



Acerca del BCU

Reforma del perímetro regulatorio del BCU

Una propuesta para proteger al inversor y canalizar
el ahorro a la producción nacional



**BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY**

Ahorro público y perímetro regulatorio

La Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay (BCU) Ley N° 16.696 en su artículo 37 establece que el Banco ejercerá la regulación y fiscalización de las entidades que integran el sistema financiero a través de la Superintendencia de Servicios Financieros, listando y definiendo de forma taxativa en los subsiguientes literales las entidades y actividades que lo integran, entre las cuales se encuentran bancos, intermediarios de valores, sociedades administradoras de fondos de inversión, y empresas no financieras que sean emisoras de valores de oferta pública, entre otras.

La experiencia reciente ha demostrado la existencia de esquemas de captación masiva de ahorro hacia inversiones en el sector real de la economía no realizadas mediante la emisión de valores, sino mediante contratos individuales. Estas formas de convocatoria al público en general para el financiamiento sin emisión de valores ni licencia de intermediario financiero, no están comprendidas en las exigencias regulatorias de proporcionar información veraz, completa y oportuna al inversor. Ello supone la necesidad de contar en nuestro país con regulación que contemple expresamente estos casos.

En este contexto, determinadas empresas del sector ganadero que no emitían valores de oferta pública, no se estructuraban como un vehículo de inversión previsto en la legislación vigente, ni contaban con la autorización para la realización de intermediación financiera, no se encontraban sujetas a obligación regulatorio alguna de brindar información a sus inversores, aun cuando realizaban publicidad para captar fondos.

A pesar de estar fuera de su perímetro regulatorio, estas entidades sí estaban alcanzadas por la posible fiscalización del BCU para determinar si la actividad realizada requería la obtención de una licencia prevista en la legislación. En ese sentido, la normativa vigente otorga a la institución potestades fiscalizadoras cuando existan indicios de la existencia de captación irregular de fondos asimilables a depósitos bancarios, o indicios de estar realizando una oferta pública de valores sin cumplir con los requisitos ni el registro exigido.

Fue en ejercicio de estas potestades de fiscalización, que el BCU llevó adelante distintas actuaciones sobre estas empresas -tal como consta en el comunicado oficial publicado el 23 de enero de 2025- constatándose una variedad de esquemas contractuales.

En el curso de las actuaciones, se constató que, en determinados casos, los inversores adquirían el ganado a su propio nombre y luego celebraban un contrato de “capitalización y engorde”. Esta práctica, de larga data en el país y jurídicamente aceptada, permite compartir el riesgo productivo entre el tenedor del predio y el propietario del ganado, sin que ello configure intermediación financiera ni se requiera supervisión regulatoria de la autoridad financiera. Se trata de contratos lícitos entre particulares en ejercicio de la autonomía de la voluntad, utilizados en nuestro país durante más de un siglo en la economía real como herramienta para el desarrollo.

La realización de convocatorias públicas para captar inversores en negocios de la economía real -como pueden ser la compra de cabezas de ganado o adquisición de bienes inmuebles- es una actividad lícita. Nada impide que una persona física o jurídica, independientemente de su giro comercial, realice llamados públicos siempre que los productos ofrecidos no sean instrumentos financieros ni se esté realizando actividad regulada sin cumplir con los requisitos exigidos.

De esta manera, surgieron convocatorias públicas para inversiones en ganado. En algunos casos, se concluyó que, por su estructura contractual, no estaban alcanzadas por los requisitos de información y transparencia propios de los mercados regulados por el Banco Central. Esto se debía a que no emitían valores, aun cuando prometían un retorno económico. En ciertos casos también analizados por el BCU se identificaron contratos y operativas que sí podrían estar vedadas por el marco legal por no contar con la licencia correspondiente, al representar colocación de valores o bien mutuos o captación de fondos asimilables a depósitos irregulares mediante de llamados públicos e impersonales.

Por lo tanto, en este último caso se instruyó a cesar la convocatoria pública o estructurarse de acuerdo a las figuras o vehículos financieros previstos en la legislación vigente sujetos a la regulación del BCU.

Estos casos dejan de manifiesto el daño potencial al que están expuestos los inversores, lo que demuestra la necesidad de promover modificaciones legales con el objetivo puesto en que los inversores cuenten con la información necesaria para evaluar los riesgos a que se exponen generando mayor protección para el ahorro del público, cuando este se canaliza mediante llamado público.

Finalmente, es pertinente destacar que mientras en nuestro país la inversión local se mantiene en niveles modestos en comparación con otros países -lo que limita el dinamismo de la economía nacional-, una proporción significativa del ahorro de los uruguayos se canaliza año a año hacia el exterior. Esta situación evidencia la necesidad de actuar con decisión para desarrollar mecanismos que permitan canalizar ese ahorro hacia oportunidades de inversión productiva dentro del país, generando un círculo virtuoso de ahorro, inversión y crecimiento que fortalezcan la economía nacional.

Protección al inversor, confianza y desarrollo productivo

El desafío que enfrenta Uruguay en este ámbito es doble: por un lado, proteger adecuadamente a los inversores frente a riesgos no deseados o prácticas fraudulentas y por otro lado potenciar el dinamismo de la economía nacional. Si bien el objetivo de salvaguardar al inversor es incuestionable, su abordaje debe realizarse con cautela para evitar que el costo regulatorio ahogue oportunidades legítimas de inversión y crecimiento económico. De hecho, lejos de contraponerse, la adecuada protección al inversor genera la confianza para el crecimiento. En el Anexo I se detalla el marco conceptual de regulación y supervisión como forma de protección al inversor.

En ese sentido es crucial dar señales claras al sector productivo sobre el alcance de estas propuestas:

- 1- El proyecto de ley propuesto contempla con claridad que los contratos tradicionales de capitalización ganadera -donde para obtener financiamiento no medie un llamamiento al público general ni a sectores específicos de este- no se verán alcanzados por nuevos requisitos exigidos.
- 2- Lejos de ser objetivos contrapuestos, la protección del inversor y el desarrollo económico deben concebirse como complementarios. La mejora en los mecanismos de protección fomenta la confianza del público, lo que facilita el acceso de los proyectos productivos al ahorro público y potencia su capacidad de inversión.
- 3- Las dificultades evidenciadas por el colapso de ciertos esquemas de inversión no deben opacar el interés por canalizar el ahorro hacia inversiones productivas. El marco jurídico debe acompañarlo y no inhibir estos mecanismos, facilitando su desarrollo con instrumentos que cuenten con adecuada supervisión y transparencia.

¿Qué se propone a través de la presente propuesta de modificación?

Este contexto evidenció la necesidad de reforzar las potestades de regulación y control del Banco Central del Uruguay respecto de todas aquellas empresas que, aun sin emitir valores ni realizar intermediación financiera, convoquen indiscriminadamente al público a realizar operaciones financieras a efectos de destinarlas a sus actividades productivas; así como también reforzar sus potestades de fiscalización respecto de potenciales infractores.

