de manera general y conceptual, sin centrarse en la casuística ni en aplicar soluciones específicas según la función de cada tipo de fideicomiso (garantía, inversión, administración, etc.). También se consideró que detrás de cada fideicomiso existe una relación causal, un negocio económico o una intención que se canaliza a través de este instrumento. Por ello, se asimiló su tratamiento al de las sociedades personales, que en ese momento combinaban factores productivos para determinar las consecuencias fiscales.

Otro aspecto clave fue la aplicación del principio de neutralidad. Se buscaba que el uso de un fideicomiso no implicara costos fiscales adicionales en comparación con otras formas jurídicas para realizar el mismo tipo de negocios. El objetivo era que el fideicomiso fuera fiscalmente neutral frente a otras estructuras, incentivando su uso sin crear ventajas fiscales exclusivas que lo promovieran solo por razones impositivas.

Además, se tenía en cuenta el temor de la administración tributaria a que los fideicomisos pudieran ser utilizados para evadir impuestos, frente a lo cual la administración podría tener menos herramientas que en el caso de sociedades con personería jurídica.

Con base en estos principios, se decidió no considerar a los fideicomisos como contribuyentes de todos los impuestos nacionales, a diferencia de lo que se hizo con los Fondos de Inversión Cerrados de Crédito. Tampoco se estableció que los beneficiarios fueran quienes debían asumir la carga fiscal de los fideicomisos. Este fue uno de los elementos principales que determinarían luego el uso del fideicomiso, y, en palabras de Patricia Tudisco, la “canibalización” de los Fondos de Inversión por parte de los Fideicomisos, que debido a estos incentivos tributarios se transformaron en un vehículo esencial a la hora de canalizar inversiones y securitizar crédito (Entrevista sostenida con Patricia Tudisco, 2024).

En nuestro país, dado que el sistema impositivo sobre las ganancias no gravaba globalmente las rentas de las personas físicas, la neutralidad fiscal de los fideicomisos se tradujo en que

solo se gravaban las rentas generadas por actividades sujetas al Impuesto a las Rentas de la Industria y Comercio (IRIC).

Para lograr esta neutralidad y flexibilidad, el artículo 36 de la Ley No 17.703 asimiló el tratamiento fiscal de los fideicomisos al de las sociedades personales, haciéndolos responsables de todos los tributos que gravaban a este tipo de sociedades. Esta asimilación se justificó porque las sociedades personales requieren una combinación de capital y trabajo para generar rentas, al igual que los fideicomisos. Si el fideicomiso se dedica a una actividad económica que combina capital y trabajo, será contribuyente del IRIC. Sin embargo, si el fideicomiso solo gestiona activos sin combinar capital y trabajo, como en el caso de arrendar inmuebles y distribuir las rentas, no sería contribuyente de IRIC, y la carga fiscal se trasladaría a los beneficiarios.

En este contexto, el fideicomiso se vuelve "transparente" desde el punto de vista fiscal, sin generar efectos fiscales propios, los cuales recaen sobre los beneficiarios. Sin embargo, esta transparencia presenta riesgos para la administración tributaria, ya que la responsabilidad de determinar los impuestos de los beneficiarios recae en el fiduciario, lo que podría generar incertidumbres.

Antes de la Reforma Fiscal, los fideicomisos que no eran considerados "empresas" no eran contribuyentes de impuestos. Sin embargo, con la aprobación de la Ley de Reforma Tributaria No 18.083, los fideicomisos, excepto los de garantía, se convirtieron en sujetos pasivos del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas (IRAE), independientemente de su finalidad o estructura.

Este cambio eliminó la posibilidad de que los fideicomisos fueran considerados "transparentes", afectando su flexibilidad fiscal. La nueva normativa impuso un tratamiento fiscal más gravoso, lo que limitó su uso para ciertas operaciones.

Por ejemplo: si una persona transfiere sus inmuebles a un fideicomiso de administración para protegerlos de riesgos personales, anteriormente el fideicomiso no pagaba impuestos directamente, y los ingresos por alquileres se trasladaban a los beneficiarios, quienes pagaban impuestos como personas físicas. Después de la reforma, los ingresos por arrendamiento obtenidos por el fideicomiso están sujetos al IRAE, lo que representa una mayor carga tributaria. Además, el fideicomiso debe seguir un régimen contable más riguroso, lo que aumenta los costos administrativos.

