

	TEMA	NUEVOS COMENTARIOS PROVENIENTES DE LA CONSULTA PÚBLICA	CURSO DE ACCIÓN
FERRERE	Fideicomisos financieros: valores cotizables (art. 111)	Resulta de mucha utilidad que se permita a los fideicomisos financieros emitir también bajo el régimen simplificado, pero entendemos que debería permitirse emitir todo tipo de valores y no únicamente títulos de deuda. Hay muchas estructuras donde resulta conveniente emitir certificados de participación o títulos mixtos, dependiendo de las características de la emisión. Inclusive en algunos casos también resulta conveniente la emisión de títulos de deuda y certificados de participación al mismo tiempo. Entendemos que si bajo el régimen simplificado se pueden emitir todo tipo de valores, no debería limitarse la emisión de valores para los fideicomisos financieros. Obviamente aplicando las mismas limitaciones y restricciones que aplican para una emisión directa de una sociedad.	Se ha definido que, en el régimen simplificado, se habilite a los fideicomisos financieros la emisión de valores representativos de deuda, de certificados de participación o de títulos mixtos, en este último caso exclusivamente cuando el patrimonio del fideicomiso al momento de su constitución sea menor a 75:000.000 UI o su equivalente. En tanto, en el ámbito de PFC se ha considerado admitir la emisión de títulos de deuda así como también la de certificados de participación y de títulos mixtos.
OFICINA DE INNOVACIÓN	Límite de facturación (art. 8.3)	La restricción impuesta a empresas con facturación anual superior a 75 millones de UI para emitir mediante PFC, conjuntamente con la incompatibilidad dispuesta entre el financiamiento colectivo y las emisiones realizadas bajo los regímenes general y simplificado tendrán como consecuencia que quienes emitan a través de PFC serán, en general, empresas de menor tamaño y con procesos de gestión y gobierno menos desarrollados, lo que las hace más riesgosas desde la perspectiva del inversor. Esta realidad, combinada con el hecho de que el régimen permite la participación directa de inversores no asesorados, puede plantear desafíos desde el punto de su protección. Esto plantea una paradoja: los inversores menos sofisticados y sin asesoramiento están expuestos a colocar sus ahorros en empresas más inmaduras y con un régimen de control menos exigente. Propone evaluar una revisión del límite de facturación para las empresas elegibles, considerando alternativas que no se limiten estrictamente al criterio establecido en el Decreto 504/2007. Entiende que la Ley N° 19.829 no tuvo la intención de limitar el régimen de PFC exclusivamente a PYMEs sino facilitar su escalamiento y desarrollo, incluso fuera del ámbito nacional.	Se considera que aquellas empresas de mayor tamaño, en atención a su nivel de facturación, pueden obtener financiamiento por vía de la emisión de valores en régimen simplificado, el cual se visualiza como alternativa intermedia entre el régimen general y el canalizado a través de EAPFC, en virtud de los menores costos que implica. El régimen de emisión a través de EAPFC fue pensado para emisiones de pequeño porte destinado a financiar a empresas de pequeño porte, tipificadas éstas en el marco definido por la autoridad tributaria que se considera válida para el supervisor. En el entendido que el espíritu de la ley fue el de dar un empuje al emprendedurismo mediante creación de crédito, se entiende que no corresponde permitir el ingreso de empresas grandes para financiación a través de este canal.
	Prospecto de emisión (art. 115)	Entiende beneficioso implementar un cambio en la estructura del Prospecto de Emisión y proponen que la información referente al fiduciario se remplace por un enlace que dirija a una página web del fiduciario, la cual éste se encuentre obligado a mantener actualizado. Esto permitiría contar con prospectos más concisos y centrados en las características específicas de cada emisión, reduciendo los costos asociados a la distribución (el tamaño final de los archivos en MB sería menor), facilitando el envío por correo electrónico, optimizando las descargas y evitando las dificultades actuales relacionadas con archivos de gran tamaño. Así, la información correspondiente a los literales del numeral 5 (c - nómina de accionistas; d - nómina del personal superior; e - organigrama; f - código de ética; k - prácticas de gobierno corporativo) y del numeral 7 (g - estados contables del fiduciario) podrían sustituirse por un capítulo que, a modo de ejemplo, se denomine "Información del fiduciario y estados contables" en el que se detalle el link de acceso directo a la web y se encuentre en forma completa y ordenada la información clasificada según literales mencionados.	La propuesta excede al presente proyecto. Deberá valorarse con carácter general.