El núcleo de la estrategia propuesta está en ampliar su perímetro regulatorio establecido en el artículo 37 así como fortalecer la consagración de las potestades de fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros establecidas en el artículo 38 de la Carta Orgánica del BCU.

En esta sección se presentan las modificaciones propuestas a la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay, incluyendo una breve descripción de su objetivo, los cambios introducidos, su fundamentación, el problema a resolver y el fortalecimiento concreto de las potestades otorgadas.

Propuestas de Modificación al Artículo 37

Objeto

Incorporación al perímetro de nuevas actividades sujetas a la regulación y al control, así como la incorporación de la definición de operación financiera.

¿Qué cambia?

Se propone ampliar el ámbito de regulación y control de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) para incluir, además de los emisores de valores de oferta pública, también a aquellas personas físicas, jurídicas o patrimonios de afectación que realicen operaciones financieras convocando a la inversión o recibiendo financiamiento mediante la captación de recursos financieros aun sin emitir valores.

Además, se introduce una definición legal de “operación financiera” inspirada en criterios internacionales (Howey Test), enfocada en detectar transacciones donde exista una promesa de rentabilidad futura, gestionada por un tercero ajeno al inversor.

El concepto de operación financiera adoptado se inspira en el Howey Test aplicado por la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos. Se define la existencia de una operación financiera cuando una transacción implica el desembolso de recursos financieros a cambio de una promesa de rentabilidad, ya sea fija, variable o contingente, cuya concreción dependa, total o parcialmente, del esfuerzo, gestión o desempeño de un tercero distinto al inversor.

Cuando una entidad recurra al llamamiento público impersonal para invitar a invertir o reciba financiamiento del público, y con el fin de realizar una operación financiera, el Banco Central del Uruguay podrá exigir requisitos de información o requerir su canalización mediante formas ya reguladas por la ley o la reglamentación del Banco Central del Uruguay, atendiendo a su escala económica y sus características.

¿Cómo operará? A través de la reglamentación, el BCU establecerá un umbral por debajo del cual las entidades podrán recurrir a la inversión del público sin necesidad de operar formalmente en el mercado de valores, debiendo únicamente cumplir con exigencias de información y transparencia. En ese marco, conservarán libertad en términos de como estructurar sus instrumentos de financiamiento, pudiendo obtener fondos de manera gradual y acorde a sus necesidades de liquidez.

Sin embargo, el acceso a estos productos estará restringido exclusivamente a inversores calificados, definidos conforme a la reglamentación del BCU¹. Superado ese primer umbral, o en caso de dirigirse a inversores no calificados, la empresa deberá canalizar sus operaciones de captación de fondos a través del mercado de valores.

Como se dijo anteriormente, cabe destacar que aquellas transacciones en las que, aun recurriendo a la convocatoria pública para la captación de recursos financieros del público en general, la motivación del aportante no sea obtener una rentabilidad financiera -como por ejemplo la adquisición de un inmueble en etapa de construcción, la preventiva de un vehículo u otras operaciones orientadas al consumo de bienes de su uso personal-, estas no quedarán comprendidas dentro del perímetro regulatorio del Banco Central del Uruguay.

Este enfoque introduce un modelo que combina seguridad y flexibilidad en la forma en que se canalizan los recursos financieros del público al sector productivo: se ofrece flexibilidad en las etapas iniciales de las empresas o proyectos productivos que buscan financiamiento y se busca asegurar que el inversor minorista no quede expuesto a riesgos que, por su conocimiento o experiencia, no puede evaluar adecuadamente.

¿Cuáles son los motivos que impulsan esta propuesta?

El marco normativo actual habilita la regulación y supervisión sobre quienes emiten valores de oferta pública de forma tradicional o sobre quienes captan depósitos, dejando fuera esquemas que, si bien pueden captar ahorro público, sus operaciones no se encuentran abarcadas dentro del perímetro regulatorio del BCU.

¿Qué problemática se busca resolver?

La problemática que se busca resolver es la existencia de esquemas donde se canalicen fondos del público hacia la economía real en esquemas que no se encuentren regulados ni sujetos a obligaciones informativas o de transparencia -como fueron las denominadas “inversiones ganaderas”-.

¹ Circular N° 2.423

¿Qué se persigue con la presente reforma?

- Ampliación del ámbito de control del Banco Central.
- Brindar mayor flexibilidad contractual en etapas incipientes de proyectos productivos, dirigidos a inversores calificados.
- Canalizar operaciones financieras mediante figuras ya reguladas en la legislación o reglamentación vigente para las inversiones no calificados.
- Establecer requisitos de información diferenciados y proporcionales según umbrales y tipo de inversores a los cuales esté dirigido el instrumento.
- Proteger la integridad del mercado de valores y fortalecer la confianza del público.
- Promover el financiamiento productivo formal y transparente.

Propuestas de Modificación al Artículo 38

Objeto

Se propone explicitar en la Carta Orgánica el fortalecimiento de las potestades de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) para fiscalizar a aquellos agentes o actividades que, su naturaleza, deberían de estar bajo su órbita de regulación, control o supervisión. Este fortalecimiento incluye la facultad para instruir el cese inmediato de actividades que se desarrollen de forma irregular si no se cumple con los requisitos exigidos, con el fin de mitigar la existencia de perjuicios o la profundización de los mismos, así como la posibilidad de aplicar sanciones económicas lo suficientemente severas como para generar un efecto disuasivo real. En el Anexo II Marco sancionatorio para la protección del ahorro público, se presentan los lineamientos estratégicos que guiarán la fijación de sanciones.

¿Qué se propone modificar?

Se propone incorporar un nuevo literal X) al artículo 38, que otorga a la SSF atribuciones expresas para:

- Requerir información a cualquier persona física o jurídica, así como a patrimonios de afectación independientes, respecto de los cuales existan indicios de que están realizando actividades comprendidas en su ámbito de control.
- Realizar inspecciones e incautar documentación, con las mismas potestades que la Dirección General Impositiva (DGI), a efectos de poder conocer realmente el tipo de negocios u operaciones que efectivamente se estén realizando, así como verificar el efectivo cumplimiento normativo.
- Instruir el cese inmediato de actividades, incluyendo la suspensión de campañas publicitarias o la captación de nuevos clientes y fondos, así como adoptar medidas preventivas ante el incumplimiento de requisitos legales o reglamentarios.
- Acceder a la información solicitada y necesaria, ante lo cual no le será oponible la invocación del secreto profesional. Aplicar las sanciones administrativas y pecuniarias previstas en la legislación vigente para entidades financieras, extendiendo su alcance a quienes operen al margen de la regulación y sin el registro pertinente, pero que efectivamente realicen actividades sujetas a su reglamentación, supervisión o control.

¿Cuáles son los motivos que impulsan esta propuesta?

La presente propuesta brinda certeza sobre las potestades de la SSF ante la presunción de que entidades estén operando dentro del ámbito regulado sin cumplir con los requisitos establecidos en la normativa. Se explicita el refuerzo de sus potestades fiscalizadoras, asimilándolas a las de la Dirección General Impositiva, y se establece que, a tales efectos, no será oponible el secreto profesional. Estas potestades permitirán conocer la naturaleza de las actividades y operaciones a fin de determinar si efectivamente deberían estar reguladas.