En definitiva, si la actividad subyacente ya era pasible de IRAE, la misma sería gravada pre reforma (en el esquema transparente) y post reforma (donde todos los fideicomisos pagan IRAE sin importar su actividad subyacente).

Por ende, la reforma sólo alteró sensiblemente los incentivos de los agentes económicos que pretendían usar los fideicomisos con un fin no-comercial, sino fundamentalmente de protección legal o traspaso generacionales de bienes (principalmente inmuebles), que es la principal utilización de los fideicomisos y *trusts* a nivel global. Este efecto, combinado con la mejor posición fiscal de los fideicomisos frente a los Fondos de Inversión y su flexibilidad como vehículo (al poder usar un fideicomiso tanto para emitir deuda como para emitir certificados de participación o garantizar una operación), hicieron que el fideicomiso en Uruguay juegue un rol más significativo –y cualitativamente diferente– al que juega el fideicomiso y los *trusts* en el resto del mundo.

Anexo 2.0: panel realizado para análisis de plazos de fideicomisos financieros, con base en información de BEVSA

DESCRIPCIÓN	MONTO EMITIDO	MONEDA DE EMISIÓN	TASA	FECHA DE EMISIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	PLAZO (DÍAS)
F. Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez (Serie 1)	1.000.000	U\$S	L6+6%	8/7/2005	31/12/2020	5.655,00
F. Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez (Serie 2)	800.000	U\$S	L6+6%	8/7/2005	31/12/2020	5.655,00
F. F. U.T.E	25.000.000	U\$S	L6+3%	29/12/2004	29/12/2011	2.556,00
F. Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez (Serie 3)	800.000	U\$S	L6+6%	6/9/2005	31/12/2020	5.595,00
F. Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez (Serie 4)	1.300.000	U\$S	L6+6%	30/11/2005	31/12/2020	5.510,00
F. F. Actividad Lechera (FFAL II)	42.500.000	U\$S	L06+1,3%	17/8/2007	Variable	
F. Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez (Serie 5)	1.500.000	U\$S	L6+6%	18/4/2007	31/12/2020	5.006,00
F.F Creditel I (TDE Senior)	96.000.000	U\$S	12,85%	5/11/2008	25/2/2010	477,00
F.F Creditel I (TDE Sub.)	12.000.000	U\$S	114%	5/11/2008	25/3/2010	505,00
F.F. Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez (Serie 6)	1.500.000	U\$S	L6+6%	12/10/2007	31/12/2020	4.829,00
F.F Pronto! 1 (PRONA, TDA)	80.000.000	U\$S	18%	28/5/2009	Variable (30 años máximo)	
F.F Pronto! 1	10.000.000	U\$S	19%	28/5/2009	Variable (30	