	Constitución de garantía (art. 123.4)	De acuerdo con el art. 123.4, la solicitud de inscripción de valores de oferta pública ante la EAPFC deberá estar acompañada de la información a que refiere el art. 112, con excepción del informe de calificación de riesgo. En el entendido que las emisiones de valores a través de EAPFC no implican la necesidad de instrumentar una garantía con el alcance del literal c. del art. 104, entienden oportuno que la nueva habilitación de emisiones de fideicomisos a través de PFC mantenga la beneficiosa intención de no generar costos adicionales, por lo cual se consulta si es necesaria la presentación de la documentación que acredite el cumplimiento de dicha garantía real.	El proyecto normativo habilita a las AFISAs a emitir a través de PFC. No corresponde eximirles de la constitución de la garantía que les atañe en atención a su responsabilidad fiduciaria.
	Términos y condiciones: modificación (art. 123.8)	Se consulta respecto al alcance del término incluido en el art. 123.8 "la emisión aprobada por la Asamblea de tenedores de valores deberá ser inscrita <u>en</u> la EAPFC". Asimismo, se consulta si la EAPFC tiene obligación de inscribir dicha modificación en el Registro del Mercado de Valores.	Se ajusta la redacción dada a los artículos 123.8 y 123.12, de forma de disponer que los fiduciarios financieros presenten ante la EAPFC las modificaciones a las estipulaciones contenidas en el contrato de fideicomiso y que dichas modificaciones sean inscritas por la EAPFC en el Registro del Mercado de Valores, proporcionando el acta de la Asamblea de tenedores que aprobó la misma.

CONAFIN AFISA	Modificaciones al contrato de fideicomiso: inscripción (arts. 123.8 y 123.12)	<p>Entiende pertinente aumentar el plazo para presentar el Acta de Asamblea de tenedores en el BCU a 5 días hábiles (mismo plazo que exhibe el art. 270 para las AFISAS). Fundan su solicitud en que la firma en formato físico de dichas Actas puede conllevar un tiempo adicional.</p> <p>Proponen aclarar el formato de presentación del Acta (copia autenticada, testimonio notarial de la original o copia simple).</p> <p>No se comprende la asociación del artículo 123.12 con el inciso 3 del artículo 123.10: <i>"Asimismo, el fiduciario financiero deberá cumplir con lo dispuesto en el inciso tercero del artículo 123.10"</i>.</p>	<p>Con relación a la solicitud de aumentar el plazo de presentación del Acta de Asamblea de tenedores en el BCU a 5 días hábiles, se señala que la copia de dicha Acta debe presentarse ante la EAPFC y será ésta quien debe presentarla ante el BCU.</p> <p>En cuanto al formato del Acta, corresponde señalar que los artículos 8.2 y 16.6 disponen, respectivamente, que para la inscripción de emisores que emitan a través de PFC así como de los valores que emitan, la EAPFC será la responsable de verificar y evaluar el cumplimiento de los requisitos aplicables y determinará la forma en que deberán presentar la información y documentación requerida así como los mecanismos para verificar su autenticidad. Por tanto, la norma deja a criterio de la EAPFC el formato en el cual debe presentarse la información que recibe.</p> <p>Se reformulan los artículos 123.8 y 123.12 relativos a la inscripción de las modificaciones al contrato de fideicomiso (que erróneamente se habían referido a los términos y condiciones de la emisión).</p>
	Texto de inserción obligatoria en el Prospecto (art. 123.9)	<p>Sugiere modificar el inciso 2 del art. 123.9 en los siguientes términos: <i>"Esta inscripción sólo acredita que la empresa administradora de plataformas de financiamiento colectivo (nombre) declara que se ha cumplido con los requisitos establecidos legal y reglamentariamente, no significando que ni el Banco Central del Uruguay, ni el fiduciario finar, ni la empresa administradora expresen un juicio de valor acerca de la emisión ni sobre el futuro desenvolvimiento del fideicomiso."</i></p>	<p>El artículo 123.9 fue definido tomando como base lo establecido en el artículo 116, el cual no incluye a los fiduciarios financieros dentro de la exención sugerida en el comentario.</p> <p>Se considera que no corresponde la exención del fiduciario financiero solicitada, por cuanto el mismo sí mantiene responsabilidad por la emisión y por el futuro desenvolvimiento del fideicomiso.</p>