Protección al inversor y prevención de fraudes

Al incluir dentro del perímetro regulatorio del Banco Central a quienes convocan públicamente a la inversión o reciben financiamiento mediante la realización de operaciones financieras estas entidades estarán obligadas a requisitos de información y transparencia. Quienes inviertan en estos proyectos productivos o en dichas entidades, gozarán de los derechos y de las protecciones propias de los mercados regulados por el Banco Central, donde los participantes están sujetos a obligaciones informativas y de transparencia.

Un primer conjunto de requisitos intenta explicitar cuales pueden ser los riesgos del negocio, a través de la presentación de información financiera de la empresa o del proyecto productivo. Este esquema tiene una lógica clara: garantizar a los inversores información veraz, suficiente y oportuna para la toma de decisiones conscientes o para acudir a un asesoramiento especializado. De la misma forma que en asuntos vinculados a la salud pública se obliga a informar sobre la composición nutricional de los alimentos o los perjuicios del tabaquismo en los cigarrillos, el sistema financiero también presenta información pertinente para la adecuada evaluación del inversor.

Adicionalmente, para ciertos instrumentos existen requisitos de contralor cuyo objetivo es reducir el riesgo de desvío de los fondos respecto del negocio prometido. Esto es, cuando un inversor desembolsa fondos para una inversión determinada, estos sean aplicados efectivamente en los activos previstos y en las condiciones pactadas. Este control no lo realiza el BCU mediante inspecciones directas -como sucede en el caso de los bancos-, sino a través de profesionales o entidades habilitadas y supervisadas por el propio banco, como las Administradoras de Fondos de Inversión o los auditores.

También es preciso reforzar dos elementos esenciales: comunicación y educación. En este sentido, en el Anexo III - La comunicación como herramienta clave para la protección del inversor, se detallan las acciones a implementar desde el BCU con dos objetivos centrales: informar a la población en forma clara y oportuna y disuadir a potenciales agentes que pretendan vulnerar la normativa o defraudar a los inversores. A su vez, se va a reimpulsar la educación financiera orientada a inversores sumándola a los esfuerzos que ya se realizan para los jóvenes en conjunto con ANEP. El Anexo IV cuenta con información de los planes de acción.

Es importante señalar que ningún sistema legal o regulatorio ha sido capaz de eliminar por completo la ocurrencia de fraudes. Incluso en los países desarrollados, con mayores recursos y capacidades de inspección persisten episodios de estafas o incumplimientos. Por ello, no resulta razonable esperar que esta reforma logre la erradicación total de las conductas fraudulentas en los mercados regulados.

En este contexto, la SSF ha iniciado -y profundizará- una revisión integral de sus procesos. Como parte de esta, se estipula reorientar recursos de supervisión actualmente asignados a actividades de bajo impacto sistémico -como regular y supervisar a fiduciarios profesionales generales y los prestadores de servicios de cofres fort- hacia nuevas funciones cuyo objetivo central es reforzar la protección del inversor frente a esquemas de captación impersonal de fondos.

Uno de los pilares fundamentales de esta estrategia es la disuasión. Se busca establecer un perímetro regulatorio que agrave significativamente las consecuencias de operar fuera del marco legal, tanto en términos económicos como reputacionales, en aquellos casos que se esté realizando actividad sujeta a la regulación del Banco Central del Uruguay sin cumplir con los requisitos normativos exigidos. El objetivo es implementar un régimen sancionatorio que sea efectivamente disuasorio ante quienes consideren desarrollar esquemas de captación de fondos no autorizados.

¿Cómo mejorar el potencial de crecimiento?

Los episodios descritos, no obstante, muestran qué recurrir al ahorro público puede impulsar el crecimiento empresarial, un motor para el desarrollo que el país aún subutiliza.

La visión sobre el sistema financiero en su totalidad, los vehículos financieros que captan ahorro público deben actuar como verdaderas rampas de despegue para el desarrollo empresarial y productivo, con la gradualidad regulatoria como principio central de su diseño.

Actualmente existe una diversidad de vehículos de financiamiento de mercado abierto, recientemente fortalecidos y que serán complementados con nuevas adecuaciones, así como con la incorporación de instrumentos adicionales, entre ellos uno derivado de la presente propuesta de modificación de la Carta

Orgánica. Con estos cambios, se apunta a consolidar una arquitectura regulatoria y operativa escalonada, que permita un acceso progresivo al financiamiento, adaptado a la madurez, el tamaño y las capacidades de cada empresa.

Los cuatro principios que sustentan esta visión son:

- **Adaptación a la realidad nacional:** en un país donde buena parte de los productores son pequeños y destinan la mayor parte de sus recursos a la operativa productiva, los instrumentos financieros deben ser simples, comprensibles y de baja carga administrativa.
- **Eficiencia de costos:** los vehículos financieros deben ser viables; si su estructuración, operación o estructura tributaria impone costos elevados, su utilización se vuelve inviable.
- **Protección del inversor minorista:** especialmente de aquellos sin formación financiera, promoviendo estructuras que aseguren información clara, mecanismos de segmentación de riesgos y salvaguardas adecuadas.
- **Evitar saltos regulatorios abruptos:** se propone una escala regulatoria progresiva, que estimule el crecimiento de las empresas sin desincentivarlo, permitiendo que los requisitos aumenten en la medida en que la empresa se desarrolla.

La rampa de financiamiento, permite tanto instrumentos de deuda como de participación. A medida que las empresas estén en condiciones de avanzar al siguiente nivel, los mecanismos de transición están diseñados para mantener bajos los costos de transacción y exigencias incrementales marginales en materia de información o requisitos.

En el Anexo V -Rampa para el despegue- y Anexo VI -Fondos de inversión cerrados- se detallan los instrumentos actualmente disponibles, así como aquellos que serán modificados o creados.

ANEXO I - FUNDAMENTOS PARA LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERA

Varios segmentos de la actividad financiera se encuentran sujetos a regulación y supervisión. Los bancos y las aseguradoras son dos casos bien conocidos. Pero también existen fundamentos económicos para regular otros segmentos y actividades financieras, tales como los mercados de valores, e incluso algunos agentes no financieros que realizan algún tipo específico de operaciones financieras. Este anexo describe algunos de estos fundamentos.

Las operaciones corrientes de un banco consisten en otorgar préstamos y recibir depósitos del público general. Muchas empresas y personas físicas otorgan préstamos como parte de sus actividades corrientes. Por ejemplo, el crédito de proveedores a nivel agregado es mayor que el bancario en algunas economías. Pero, a diferencia de un banco, este crédito se origina en el marco de algún tipo de relación comercial, a veces de larga data, entre dos o más empresas y no involucra la utilización de recursos financieros del público general. En el caso de los bancos, las operaciones de depósito y crédito son realizadas con el público en general, lo que aumenta los problemas de asimetrías de información entre las partes.