(PRONB)					años máximo)	
F.F. NZFSU I	30.000.000	U\$S	Variable (Actual 5%)	31/7/2009	Variable (30 años máximo)	
F.F. FINDEP	420.000.000	UI	5.50 % reaj. por UI	30/12/2009	10/11/2018	3.237,00
F.F. CASMU	373.000.000	UI	5.75 % reaj. por UI	21/5/2010	21/5/2025	5.479,00
F.F. TRC 02 USD	5.966.000	U\$S	5.8 %	14/10/2010	Variable	
F.F. TRC 02 UI	343.320.000	UI	5.5 % reaj. por UI	14/10/2010	Variable	
F.F. BU	50.000.000	U\$S	Variable	4/8/2011	8/8/2041	10.962,00
F.F. Pronto 2A	54.813.467	UI	3,5% reaj. Por UI	7/10/2011	13/3/2015	1.253,00
F.F. Pronto 2B	4.192.380	UI	3,5% reaj. 33 Por UI	7/10/2011	13/3/2015	1.253,00
F.F. AEPS	330.000.000	UI	4.4% reaj. por UI	14/11/2011	1/10/2027	5.800,00
FF TCSU	210.000.000	UI	3,5% en UI	7/12/2012	Variable	
FF Casmu II S1	270.000.000	UI	4,5% en UI	21/12/2012	28/12/2027	5.485,00
FF. Casa de Galicia	150.000.000	UI	4,5% en UI	27/12/2012	30/12/2026	5.116,00
F.F. Transp colectivo II USD	6.258.954	U\$S	5.8 %	14/10/2010	14/10/2040	10.958,00
F.F. Transp colectivo II UI	359.429.920	UI	5.5 % reaj. Por UI	14/10/2010	14/10/2040	10.958,00
F.F. Bosques Uruguay	50.000.000	U\$S	Variable	4/8/2011	4/8/2041	10.958,00
FF Inversiones y Rentas Inmobiliarias	60.000.000	U\$S	Variable (certificados de participación)	16/5/2012	16/5/2042	10.957,00
F.F. Fondo de tierras del Uruguay	52.010.000	U\$S	Variable	25/4/2013	25/4/2025	4.383,00
FF. Intendencia Canelones II S1	340.000.000	UI	5% en UI	16/5/2013	28/2/2032	6.862,00
FF. Torres NuevoCentro	58.200.000	U\$S	Variable	13/12/2013	Variable	
F.F. Pronto 3A	15.366.383,00	\$	15%	27/1/2014	Variable	
F.F. Pronto 3B	17.400.000	\$	16%	27/1/2014	Variable	
F.F. Pronto 4	218.000.000	\$	16%	18/12/2014	18/8/2016	609,00

FF. Intendencia Canelones II S2	170.000.000	UI	5% en UI	15/1/2014	28/2/2033	6.984,00
FF. Forestal Montes del Este	56.500.000	U\$S	Variable	25/6/2014	19/6/2037	8.395,00
FF. Fondo Compass Desarrollo Inm. I.	2.100.000.000	\$ (uy)	Variable	25/9/2014	25/9/2021	2.557,00
F.F Grinor Ciudad de la costa	240.000.000	UI	5,4 % en UI	26/1/2015	2/5/2036	7.767,00
PAMPA CPA	15.000.000	U\$S	Variable	23/3/2015	23/3/2037	8.036,00
FF UTE alumbrado público	445.000.000	UI	5 % en UI	18/12/2014	28/2/2034	7.012,00
FF PAMPA CPB	82.000.000	U\$S	Variable	Variable	23/3/2037	
FF Inversiones Departamentales	420.000.000	UI	5,50%	30/12/2009	10/11/2018	3.237,00
FF Transporte Colectivo II	6.258.954	U\$S	5,80%	14/10/2010	14/10/2040	10.958,00
F.F. Bosques Uruguay 2	70.000.000	U\$S	Variable	20/1/2015	20/1/2045	10.958,00
FF Asociación Española	330.000.000	UI	4,40%	14/11/2011	1/10/2027	5.800,00
Hipica Rioplatense Uruguay S.A. Serie 1	175.137.666	UI	4,50%	28/11/2011	28/11/2017	2.192,00
Hipica Rioplatense Uruguay S.A. Serie 2	10.000.000	U\$S	6%	28/11/2011	28/11/2021	3.653,00
Hipica Rioplatense Uruguay S.A. Serie 3	31.325.167	UI	3,75%	30/11/2012	30/11/2022	3.652,00
Hipica Rioplatense Uruguay S.A. Serie 4	8.000.000	U\$S	4,75%	4/11/2012	30/11/2018	2.217,00
FF Transporte Colectivo	210.000.000	UI	3,50%	7/12/2012	Variable	