	Información posterior a la inscripción (art. 123.11)	<p>De conformidad a la dinámica actual de funcionamiento de las emisiones a través de las EAPFC, en las cuales el período de emisión ronda los 45/60 días, consulta si podría ser pertinente que - en lo relativo a las emisiones a través de estas plataformas - el plazo pueda superar los 60 días desde la aprobación de la inscripción del valor, más aún cuando la solicitud de presentar la información es de 5 días hábiles previos al primer día de suscripción, lo que lleva ese plazo a 53 días corridos.</p> <p>Adicionalmente, consulta si es correcto que el fiduciario deba presentar la copia del fideicomiso inscripto en el Registro ante la EAPFC, pero que ésta no esté obligada a presentar dicha copia ante el BCU.</p>	<p>Se extiende a 90 días corridos el plazo establecido en el art. 123.11 para que, una vez inscripto el valor en el Registro del Mercado de Valores, el fiduciario financiero proceda a realizar la correspondiente emisión, presentando a la EAPFC la información requerida en dicho artículo.</p> <p>Se confirma que es correcto que el fiduciario deba presentar la copia del fideicomiso inscripto en el Registro ante la EAPFC, pero que ésta no está obligada a presentar dicha copia intervenida por el MEC ante el BCU.</p>
	Fideicomisos financieros: valores cotizables (art. 111)	<p>En cuanto a la posibilidad de que las PFC emitan exclusivamente títulos de deuda de fideicomisos financieros, se considera relevante evaluar la opción de permitir también la emisión de certificados de participación. Esto se fundamenta en la premisa de que, al analizar el riesgo subyacente de una emisión de participaciones de una empresa, éste podría eventualmente gestionarse de manera más efectiva dentro de un fideicomiso aislando los riesgos propios de la empresa a través de un patrimonio independiente, y que esa herramienta atienda de manera más adecuada las necesidades específicas del caso, pudiendo resultar en algunos casos, más protección para el inversor, si se logran aislar riesgos y flujos de activos adecuados.</p>	<p>Se ha definido que, en el régimen simplificado, se habilite a los fideicomisos financieros la emisión de certificados de participación o de títulos mixtos, en este último caso exclusivamente cuando el patrimonio del fideicomiso al momento de su constitución sea menor a 75:000.000 UI.</p> <p>En el caso de la emisión de valores de oferta pública a través de PFC se ha considerado admitir la emisión de títulos de deuda así como también la de certificados de participación y títulos mixtos.</p>
	Designación de representantes de los valores emitidos (art. 13.1)	<p>Consulta si corresponde actualizar el art. 13.1 en relación a que las EAPFC ofician de representantes de los valores emitidos a través de ellas.</p>	<p>El art. 59.4, que describe el objeto de las EAPFC, establece que - entre otras calidades - éstas actuarán como representantes de los tenedores de valores durante la vigencia de la emisión y hasta su total cancelación debiendo dar cumplimiento con lo dispuesto en el artículo 16.9.</p> <p>Por tanto, no se entiende necesario realizar la aclaración en el art. 13.1.</p>

	Otros (arts. 111 y 112)	Considera que en los arts. 111 y 112 debería especificarse que, en virtud del procedimiento establecido, no es el fiduciario financiero quien debe presentar la información ante el BCU.	Los artículos 111 y 112 refieren al régimen general. Se ajusta el artículo 123.4 a los efectos de aclarar que la información debe ser presentada por el fiduciario financiero ante la EAPFC.