Los depositantes son generalmente pequeños inversores que difícilmente cuentan con las herramientas técnicas necesarias para monitorear a los bancos y entender los riesgos a los que sus ahorros están expuestos por los créditos que contribuyen a financiar. Aún si alguno contara con las herramientas necesarias, el elevado costo de supervisión requerido podría quitarle sus incentivos a realizar un monitoreo efectivo.

Por su parte, los banqueros enfrentan un problema conocido en la literatura económica como riesgo moral. Las ganancias de los bancos provienen de otorgar créditos financiados con una combinación de depósitos de los ahorristas y capital propio. Este esquema genera incentivos a minimizar el aporte de capital propio y maximizar el uso de fondos ajenos, exponiendo más a los depositantes. Como consecuencia pueden no tener fuertes incentivos a evitar la toma excesiva de riesgos en sus créditos porque se benefician de las ganancias y no sufren totalmente las pérdidas, ya que serían trasladadas a los depositantes. En este mercado, la regulación prudencial define ciertos procesos y restricciones para incidir en el accionar de los banqueros y alinear sus incentivos con los de los depositantes.

En el mercado de valores la dinámica es diferente. La oferta de fondos proviene de los inversores; la demanda de fondos, generalmente de las empresas emisoras; y entre ambos se ubican los intermediarios. La regulación del mercado de valores se orienta a asegurar que las empresas que buscan financiamiento transparenten información relevante, veraz y oportuna, de modo que los inversores puedan evaluarla y tomar decisiones de inversión informadas. También establece procesos que los intermediarios deben seguir para determinar que los inversores poseen un perfil adecuado para enfrentar los riesgos de sus inversiones. En estos casos, el regulador se limita a promover el buen funcionamiento del mercado mediante mecanismos que aseguren la veracidad de la información.

Para la protección de los depositantes o inversores aparece entonces como una fundamentación para introducir regulación y supervisión financiera. El supervisor actúa como un representante de los intereses de los inversores pequeños y no sofisticados, en particular de los depositantes². En tanto la regulación prudencial impone límites a las actividades y restringe la toma excesiva de riesgos.

En el caso de inversores que poseen conocimiento financiero o contratan asesoramiento profesional, para monitorear sus inversiones financieras y actuar en consecuencia, el problema de riesgo moral no sería tan importante. La mera posibilidad de retiro de las inversiones, en particular por parte de inversores de mayor tamaño, debería proveer los incentivos adecuados para una toma prudente de riesgos. En este caso serían los propios mecanismos de mercado los que disciplinarían el accionar de los emisores de activos financieros³. Esta es la lógica más frecuente en el funcionamiento de los mercados de valores: la regulación y supervisión busca garantizar que la información necesaria esté disponible y que los mecanismos de mercado funcionen

² La fundamentación de que el supervisor financiero actúe como en representación de los depositantes fue originalmente introducida por Dewatripont, M. y J. Tirole (1994). *The prudential regulation of banks*. Cambridge: MIT Press.

³ La fundamentación de la disciplina de mercado fue originalmente introducida por Calomiris, C. y C. Kahn (1991). "The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements." *The American Economic Review* 81(3), p. 497-513.

correctamente. Para ello, generalmente son utilizados diversos requerimientos de información, transparencia, registro y conducta de mercado.

La realidad de los negocios ilustra sobre el incentivo a realizar lo que se conoce como arbitraje regulatorio, esto es buscar llevar adelante una determinada actividad de la forma que implique los menores requisitos regulatorio y, en el extremo, realizar la actividad por fuera de la regulación. Por lo tanto, las mejores prácticas internacionales en materia de regulación y supervisión de actividades financieras reconocen la necesidad de dotar al supervisor con las herramientas necesarias para cumplir los objetivos que fundamentan su existencia.

En particular, el fundamento de representar a los inversores pequeños y no expertos se encuentra vigente, independientemente del tipo de actividad a financiar, siempre que se capten fondos del público en general y los recursos financieros de los inversores, por ejemplo, provenientes de sus ahorros, se entreguen a cambio de una promesa de rentabilidad cuya realización efectiva dependa del esfuerzo, gestión o actividad de un tercero. Nótese que el caso de un banco antes analizado es un caso particular donde la actividad a financiar es la de intermediación financiera. En tanto, el fundamento de proteger el buen funcionamiento, transparencia e integridad de los mercados a través de los que se convoca a la inversión o el financiamiento, implica requerir y hacer disponible a los inversores información que les permita conocer y evaluar las ofertas y los riesgos involucrados.

ANEXO II

MARCO SANCIONATORIO PARA LA PROTECCIÓN DEL AHORRO PÚBLICO

Introducción y fundamentos

La reforma propuesta al perímetro regulatorio del BCU tiene como objetivo proteger al inversor y canalizar el ahorro hacia actividades productivas mediante llamados al público. Sin embargo, la sola ampliación del perímetro regulatorio no resulta suficiente para prevenir infracciones a la regulación que pongan en riesgo la confianza pública.

En este sentido, la experiencia internacional y las pautas contenidas en el documento de IOSCO sobre Disuasión creíble en el cumplimiento de la regulación de valores muestran que la efectividad del sistema depende no solo de la supervisión ex ante, sino también de prever e imponer sanciones severas ex post que desincentiven cualquier intento de operar al margen del marco legal.

Es fundamental garantizar que las medidas punitivas sean claras, proporcionales y orientadas a proteger el interés público, evitando arbitrariedades y asegurando que cada decisión responda a criterios establecidos.

Con este objetivo se definirá por reglamentación un marco de principios y lineamientos que guiará la aplicación de sanciones.

La intención es equilibrar dos necesidades:

- Disuadir efectivamente las infracciones que ponen en riesgo la confianza en los instrumentos de captación y canalización del ahorro del público y la integridad del mercado, y
- Otorgar seguridad jurídica a los operadores, contando con reglas y criterios claros y preestablecidos, que sustenten la aplicación de sanciones proporcionadas y fundamentadas, fortaleciendo la confianza y el desarrollo de actividades legítimas.

Por ello, se incorporarán en la regulación para el sistema financiero y el mercado de valores, criterios rectores, como los que se detallan a continuación, que deberán ser considerados en cada procedimiento sancionatorio relacionado con la Ley de Intermediación Financiera:

- Eficacia: la entidad de las sanciones impuestas debe desalentar de forma real la comisión de infracciones, evitando que incumplir resulte más beneficioso que respetar las reglas o que pagar una multa sea “un costo más de operar”.
- Eficiencia: los procedimientos sancionatorios serán desarrollados de forma diligente, evitando demoras innecesarias y respetando plenamente el derecho de defensa y el debido proceso.
- Protección del inversor y del público: cada sanción se determinará considerando la mejor protección de los intereses de los inversores, consumidores de servicios financieros y del público en general, aplicando medidas cuyos efectos sean prácticos y efectivos.
- Responsabilidad: cada sanción será atribuida de forma acorde a la conducta de todos quienes efectivamente resulten responsables, sean personas físicas o jurídicas.
- Proporcionalidad: la magnitud de la sanción se ajustará a la gravedad de la infracción, considerando especialmente el contexto y el impacto en las víctimas.
- Reincidencia: las sanciones serán sustantivamente más severas para quienes reincidan en las mismas infracciones o en conductas similares.
- Obstrucción: se considerará agravante cualquier intento de obstruir las investigaciones, ocultar información o entorpecer el accionar del supervisor.