Suburbano						
FF RIVERA II	70.000.000	UI	6,00%	28/4/2015	28/2/2035	7.246,00
FF CASASURU	135.000.000	UI	Variable	5/8/2015	8/4/2022	2.438,00
FF ARIAS	53.600.000	U\$S	Variable	23/12/2015	23/12/2037	8.036,00
FF CASMU III 2031	75.000.000	UI	6%	30/3/2016	28/3/2031	5.476,00
FF Bosques Uruguay 3	190.000.000	U\$S	Variable	7/12/2016	7/12/2046	10.957,00
FF Asociación Española II	210.000.000	UI	6,00%	27/5/2016	1/5/2032	5.818,00
FF Grinor Ciudad de la Costa II	190.000.000	UI	6,95%	29/12/2016	5/5/2036	7.067,00
FF Campos Sustentables	50.000.000	U\$S	Variable	22/9/2015	22/9/2027	4.383,00
FF Florida I	168.200.000	UI	7,00%	1/6/2016	5/12/2030	5.300,00
FF CAF I	2.800.000.000	UI	Variable	7/12/2016	7/12/2046	10.957,00
FF Fondo Capital	940.000.000	UI	7,00%	26/12/2016	5/12/2036	7.284,00
FF Intendencia Canelones III Serie 1	1.889.708.000	UI	6%	24/7/2017	5/4/2037	7.195,00
FF Coporación Vial del Uruguay Serie 1	630.000.000	UI	2,00%	26/4/2017	15/10/2034	6.381,00
FF Coporación Vial del Uruguay Serie 2	20.000.000	U\$S	4,90%	26/4/2017	15/10/2034	6.381,00
FF Península Rentals	442.810.000	U\$S	Variable	4/8/2017	31/7/2047	10.953,00
FF OSE Serie I	250.000.000	UI	3,95%	14/9/2017	30/6/2039	7.959,00
FF Terraligna	60.450.000	U\$S	Variable	9/10/2017	9/10/2042	9.131,00
FF Transp Colectivo Urbano III	225.000.000	UI	4,00%	3/10/2018	3/10/2048	10.958,00
FF CAF-AM II	4.000.000.000	UI	Variable	19/12/2018	19/12/2048	10.958,00
FF Salto Dayman	330.000.000	UI	7,00%	24/01/2017	05/03/2031	5.153,00
FF Coporación Vial del Uruguay Serie 3	1.111.000.000	UI	3,75%	30/04/2018	15/10/2034	6.012,00
FF Coporación	36.000.000	U\$S	4,90%	30/04/2018	15/10/2034	6.012,00

Vial del Uruguay Serie 4						
FF OSE Serie II	250.000.000	UI	3,55%	02/07/2018	30/06/2040	8.034,00
FF Fondo de financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de pasajeros II	160.000.000	UI	4,50%	16/07/2018	19/07/2048	10.961,00
FF Fondo Agroalimentario	240.000.000	UI	6,00%	21/09/2018	05/12/2039	7.745,00
FF Tierras del litoral	50.000.000	U\$S	6,00%	11/09/2018	11/09/2033	5.479,00
FF Tierras Irrigadas II	150.000.000	U\$S	Variable	26/12/2018	26/12/2033	5.479,00
FF Transp Colectivo Urbano IV	167.000.000	UI	4,00%	23/09/2019	28/08/2029	3.627,00
FF Bosques Uruguay 4	330.000.000	U\$S	Variable	11/04/2019	11/04/2049	10.958,00
FF Casa de Galicia II	240.000.000	UI	5,00%	30/12/2019	30/01/2040	7.336,00
FF CAF-AM FERROCARRIL CENTRAL	3.000.000.000	UI	Variable	03/10/2019	02/04/2039	7.121,00
FF A Corporación Vial del Uruguay Serie 5	4.178.054.637	UP	3,75%	03/05/2019	15/10/2034	5.644,00
FF Corporación Vial del Uruguay Serie 6	28.100.000	U\$S	4,90%	03/05/2019	15/10/2034	5.644,00
FF OSE I Serie 3	185.000.000	UI	3,86%	24/05/2019	30/03/2041	7.981,00
FF OSE I Serie 4	248.562.344	UP	2,42%	24/05/2019	30/03/2041	7.981,00
FF OSE I Serie 5	250.000.000	UI	3,70%	09/10/2019	30/09/2041	8.027,00
FF OSE I Serie 6	300.000.000	UI	2,90%	25/09/2020	30/06/2042	7.948,00