B.F.O.U.	Auditorías	En el caso de las auditorías no queda claro si éstas abarcan procesos clave como la gestión de riesgos o la ciberseguridad, que son especialmente relevantes para plataformas que operan exclusivamente en entornos digitales	La normativa vigente no requiere a los supervisados la presentación de informes de auditoría específicos en materia de ciberseguridad. La atención de este aspecto forma parte del análisis que se realiza por parte del Depto. de Autorizaciones en el marco del proceso correspondiente, o de las evaluaciones posteriores que realiza el Área de Supervisión.
	Informes periódicos obligatorios	Aunque se exige información anual y la SSF de ese BCU puede requerir informes a demanda, podría considerarse la incorporación de informes periódicos obligatorios para emisores de mayor envergadura.	No está previsto encarecer los costos de los emisores en PFC requiriendo informes adicionales.
	Requerimientos de solvencia	Los nuevos límites de emisión e inversión propuestos amplían el alcance de las plataformas, podría evaluarse si se requieren condiciones de solvencia adicionales para las mismas	Si bien resulta atendible garantizar la solvencia de los emisores, la normativa reglamentaria no requiere el mantenimiento de capitales mínimos a las PFC.
	VALO AFISA	Fideicomisos financieros: valores cotizables (art. 111)	<p>Plantea el caso de fideicomisos que securitizan carteras homogéneas de crédito. Bajo este tipo de estructuras, contra dicho activo se emiten títulos de deuda por un monto menor al total del activo (la diferencia constituye el llamado "sobrecolateral" o "aforo") y un certificado de participación representativo del capital (que encapsula los gastos del fideicomiso, los impuestos a pagar y la mora esperada de la cartera). A mayor nivel de aforo, mayores son las posibilidades de repago del fideicomiso, puesto que se cuenta con un mismo activo para repagar un pasivo menor. En ese sentido el aforo constituye un elemento de mejora crediticia.</p> <p>Manifiestan que la imposibilidad de ofrecer certificados de participación en forma pública impacta negativamente en el Impuesto al Patrimonio, dado que los fideicomisos financieros cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, cuya titularidad sea transferida al fideicomiso, tienen el mismo tratamiento tributario de los Fondos de Inversión Cerrados de Crédito y tributan una tasa del 2.8% en vez del 1,5%.</p> <p>Respecto del IRAE, indican que si bien no hay una consecuencia directa de la imposibilidad de cotizar el certificado de participación, se plantea la incongruencia de que elevar el aforo del fideicomiso y en mejorar el riesgo de crédito, repercute negativamente en materia impositiva porque se agrava incrementa la renta del fideicomiso.</p>
Plazo para la emisión (arts. 11 y 123.11)		Sugieren extender el plazo de 60 días para la emisión de los valores, tanto para el caso de emisión en régimen de PFC como para el régimen general, dado que el fiduciario debe inscribir en forma definitiva el contrato de fideicomiso en el Registro Nacional de Actos Personales y -a menudo - este organismo otorga la inscripción definitiva en plazos mayores, lo cual pone al fiduciario en una situación compleja.	<p>Se mantiene el plazo de 60 días para el caso de emisiones en régimen general, dado que no se han visualizado inconvenientes a la fecha.</p> <p>Se extiende a 90 días corridos el plazo establecido en el art. 123.11 para que, una vez inscripto el valor en el Registro del Mercado de Valores, el fiduciario financiero proceda a realizar la correspondiente emisión, presentando a la EAPFC la información requerida en dicho artículo.</p>

PILAY AFISA	Límites de emisión e inversión (art. 215.4)	<p>Las modificaciones proyectadas representan un riesgo para la información y evaluación del consumidor inversor. Falta de contralor consecuente a la ampliación de los límites.</p> <p>1. El aumento del 100% en los límites de emisión, de casi un 90% del límite de inversión aplicable a una emisión, de un 150% en valores emitidos en una misma plataforma para un pequeño inversor y de un 50% del umbral de activos financieros para determinar si un inversor es considerado como pequeño, exponen a los consumidores inversores a mayores riesgos. La ampliación de estos límites permitirá que un mayor número de empresas (que posiblemente no cuenten con el respaldo necesario para poder cumplir con estándares más exigentes de otras figuras más garantistas reguladas por el BCU) ingresen al mercado mediante la figura de estas administradoras de plataformas para préstamos entre personas con requerimiento aún más laxos que en la Circular. La mayor flexibilidad que se proyecta parecería no ser respaldada con mayores controles proporcionales.