- **Concertación:** se agravará la sanción cuando la infracción se cometa mediante acuerdos o concertaciones entre varias entidades reguladas o no reguladas con el fin de consumir el incumplimiento o eludir responsabilidades.

En este contexto, se trabaja en la tipificación precisa de una mayor cantidad de infracciones, con el objetivo de contar con bases objetivas y actualizadas que permitan aplicar sanciones de forma clara, proporcional y eficaz.

Se busca así cerrar brechas legales y regulatorias que faciliten el desarrollo de esquemas afecten la confianza del público, como los asociados a las inversiones ganaderas, y al mismo tiempo anticiparse a nuevas modalidades que puedan comprometer la integridad del sistema financiero y el ahorro público.

A modo de ejemplo, este anexo pone especial énfasis en dos figuras que, por su relevancia estratégica y su impacto en los recientes hechos que afectaron a múltiples inversores, así como la reputación internacional de nuestro país.

1. Operar fuera del perímetro regulatorio captando ahorro público o convocando públicamente a inversiones en operaciones financieras.

Descripción:

La convocatoria al público en general a invertir en operaciones financieras, ofreciendo o prometiendo una rentabilidad futura, sin cumplir con los requisitos de registro y control establecidos por la normativa actualizada basada en las nuevas atribuciones legales, será pasible de multa hasta 13.000.000 UI. La multa se fijará según la gravedad de la infracción, considerando el tipo de actividad, el tiempo que duró, cuántos clientes resultaron afectados, los montos involucrados, el número de operaciones realizadas y las pérdidas causadas, incluyendo cuántas víctimas hubo y el daño económico generado.

Esta figura es especialmente sensible porque pone en riesgo a pequeños inversores, genera falsas expectativas de retorno y socava la confianza en los mecanismos de financiamiento legítimos.

2. Toma de depósitos sin licencia adecuada

Descripción:

La recepción de fondos del público asimilables a depósitos sin contar con la debida licencia para operar como institución de intermediación financiera será pasible de multa hasta 13.000.000 UI. La multa se fijará según la gravedad de la infracción, considerando las mismas variables anteriormente mencionadas.

Esta conducta vulnera la reserva legal de la actividad bancaria, pone en riesgo la estabilidad del sistema financiero y compromete la protección de los depositantes, ya que quien capta recursos de este modo no está sujeto a los controles prudenciales exigidos a las entidades reguladas.

El nuevo marco sancionatorio se concibe con un enfoque claramente disuasivo frente a conductas ilícitas de especial gravedad. Su objetivo es transmitir un mensaje inequívoco: las infracciones vinculadas al uso indebido de los recursos del público y al lavado de activos serán objeto de una respuesta firme e inequívoca.

ANEXO III

ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN “LA COMUNICACIÓN COMO HERRAMIENTA CLAVE PARA LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR”

La comunicación desempeña un rol fundamental en la protección del inversor, tanto por su capacidad de brindar información clara y oportuna, como por su efecto disuasorio frente a comportamientos indebidos. La difusión pública de acciones de supervisión y control contribuye a desalentar prácticas irregulares o abusivas.

Al mismo tiempo, una comunicación fluida con los inversores y usuarios del sistema permite explicar de forma accesible los objetivos, mandatos y resultados de la regulación. Asimismo, es esencial que los procesos regulatorios incorporen instancias de escucha activa hacia los propios usuarios, promoviendo la transparencia en torno a los parámetros de control de riesgos y prevención de fraudes.

Una relación cercana y transparente entre el regulador y la ciudadanía fortalece la confianza en el que genera un círculo virtuoso de respaldo social y cumplimiento normativo.

En este sentido, el Banco Central del Uruguay profundizará sus esfuerzos en materia de comunicación con dos objetivos centrales: informar adecuadamente a la población y disuadir a potenciales actores que pretendan vulnerar la normativa o defraudar a los inversores.

Con el objetivo de mejorar el vínculo entre la regulación y los usuarios del sistema financiero, y promover tanto la información pública como la disuasión de conductas indebidas, el Banco Central del Uruguay implementará las siguientes acciones:

- Creación de un subsitio específico para inversores en el portal del usuario financiero <https://usuariofinanciero.bcu.gub.uy>
 - Será un espacio web con lenguaje claro y sin tecnicismos, que explique el alcance de la normativa financiera, su rol preventivo y los derechos y responsabilidades de los usuarios.
 - Guía didáctica para inversores no expertos
Se elaborará un material educativo que explique, en lenguaje sencillo, las exigencias regulatorias aplicables a las instituciones supervisadas. El objetivo es que los usuarios comprendan el alcance de la protección brindada—por ejemplo, qué tipo de riesgos se regulan y cuáles no (como el riesgo comercial inherente a toda inversión)
- En el sitio web institucional, rediseño de la experiencia de acceso a normativa e información relevante de la Superintendencia de Servicios Financiero en el sitio web institucional. Se optimizará la presentación de contenidos regulatorios (normativa, sanciones, advertencias y recomendaciones), con un enfoque en mejorar la experiencia de usuarios no especializados y facilitar el acceso a usuarios técnicos.
- Difusión proactiva de “Recomendaciones y Advertencias”
Se establecerá un protocolo de difusión para este tipo de comunicaciones, priorizando su divulgación según la relevancia de los riesgos o actores involucrados.
- Reformulación de las categorías de las “comunicaciones y circulares”
Se modificarán las denominaciones actuales (“Comunicaciones” y “Circulares”), incorporando etiquetas temáticas que permitan una mejor identificación en buscadores. Ejemplos:
 - Comunicación – Sanción
 - Comunicación – Advertencia
 - Circular – Nueva normativa
 - Circular – Recomendación a instituciones
- Nuevo subsitio para “Sanciones y Advertencias” en el sitio web institucional

Se publicará en formato centralizado y accesible toda la información vinculada a sanciones impuestas y advertencias emitidas, con criterios de actualización permanente.

- Mejora de la accesibilidad al registro de instituciones supervisadas
Se optimizará el acceso público a la información sobre entidades registradas, su estatus regulatorio y los vehículos financieros que operan, promoviendo transparencia y trazabilidad.
- Publicación del “Reporte Semestral de Sanciones y Alertas del Sistema Financiero”
Se emitirá un informe periódico que sistematice las principales sanciones y advertencias, con detalle de instituciones afectadas, fundamentos regulatorios y expectativas de mejora o fortalecimiento. Esto permitirá a los usuarios identificar riesgos reputacionales y fomentar buenas prácticas entre los regulados.