FF Bosque de las Serranías	67.000.000	U\$S	Variable	01/06/2020	01/06/2042	8.035,00
FF Boschetto	79.600.000	U\$S	Variable	21/10/2020	21/10/2046	9.496,00
FF Financiamiento Recambio Luminarias Canelones I	322.700.000	UI	6%	02/12/2020	05/05/2039	6.728,00
FF Transp Colectivo Urbano V	170.000.000	UI	4,00%	16/12/2020	27/04/2029	3.054,00
FF Corporación Vial del Uruguay Títulos de Deuda Sub. Serie 1	658.592.239	UI	2,75%	24/06/2021	15/04/2035	5.043,00
FF Corporación Vial del Uruguay Títulos de Deuda Sub. Serie 2	1.558.390.942	UP	2,00%	24/06/2021	15/04/2035	5.043,00
FF Corporación Vial del Uruguay Títulos de Deuda Sub. Serie 3	24.701.455	U\$S	3,10%	24/06/2021	15/04/2035	5.043,00
FF MALDONADO I	55.000.000	UI	3%	01/09/2021	05/02/2036	5.270,00
FF RENTAS INMOBILIARIAS ORIENTALES I	80.000.000	U\$S	Variable	19/08/2021	19/08/2051	10.957,00
FF Tierras del litoral II	100.000.000	U\$S	5,00%	15/10/2021	15/10/2036	5.479,00
FF Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500Kv (Tacuarembó-	685.384.816	UI	3,13%	09/06/2022	15/10/2048	9.625,00

Salto)						
FF Eucalyptus del Sur	55.000.000	U\$S	Variable	10/04/2023	10/04/2048	9.132,00
FF CUTCSA I	150.000.000	UI	4,75% 2	21/07/2023	03/07/2030	2.539,00

Fuente: elaboración propia en base a BEVSA, Mercado de Valores, Evolución de Operativa 2024.

Anexo 2.1: Panel realizado para análisis de plazos de Obligaciones Negociables.

DESCRIPCION	MONTO EMITIDO	MONEDA DE EMISION	TASA	FECHA EMISION	FECHA VENCIMIENTO	PLAZO (DÍAS)
CITRICOLA SALTEÑA S.A. (Serie A)	1.500.000	U\$S	L6+4,00% (min 8.5%)	25/2/2004	27/9/2008	1676
FANAPEL S.A. (SerieCP3/03)	1.033.000	U\$S	5.43%	27/2/2004	27/2/2005	366
FANAPEL S.A. (SerieCP1/04)	2.000.000	U\$S	5.43%	27/2/2004	27/2/2005	366
ISUSA	10.000.000	U\$S	L6 + 3% (min. 7%)	26/10/2004	26/10/2009	1826
CONAPROLE (Serie 1)	5.000.000	U\$S	L03+2%	7/6/2006	15/6/2011	1834
CONAPROLE (Serie 2)	7.000.000	U\$S	L06+1%	26/12/2006	15/6/2013	2363
Corporación Vial del Uruguay S.A. (Serie 1ª).	7.500.000	U\$S	L3+1,5% (min. 5.3%, máx. 8.3%)	30/3/2007	16/10/2020	4949
Corporación Vial del Uruguay S.A. (Serie 2ª).	7.747.837	U\$S	4,5% reaj. por UI	30/3/2007	16/10/2020	4949
Corporación Vial del Uruguay S.A. (Serie 3ª).	7.500.000	U\$S	L3+1,5% (min. 5.3%, máx. 8.3%)	26/12/2008	16/10/2020	4312
Corporación Vial del Uruguay S.A. (Serie 4ª).	7.424.594	U\$S	4,5% reaj. por UI	26/12/2008	16/10/2020	4312
PUERTA DEL SUR S.A.	87.000.000	U\$S	7,75%	30/4/2007	29/10/2021	5296
Compañía Forestal Oriental S.A.	35.000.000	U\$S	7.5 %	22/9/2008	22/9/2018	3652