</p> <p>2. Lo anterior, aunado a que es reciente la estructura de control de estas plataformas por el BCU - de hecho es recién en esta segunda mitad del año que existe la primera experiencia de funcionamiento de una de éstas -, mal puede desconocerse que coloca al consumidor inversor en un estado de sujeción absoluta respecto de la viabilidad o no del proyecto al que ingresa mediante éstas.</p>	<p>1. El primer comentario confunde la figura de las EAPFC con la de las administradoras de plataformas para préstamos entre personas (<i>peer.to.peer. lending</i>) y funda su cuestionamiento en que la mayor flexibilidad de la normativa proyectada parecería no ser respaldada con mayores controles proporcionales, aspecto sobre el cual no dispone de elementos de juicio real. Sobre dicha afirmación corresponde destacar que la existencia de límites constituye un control en sí mismo. Además, el BCU supervisa a las EAPFC lo cual constituye igualmente un control respecto de su actuación y el único elemento que se exonera es el del informe de calificación. Finalmente, con respecto a los límites de emisión, corresponde destacar que al momento de la normativa original los montos asociados y los límites fueron considerados bajos por el mercado y no se visualizaban como una alternativa de financiamiento válida y atractiva. Del análisis actualizado de la normativa comparada, se detectó que los límites aumentaron en todas las jurisdicciones consultadas. Por tanto, el aumento proyectado atiende esa tendencia y busca darle mayor dinamismo al instrumento. En este sentido, el límite de emisión proyectado es un 66% mayor que en Argentina, un 9,8% superior al de Brasil y un 83,6% inferior al de Colombia. En tanto en España el importe máximo de captación por proyecto no puede ser superior a € 2.000.000 (salvo que se dirijan exclusivamente a inversores acreditados, en cuyo caso podrá alcanzar € 5.000.000).</p> <p>Ahora bien, en lo que respecta al límite de emisión, evaluados en su conjunto los comentarios recibidos y en atención al informe de la Gerencia de Área de Estudios y Análisis del Sistema Financiero, se convino en mantener la propuesta de duplicar dicho límite aún cuando dicho aumento constituye una duplicación del apalancamiento máximo que una empresa podría llegar a presentar, dado que no puede afirmarse que ello implique necesariamente un aumento del riesgo de impago para el inversor. Tal como se indica en el citado informe, <i>„se entiende que la flexibilización apunta justamente a que empresas con la suficiente capacidad de pago que depende básicamente no de las ventas sino del flujo de caja y la estructura de plazos de pago de las mismas, en el sentido de “no sofisticados” que deben ser asesorados en la compra que se proyectaron aumentar de 40.000 UI a 75.000 UI por emisión y de 120.000 UI a 300.000 UI en el total invertido en una misma plataforma, en el citado informe se manifiesta que “ si bien la flexibilización de los montos apunta a una mejor capacidad de financiamiento y por ende al cumplimiento del espíritu de la regulación . no se halla una razón clara que explique por qué debe alterarse tan significativamente la relación preexistente de 1 a 1 y pasar a una relación de 2 a 1 y Gs decir, si se comienza a admitir emisiones de mayor monto y se asume que las RHE venden las emisiones a inversores pequeños , se verían obligados a conseguir más inversores; Ualvo que se pretenda que los inversores pequeños no asesorados sean la menor cantidad posible , no habría razón para subir los montos que cada uno de ellos puede invertir;„</i> En consecuencia, se definió mantener el límite de inversión por emisión, pero se disminuyó el incremento proyectado del límite de inversión en una misma plataforma, de manera de mantener la relación mencionada.</p> <p>2. Si bien es cierto que la SSF ha autorizado la primer EAPFC que actúa en el mercado, la experiencia ha demostrado que en este corto tiempo de operativa su actividad ha sido bien aceptada por el público. El hecho que no se disponga aún de información de ciclo completo acerca de su real performance contable y de gestión no debería llevar a inferir que „coloca al consumidor inversor en un estado de sujeción absoluta respecto de la viabilidad o no del proyecto al que ingresa mediante esta figura según se manifiesta.</p>