Estas acciones fortalecen el vínculo entre el Banco Central del Uruguay y los usuarios del sistema financiero, mejoran la transparencia regulatoria y contribuyen a la protección del inversor no especializado. Al facilitar el acceso a información relevante y promover la comprensión de los riesgos financieros, se crean condiciones más robustas para la toma de decisiones informadas y se refuerza la confianza pública en la supervisión financiera.

ANEXO IV - ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN EDUCATIVA: “INVERTIR BIEN. DECIDIR MEJOR”

En un contexto de una creciente oferta de posibilidades de inversión, la capacidad de evaluar riesgos no puede seguir siendo una habilidad exclusiva de los inversores sofisticados. Diversos estudios internacionales -como Lusardi Mitchell (2011) y OECD/INFE (2020)- demuestran que la educación financiera mejora la capacidad de evaluar riesgos, prevenir estafas y planificar el bienestar económico de largo plazo.

Este enfoque es especialmente relevante para segmentos como las personas con capacidad de ahorro e inversión o próximas al retiro y que enfrentan riesgos particulares al buscar opciones para preservar o incrementar sus ahorros. La estrategia del Banco Central del Uruguay se alinea con esta evidencia, asumiendo un rol activo en la protección del inversor y en la promoción de una ciudadanía económica más informada y crítica.

Objetivo general de la estrategia de comunicación educativa

Promover la protección del inversor mediante la educación económica y financiera, fortaleciendo su capacidad para evaluar riesgos y tomar decisiones informadas, a través de las acciones del programa BCUEduca.

Objetivo específico

Fortalecer las competencias económicas y financieras de la población adulta para una toma de decisiones informada, responsable y acorde a sus objetivos personales, reduciendo la vulnerabilidad ante ofertas de inversión no reguladas o sin una adecuada evaluación del riesgo.

Actividades:

- Campaña digital en redes sociales.
- Desarrollo y difusión del micrositio de educación sobre inversiones.
- Realización de conversatorios públicos con expertos en inversiones y riesgos.
- Lanzamiento de un curso e-learning sobre inversión.
- Organización de talleres y seminarios presenciales en el interior del país.

Campaña digital en redes sociales

Promover un enfoque reflexivo, informado y crítico frente a propuestas de inversión. Los contenidos clave serán qué es una inversión regulada, cómo identificar promesas engañosas, cómo evaluar una oportunidad de inversión, cuál es el rol del BCU y Red flags, entre otros.

Desarrollo y difusión del micrositio de educación sobre inversiones

Se diseñarán contenidos claros y accesibles para comprender mejor en qué consiste invertir, qué riesgos implica, y cómo identificar opciones seguras. El micrositio está pensado para ayudar a tomar decisiones más informadas, evitando promesas engañosas y reconociendo señales de alerta ante posibles estafas.

Curso e-learning sobre inversión

Una guía clara y práctica para quienes desean iniciarse en el mundo de la inversión de manera responsable. A través de contenidos dinámicos, los participantes reconocerán propuestas no reguladas, identificarán señales de alerta, y construirán una estrategia financiera personal informada y sostenible. El curso otorga certificado digital.

ANEXO V – RAMPA PARA EL DESPEGUE

Los instrumentos de financiamiento orientados a empresas que recurren al ahorro del público han sido concebidos como una rampa. Los vehículos financieros que componen la rampa se diferencian según el volumen de fondos involucrado, el nivel de información exigido y el perfil de los inversores a los que puede acceder. Esta estructura posibilita acceso a financiarse según la madurez y permite un ingreso gradual al mercado, reduciendo barreras de entrada y facilitando la transición entre vehículos con requisitos formales incrementales marginales. De este modo, la arquitectura regulatoria que promueve simultáneamente la protección al inversor y el desarrollo empresarial.

A continuación, se describen brevemente los instrumentos actualmente disponibles, así como las mejoras previstas.

Vehículos de inversión:

- 1- Emisiones a través de Plataformas de Financiamiento Colectivo
 - 1.1 Obligaciones Negociables
 - 1.2 Acciones
 - 1.3 Fideicomisos financieros
- 2- Contratos de Inversión Exclusivo para Inversores Calificados –CIEIC-
- 3- Emisiones simplificadas:
 - 3.1 Obligaciones Negociables
 - 3.2 Acciones
 - 3.3 Fideicomisos financieros
- 4- Emisiones régimen general:
 - 4.1 Obligaciones Negociables
 - 4.2 Acciones
 - 4.3 Fideicomisos financieros
 - 4.4 Fondos de inversión

La rampa está concebida como un recorrido progresivo en etapas diferenciadas, cada una con sus exigencias regulatorias y oportunidades de acceso al mercado.

Las emisiones de Plataformas de Financiamiento Colectivo (PFC) y los Contratos de Inversión Exclusivos para Inversores Calificados (CIEIC) se caracterizan por requerimientos básicos de información y la existencia de restricciones tanto en el perfil de los inversores como en los montos autorizados para invertir.

A continuación, las emisiones simplificadas implican mayores exigencias de divulgación y mantienen límites sobre los montos que pueden emitirse.

El régimen general representa el marco de mayor exigencia regulatoria, sin restricciones de monto y con acceso a todos los inversores.

En todos los casos, los instrumentos pueden financiarse mediante deuda o participación, y permiten la migración entre distintas vías de financiamiento a medida que las empresas se desarrollan y maduran, a través de mecanismos de transición de bajo costo.

Vehículos de inversión

1- Plataformas de financiamiento colectivo (Crowdfunding)

Las plataformas de financiamiento colectivo, conocidas como crowdfunding, surgieron en el marco de la Ley 19.820 de Promoción de Emprendimientos. En Uruguay, actualmente existe una plataforma activa -Crowder-, aunque con cambios normativos y legales esta herramienta tiene condiciones para que surjan nuevas iniciativas de este tipo.

Este mecanismo está dirigido a empresas de hasta tamaño mediano⁴, lo que incluye firmas con facturación anual inferior a 75 millones de UI y 99 personas. Hasta hace poco tiempo el monto máximo de emisión permitido por emisor es de 10 millones de UI, pero en 2025 se revisó la normativa y se amplía a 20 millones de UI. Por el lado de la demanda, la participación está habilitada para personas físicas y jurídicas. En el caso de personas físicas que clasifican como pequeños inversores, definidos como aquellos cuyo patrimonio en activos financieros no supera los 1 millones de Unidades Indexadas (UI), pueden invertir hasta 75.000 UI por emisión y hasta 225.000 UI por plataforma.

En este esquema, la plataforma cumple un rol central como primer filtro reputacional y crediticio del emisor. Es ella quien analiza el perfil de riesgo y viabilidad del proyecto, ya que su modelo de negocio depende de mantener emisores de calidad. Si un número significativo de emisores incumple, la plataforma pierde reputación, pierde inversores, lo que conspira contra su negocio. Por eso, tiene un incentivo directo y muy potente para proteger a la calidad de los emisores y por ende al inversor.

Actualmente, se permite la emisión de acciones -cuando la empresa decide abrir su capital- o de obligaciones negociables -cuando toma deuda con compromiso de repago en condiciones preestablecidas-.