ISUSA (Serie 3)	20.000.000	U\$S	L3+3,25% (min.6,5%, máx. 8,5%)	29/6/2009	29/6/2019	3652
O.N. ECSA1	20.000.000	U\$S	6.5%	30/9/2009	30/9/2016	2557
O.N. UTE S1	687.500.000	UI	5.25% reaj. por UI	30/12/2009	30/12/2019	3652
O.N. UTE S2	10.000.000	U\$S	4%	5/2/2010	30/12/2014	1789
O.N. UTE S3	505.190.000	UI	3.38 % reaj. por UI	30/12/2010	30/9/2020	3562
O.N. UTE S4	6.000.000	U\$S	3.5%	11/2/2011	30/9/2015	1692
ON. HRUS2	10.000.000	U\$S	6%	28/11/2011	28/11/2017	2192
ON. HRUS1	175.137.666	UI	4,5 % reaj. por UI	28/11/2011	28/11/2021	3653
ON. HRUS3	31.325.167	UI	3,75% UI	30/11/2012	30/11/2022	3652
ON. HRUS4	8.000.000	U\$S	4,75%	30/11/2012	30/11/2018	2191
CONAPROLE Conahorro I S-14	6.000.000	U\$S	2,75%	20/12/2012	20/12/2013	365
CONAPROLE Conahorro I S-15	4.000.000	U\$S	2,50%	20/6/2013	20/6/2014	365
CONAPROLE Conahorro I S-16	4.999.672	U\$S	2,50%	23/12/2013	22/12/2014	364
CONAPROLE Conahorro II S-1	3.000.000	U\$S	2,75%	27/6/2013	30/6/2015	733
CONAPROLE Conahorro II S-2	5.000.000	U\$S	4,00%	22/9/2012	20/9/2017	1824
CONAPROLE Conahorro II S-3	5.000.000	U\$S	3,75%	22/3/2013	20/3/2018	1824
ON UTE II	100.000.000	U\$S	3.5% en UI	24/12/2012	28/12/2027	5482
ON UTE minorista	30.000.000	U\$S	4,25%	1/8/2013	1/8/2018	1826
ON UTE 2028	929.830.000	UI	4,5% en UI	2/12/2013	2/12/2028	5479
CONAPROLE	4.966.32	U\$S	3,75%	24/9/2013	20/9/2018	1822

Conahorro II S-4	1					
CONAPROLE Conahorro II S-5	4.999.445	U\$S	3,50%	24/3/2014	20/3/2019	1822
CONAPROLE Conahorro II S-6	2.999.684	U\$S	2,25%	24/6/2014	22/6/2015	363
CONAPROLE Conahorro II S-7	6.992.507	U\$S	3,25% incremental	24/9/2014	20/9/2021	2553
ON UTE 2026	3.190.000	UR	2,88% en UR	6/8/2014	6/8/2026	4383
ON BHU S1	83.200.000	UI	3,75% en UI	24/7/2014	24/7/2034	7305
ON BHU S2	162.500	UR	1,75 en UR	24/7/2014	24/7/2022	2922
ON BHU S3	88.550.000	UI	4% en UI	21/11/2014	21/11/2035	7670
ON BHU S4	587.800	UR	1,75 en UR	21/11/2014	21/11/2022	2922
CONAPROLE Conahorro II S-9	2.999.992	U\$S	2,00%	24/3/2015	21/3/2016	363
CONAPROLE Conahorro II S-10	4.999.243	U\$S	2,00%	24/6/2015	20/6/2016	362
CONAPROLE Conahorro II S-11	4.729.215	U\$S	3,25% incremental	22/9/2015	20/9/2022	2555
CONAPROLE Conahorro II S-12	2.999.111	U\$S	2,00%	23/12/2015	20/12/2016	363
Establecimiento Colonia	20.000.000	U\$S	6,50%	30/9/2009	30/9/2016	2557
ON UTE	100.000.000	U\$S	3,50%	24/12/2012	28/12/2027	5482
ON Unidad Punta de Rieles S.A.	717.680.000	UI	5,80%	28/7/2015	28/6/2040	9102
CONAPROLE Conahorro II S-13	4.993.766	U\$S	3,25% incremental	23/3/2016	20/3/2023	2553
CONAPROLE Conahorro II S-14	4.040.627	U\$S	3,00% incremental	22/6/2016	20/6/2023	2554
CONAPROLE Conahorro II S-7	3.196.487	U\$S	2,00%	22/9/2016	20/9/2017	363