		<p>3. La autorización a las EAPFC de convertirse en inversores por hasta un 10% de cada proyecto de financiamiento también puede inducir en error a los consumidores inversores. Esta autorización tampoco se complementa con medidas específicas en cuanto al manejo de información privilegiada así como respecto de la lealtad y ética comercial aplicable a todos los actores en este tipo de negocios. Esta facultad bien podría dejar nuevamente a los consumidores inversores - cuyo ahorro se procura captar en el mercado - sujetos a un conflicto de intereses entre estas empresas y el resto de los inversores que hayan ingresado al proyecto de financiamiento colectivo máxime, cuando al permitirse invertir hasta el 10% del total del proyecto, se estaría posibilitando colocar a las EAPFC como el principal acreedor por el monto de las inversiones, en tanto a la fecha es conocido que el promedio de inversión es de USD 1.000 (según declaraciones públicas).</p> <p>4. Las 3 emisiones existentes en este tipo de plataformas se realizaron únicamente a partir de un flujo del negocio como garantía y no así de un bien inmueble (el cual no podría desconocerse por la Administración tiene mayor correlación con la capacidad de pago del emisor de la deuda asumida). No es un dato desconocido en el mercado que la disminución de clientes es algo muy común en este tipo de proyectos de inversión, con lo cual al limitarse la garantía a ese ingreso significa un riesgo muy alto para el consumidor inversor (quien en muchos casos no tiene los conocimientos para entender la diferencia). La anterior conclusión no varía al preverse un fideicomiso de garantía, puesto que éste no se constituye desde el inicio y no retiene todos los meses el pago correspondiente para luego liberarse. Por el contrario: según la información pública divulgada estos pagos recién serían retenidos cuando exista un inconveniente, con lo cual la finalidad de protección al consumidor inversor mal podría lograrse, ya que en ese momento probablemente el flujo puede ser bastante menor y no podría ser posible a ese punto detectar los cambios en el comportamiento del mismo.</p>	<p>3. Atento el antecedente de la normativa Argentina, en la revisión de la normativa se entendió prudente establecer un límite en la participación de las EAPFC en los proyectos ofrecidos en la plataforma, de manera de evitar la "selección adversa" (evitar que la PFC - en base a su expertise - se reservara la participación en los mejores proyectos dejando menos margen para el resto de los inversores). Atento ello y a que la normativa comparada lo admite - con restricciones -, se entendió pertinente permitirlo bajo las siguientes condiciones: establecer un tope del 10% de cada emisión; exigir que la financiación sólo pueda instrumentarse mediante la emisión de valores representativos de deuda; requerir que la EAPFC asegure que sus inversiones se hagan con arreglo a las mismas condiciones que las de los demás inversores y que la EAPFC haga pública su participación en su sitio web.</p> <p>4. De acuerdo con el literal b) del art. 10 la solicitud de inscripción de valores deberá estar acompañada de información sobre las garantías a otorgar (de corresponder) y, si fuere el caso, copia autenticada del documento constitutivo de las mismas en el que conste su inscripción en el registro público correspondiente. El regulador no determinó qué tipo de garantías corresponde admitir, aspecto que queda librado al emisor y resulta de libre aceptación por parte de los inversores. El único que puede garantizar una emisión es el propio emisor y éste ofrecerá las garantías que considere adecuadas y cada inversor valorará si la existencia o la falta de garantías le satisface o no. En tanto, no se comprende la alusión a un fideicomiso de garantía. Lo que sí prevé la normativa proyectada es garantizar la adecuada separación de los movimientos del patrimonio de la EAPFC y los de sus clientes, mediante la constitución de un fideicomiso (de administración) creado a tales efectos, en el cual la empresa actúe como fideicomitente.</p>