Una de las principales novedades en desarrollo es la reciente habilitación de los fideicomisos financieros de plataforma. Se trata de patrimonios de afectación independientes, fondeados por pequeños inversores y administrados por una AFISA, que son entidades reguladas y supervisadas por el BCU, bajo mandatos de inversión muy específicos. Por ejemplo, podría constituirse un fideicomiso financiero destinado exclusivamente a comprar ganado, engordarlo y venderlo, repitiendo ese ciclo productivo.

La participación de los inversores podrá estructurarse en dos modalidades: en renta fija, mediante títulos de deuda que ofrecen un interés pactado; o en renta variable, a través de certificados de participación cuyo rendimiento está ligado al resultado económico del fideicomiso, descontando los costos operativos.

Esta estructura genera una puerta concreta para que productores pequeños o medianos, sin necesidad de montar una estructura financiera compleja, puedan presentar su proyecto de forma ordenada, transparente y masiva. Y para los inversores minoristas, representa la posibilidad de destinar una parte acotada de su capital a una actividad concreta, con riesgo evaluado, en un formato que -si bien no está exento de riesgo- está debidamente evaluado y estructurado.

2- Contratos de Inversión Exclusivo para Inversores Calificados

Este instrumento, que se habilitaría de ser aprobada la reforma de carta orgánica propuesta, está pensado para empresas que, sin necesidad de canalizarse a través de vehículos de inversión colectiva del mercado de capitales, puedan acceder a capital ofreciendo contratos de inversión a inversores calificados.

Los inversores calificados, según lo definido por la normativa del Banco Central, son personas físicas o jurídicas con suficiente conocimiento, experiencia y/o solvencia financiera como para comprender y asumir los riesgos propios de este tipo de operaciones. Estos contratos estarán vedados a inversores no calificados.

En este régimen de llamamiento público a la inversión, no se requerirá emitir valores. Los contratos pueden adoptar las formas más diversas, incluyendo instrumentos de capitalización de ganado u otros que combinen componentes de renta fija con otros de renta variable, adaptándose al flujo, naturaleza y madurez del negocio. La flexibilidad contractual en este régimen es tan amplia como quienes estructuran las operaciones lo necesitan, siempre bajo la condición de que la oferta y el financiamiento recibido debe estar acotado exclusivamente a inversores calificados.

⁴ Decreto 504/007

Este régimen podría resultar especialmente atractivo para etapas incipientes de distintos modelos de negocios, como las startups tecnológicos, que podrán estructurar acuerdos de financiamiento con inversores mediante vehículos que hoy no califican como valores, pero que permiten canalizar capital de manera eficiente en etapas tempranas. Un ejemplo son las notas convertibles, un instrumento de deuda que otorga al inversor el derecho a convertir el préstamo en participación accionaria bajo ciertas condiciones. Este mecanismo es ampliamente utilizado en fases incipientes de negocios con alto potencial de crecimiento, ya que facilita el acceso a financiamiento.

Para garantizar homogeneidad se establecerá un límite máximo de emisión por grupo económico, que será fijado por reglamentación de la Superintendencia de Servicios Financieros. Asimismo, la reglamentación también definirá que estas empresas deban cumplir con los requisitos de información equivalentes a los exigidos actualmente en los regímenes simplificados de oferta pública.

3- Régimen simplificado de oferta pública

Este régimen permite a las empresas acceder al mercado de valores con menores exigencias formales, lo que facilita el financiamiento de proyectos productivos que se encuentran en etapas intermedias de desarrollo. El monto máximo autorizado por emisor en este esquema es de hasta 100 millones de UI.

Los instrumentos financieros que pueden emitirse bajo este régimen incluyen acciones, obligaciones negociables y, recientemente, fideicomisos financieros simplificados, que pueden estructurarse tanto como instrumentos de deuda como mediante certificados de participación.

Las principales ventajas de este esquema radican en la reducción significativa de los requisitos de información, de los costos de estructuración y de las exigencias regulatorias. La información periódica que deben presentar las empresas se limita a balances con revisión limitada, en lugar de los balances auditados. Además, no se exige al emisor la implementación de estructuras de gobierno corporativo, lo cual alivia aún más la carga operativa y administrativa para los emisores. En conjunto, este diseño está especialmente pensado para empresas que buscan acceder al mercado de valores, pero que aún no cuentan con la madurez o la estructura organizativa necesarias para cumplir con el régimen general.

Los fideicomisos financieros simplificados podrían convertirse en una herramienta clave para canalizar ahorro público hacia inversiones ganaderas, ya sea mediante estructuras donde el fideicomiso opera directamente sobre activos productivos como el ganado, o bien a través de la celebración de contratos de capitalización con productores, delegando la gestión operativa, pero rentabilizando sobre el capital invertido.

4- Régimen general de oferta pública

El régimen tradicional del mercado de valores no tiene tope de monto y está accesible a todo tipo de inversores. Está diseñado para operaciones de mayor escala y exige estándares más rigurosos en materia de información financiera, estructuras de gobierno corporativo y procesos de supervisión.

Los instrumentos financieros que pueden emitirse bajo este régimen incluyen acciones, obligaciones negociables, fideicomisos financieros y fondos de inversión. Se trata del marco más robusto dentro del sistema financiero uruguayo para canalizar grandes volúmenes de ahorro hacia inversiones productivas.

En el caso específico de las inversiones ganaderas, tanto los fideicomisos financieros como los fondos de inversión cerrados podrían ser vehículos adecuados para estructurar de manera regulada y transparente inversiones en ganado.

Hacia un mercado de valores profundo

El mercado de valores en Uruguay aún presenta un desarrollo limitado. En el indicador de Desarrollo de Mercado de Valores elaborado por el FMI -parte del Índice de Desarrollo Financiero-, el país se ubica en el puesto 109 de 180. Los cambios recientes y los que están en curso deberían impulsar mejoras graduales, aunque cada vehículo requiere tiempo para alcanzar su madurez.

Algunos instrumentos mantienen margen de perfeccionamiento. En particular, la legislación de fondos de inversión será reformulada (Anexo VI) para ajustarse a las mejores prácticas internacionales. En términos generales, las modificaciones legales y normativas previstas estarán alineadas con los estándares globales y permitirán a las empresas financiarse tanto en renta fija como en renta variable.

Dinamizar el mercado de valores será una prioridad estratégica para el Banco Central del Uruguay en los próximos cinco años, con el objetivo de transformarlo en una fuente habitual de financiamiento para las empresas y en una vía eficaz para canalizar el ahorro de los uruguayos hacia la inversión productiva.

ANEXO VI – Fondos de inversión cerrados

Los fondos de inversión se originaron en la década de 1930 en Estados Unidos como una forma de democratizar el acceso a oportunidades de inversión, especialmente para pequeños inversores que, de otro modo, no habrían podido participar en determinados activos o mercados.

Un fondo de inversión es un vehículo de inversión colectiva que agrupa aportes de múltiples inversores para destinarlos a una cartera definida por un mandato específico.