15						
CONAPROLE Conahorro II S-16	3.000.000	U\$S	2,00%	20/12/2016	20/12/2017	365
UTE 2042	100.000.000	U\$S	3,50%	26/12/2012	26/12/2042	10957
UTE 2035	825.770.000	UI	4,75%	25/2/2015	25/2/2035	7305
Citrícola Salteña 2026	11.000.000	U\$S	6,00%	1/4/2016	1/4/2026	3652
San Roque I	56.600.000	UI	6,75%	16/6/2016	16/6/2023	2556
CONAPROLE Conahorro II S-17	5.000.000	U\$S	3,00% incremental	22/3/2017	20/3/2024	2555
CONAPROLE Conahorro III S-1	3.000.000	U\$S	2,00%	22/6/2017	20/6/2018	363
CONAPROLE Conahorro III S-2	4.580.032	U\$S	3% incremental	22/9/2017	20/12/2024	2646
CONAPROLE Conahorro III S-3	3.237.479	U\$S	3% incremental	22/12/2017	22/12/2024	2557
ON Cledinor SA	60.000.000	U\$S	6,00%	3/1/2018	3/1/2028	3652
CONAPROLE Conahorro III S-4	D 3.083.577	U\$S	3% incremental	22/03/2018	20/03/2024	2190
CONAPROLE Conahorro III S-5	4.996.296	U\$S	3% incremental	22/06/2018	20/06/2022	1459
CONAPROLE Conahorro III S-6	2.729.226	U\$S	3,25% incremental	24/09/2018	20/06/2025	2461
CONAPROLE Conahorro III S-7	2.401.935	U\$S	3,25% incremental	26/12/2018	22/12/2025	2553
CONAPROLE Conahorro III S-8	4.017.493	U\$S	3,75%	22/03/2019	20/06/2022	1186
CONAPROLE Conahorro III S-9	5.000.000	U\$S	2,75%	24/06/2019	22/06/2020	364
CONAPROLE Conahorro III 0	5.000.000	U\$S	2,50%	24/09/2019	21/09/2020	363

S-10						
CONAPROLE Conahorro III	5.000.00					
S-11	0	U\$S	2,25%	26/12/2019	21/12/2020	361
ON HRU Serie 1 2019	234.335. 190	UI	4,25%	29/11/2019	29/11/2029	3653
ON HRU Serie 2 2019	3.076.00 0	U\$S	4,75%	29/11/2019	29/11/2029	3653
CONAPROLE Conahorro III	2.090.86					
S-12	5	U\$S	2,00%	24/03/2020	22/03/2021	363
CONAPROLE Conahorro III	4.293.94					
S-13	4	U\$S	2,00%	23/06/2020	21/06/2021	363
CONAPROLE Conahorro III	4.038.65					
S-14	8	U\$S	2,00%	23/09/2020	20/12/2023	1183
CONAPROLE Conahorro III	5.000.00					
S-15	0	U\$S	2,00%	23/12/2023	20/3/2024	88
CONAPROLE Conahorro III	3.505.83					
S-16	8	U\$S	2,00%	24/03/2021	21/06/2024	1185
CONAPROLE Conahorro III	3.960.08					
S-17	9	U\$S	2,00%	23/06/2021	20/09/2024	1185
CONAPROLE Conahorro III	4.684.12					
S-18	0	U\$S	2,00%	22/09/2021	20/12/2024	1185
CONAPROLE Conahorro III	3.426.14					
S-19	9	U\$S	2% incremental	22/12/2021	21/12/2026	1825
TATA SERIE I	844.437. 852	UI	3,75%	23/09/2021	23/09/2041	7305
CONAPROLE Conahorro III	2.889.49					
S-20	5	U\$S	2% incremental	23/03/2022	22/03/2027	1825
CONAPROLE Conahorro III	2.889.49					
S-21	5	U\$S	2% incremental	22/06/2022	21/06/2027	1825
CONAPROLE Conahorro IV	4.948.76					
S-1	3	U\$S	3% incremental	22/09/2022	20/09/2027	1824
CONAPROLE Conahorro IV	5.000.00					
S-2	0	U\$S	3% incremental	22/12/2022	20/12/2027	1824

CONAPROLE Conahorro IV S-3	5.000.00 0	U\$S	3% incremental	23/03/2023	20/03/2028	1824
CONAPROLE Conahorro IV S-4	5.000.00 0	U\$S	3% incremental	23/06/2023	20/06/2030	2554
CONAPROLE Conahorro IV S-5	5.000.00 0	U\$S	3% incremental	25/09/2023	20/09/2030	2552

Fuente: elaboración propia en base a BEVSA, Mercado de Valores, Evolución de Operativa, 2024.