Estos fondos pueden clasificarse en dos grandes categorías: abiertos y cerrados. En los fondos abiertos, los inversores pueden entrar y salir en cualquier momento. Cada vez que un nuevo participante realiza un aporte, el patrimonio del fondo aumenta en consecuencia, y el gestor debe invertir ese capital conforme al mandato establecido. Este tipo de fondo, muy difundido a nivel internacional, suele estar compuesto por instrumentos financieros con cotización.

En cambio, los fondos de inversión cerrados presentan una dinámica operativa distinta. En este caso, el capital se recauda íntegramente al momento de su constitución y, a partir de allí, no se admiten nuevos aportes. Quienes deseen incorporarse posteriormente deben adquirir la participación de un cotapartista existente, a un precio determinado por el mercado secundario según la valorización del fondo.

Este mecanismo introduce una complejidad adicional para los inversores no especializados, ya que la liquidez de las cuotas no está garantizada. En otras palabras, quien desee retirarse podría enfrentar dificultades para vender su participación de forma oportuna o a un valor cercano al esperado. Por ello, resulta fundamental que los potenciales inversores comprendan con claridad las características de estos instrumentos antes de comprometer su capital, incluyendo los riesgos asociados a la iliquidez.

Una característica esencial de los fondos cerrados es que constituyen vehículos de renta pasiva: no desarrollan actividad empresarial directa, sino que invierten en activos y los gestionan de acuerdo con el mandato. No montan fábricas ni operan negocios comerciales. Más bien, pueden adquirir inmuebles y alquilarlos, o incluso gestionar portafolios de ganado, delegando –o no– la operación en terceros. Esa es precisamente su virtud: permiten invertir sin necesidad de operar un negocio, y el administrador mantiene su margen de acción estrictamente limitado por el mandato del fondo.

En Uruguay, un fondo de inversión que se constituye y recibe aportes de inversores –ya sea mediante la emisión de cotapartes, que es la forma más habitual, o a través de títulos de deuda, menos frecuente– debe ser administrado por una Administradora de Fondos de Inversión (AFISA). Estas son entidades especializadas, autorizadas, supervisadas y reguladas por el Banco Central del Uruguay (BCU), lo que otorga a la operativa de los fondos un marco de transparencia y control, brindando garantías a los inversores y asegurando la correcta ejecución del mandato de inversión.

Es habitual –y operativo– que una AFISA que administra un fondo con activos específicos, como ganado, campos o propiedades inmobiliarias, delegue el asesoramiento técnico o estratégico a un tercero especializado en ese sector. Este experto puede recomendar, por ejemplo, cuándo conviene comprar o vender determinados activos, basándose en su conocimiento del mercado.

No obstante, la responsabilidad ejecutiva recae siempre en la AFISA: es ella quien realiza las compras, cobra los ingresos y gestiona todos los flujos del fondo. El asesor externo no interviene en la gestión financiera ni puede operar por cuenta propia; su función se limita a aportar criterio técnico y experiencia, recibiendo a cambio una remuneración profesional por sus servicios.

Este esquema combina la expertise operativa de quienes conocen el negocio en profundidad con la estructura de gobernanza, control y transparencia propia del sistema financiero regulado, a cargo de la administradora registrada ante el BCU.

En el caso de la ganadería, se visualiza que los fondos cerrados pueden funcionar de dos maneras. Una opción es que el fondo adquiera directamente ganado, lo mantenga en su cartera como activo y se ocupe de su alimentación, engorde y comercialización. El resultado de esa actividad, luego de descontar los costos operativos, se distribuye entre los cotapartistas en proporción a su participación.

Otra alternativa es que el fondo capitalice ganado en predios de productores. En este esquema, el fondo no gestiona directamente los animales, sino que los integra en establecimientos ya operativos, a cambio de una renta establecida en el contrato de capitalización.

En ambos casos, el fondo permite que pequeños inversores incorporen exposición al riesgo ganadero en su portafolio, con gestión profesional, riesgo mutualizado y dentro de un marco regulado.

En la legislación uruguaya actual, los fondos de inversión presentan importantes oportunidades de mejora. A pesar de su potencial para canalizar ahorro hacia el aparato productivo de forma profesional y diversificada, hoy enfrentan restricciones normativas, operativas y tributarias que obstaculizan su desarrollo.

Una de estas restricciones fue eliminada en junio de este año: hasta entonces, las AFISAs debían realizar valuaciones diarias del patrimonio del fondo, requisito razonable para instrumentos líquidos, pero impracticable cuando los activos subyacentes son reales, como el ganado. Con la modificación normativa, se habilitó que los fondos cerrados puedan ser valuados cada tres meses, con la posibilidad de extender el plazo a seis si el regulador lo considera pertinente.

En cuanto a las limitaciones normativas, la figura del fondo de inversión cerrado no se encuentra debidamente definida en la legislación vigente, dado que la Ley N.º 17.744 regula únicamente los Fondos Cerrados de Crédito, sin contemplar aquellos que se integren con otros tipos de activos. En este sentido, la interpretación de la ley indica que actualmente no existiría margen para que la regulación del BCU incluya activos distintos de “créditos”, lo que restringe el uso del vehículo para otras inversiones reales.

Asimismo, esta ley exige que los fondos garanticen sus activos mediante una garantía hipotecaria o, según un reciente análisis jurídico, mediante otro tipo de garantías, lo que en la práctica encarece la operación.

Por ello, se propondrá que los fondos cerrados puedan estructurarse con cualquier tipo de activos que el regulador estime pertinente y sin requerimientos adicionales de garantías.

Otro aspecto clave para la viabilidad operativa de estos fondos es su estructura de cuotapartistas. Para que un fondo sea económicamente sustentable, debe alcanzar un volumen relevante de activos bajo gestión. Lograr ese monto exclusivamente a través de pequeños inversores minoristas representa un desafío operativo y comercial.

En los mercados internacionales, la práctica habitual es permitir que, dentro de un mismo fondo, existan distintos tipos de cuotapartistas con condiciones diferenciadas. Por ejemplo, un fondo puede contar tanto con inversores minoristas como con institucionales, aplicando comisiones de administración distintas según el perfil de cada uno. Es común que el inversor institucional, al aportar un monto significativamente mayor, pague una comisión más baja. Este tipo de segmentación permite atraer grandes inversores, reducir los costos promedio y hacer más viable la operación del fondo sin excluir al público minorista.

Otro obstáculo importante es el régimen tributario aplicable. Actualmente, la estructura mediante la cual se liquidan el IRAE y el Impuesto al Patrimonio del fondo, así como el IRPF de los cuotapartistas, configura un esquema de tributación ineficiente, con doble imposición que reduce el atractivo del instrumento y dificulta su liquidación fiscal.

En este contexto, el Banco Central del Uruguay se ha propuesto revisar la Ley de Fondos de Inversión con el objetivo de subsanar estas y otras restricciones para permitir que estos vehículos se conviertan en herramientas eficaces y reguladas para canalizar el ahorro público hacia el sector productivo.