	Fideicomisos financieros: procedimiento de autorización (art. 111)	<p>La previsión de un régimen simplificado para la actuación de fideicomisos financieros en PFC representa un desequilibrio respecto de los demás fideicomisos.</p> <p>1. La remisión del art. 111 referente a la autorización de emisión de valores en oferta pública a través de PFC elimina importantes elementos de contralor y revisión del funcionamiento y operativa de los fideicomisos financieros - al punto de casi asemejarlo a un fideicomiso de mera administración -, lo que representa una falta de garantías para los consumidores inversores. Además, indirectamente, se afecta la libre e igual competencia con los fideicomisos que operan fuera de las PFC.</p> <p>2. Las exigencias para la autorización de emisión de valores en oferta pública mediante estas plataformas (e incluso la exclusión de algunas exigencias) eliminan elementos de contralor del funcionamiento de estos fideicomisos que operan a partir de PFC, como el requerimiento del informe de calificación de riesgo, el cual no puede desconocerse es clave para conocer fácilmente el riesgo de la inversión, entre otros. De hecho, se estarían adicionando elementos de confusión para los consumidores inversores, quienes no necesariamente podrán advertir la diferenciación de un fideicomiso financiero tradicional con las garantías de contralor del BCU y uno que lo hace con el régimen simplificado o con operación en estas plataformas, los que poseen menos requisitos y controles por el mero hecho de corresponderse con el supuesto habilitante.</p> <p>3. Lo anterior no representa sólo un riesgo para los consumidores inversores sino que, además, eventualmente representa una afectación de la libre competencia con otros operadores del mercado. En efecto, por estar enmarcados en otro tipo de entidad regulada, las demás entidades que no operan en las PFC vienen cumpliendo requerimientos adicionales y de contralor, que aumentan sus costos internos y, por tanto, su retorno en el mercado de capitales. Se marca así un desbalance en la actividad económica con las EAPFC a las cuales, con las soluciones normativas proyectadas, se les permitiría competir por un mismo sector de mercado pero en condiciones más ventajosas en comparación con sus competidores ajenos a estas plataformas y con un aumento considerable del riesgo del pequeño inversor.</p>	<p>El comentario no especifica qué elementos de contralor y revisión del funcionamiento y operativa de los fideicomisos financieros se eliminan bajo la nueva redacción del artículo 111 (el cual constituye un marco general de actuación de los fideicomisos financieros) y tampoco detalla en qué medida se afectan las garantías de los consumidores inversores.</p> <p>El regulador reconoce la importancia del informe de calificación de riesgo para valorar los riesgos inherentes de cualquier inversión. No obstante, en la normativa proyectada que permitirá a los fideicomisos financieros emitir en régimen de PFC se excluyó expresamente dicho informe con el fin de preservar al público objetivo usuario de las PFC y evitar encañecer el proceso a los emisores. En consecuencia, la exclusión de dicho informe no va en desmedro del contralor de los fideicomisos financieros actuantes, no introduce confusión en los inversores participantes del financiamiento ni significa una afectación de las garantías de los mismos.</p> <p>De la compulsión de los requisitos exigidos a los fideicomisos financieros en régimen común contra los exigidos en el marco de PFC (arts. 112 y 123.4), no se visualiza la eliminación de ninguno que torne insuficiente la información acerca de las características del emisor y de los instrumentos que éste emite, o que suponga que los consumidores carezcan de elementos suficientes para la toma de decisiones o que pueda llevarlos a confundir las diferencias entre un fideicomiso tradicional, uno en régimen simplificado o uno en PFC.</p> <p>La propuesta normativa que posibilitará a los fideicomisos financieros a operar en régimen simplificado y en PFC se hace eco de varias solicitudes de la industria en ese sentido y en su diseño se tuvo especial cuidado en tutelar las particularidades y garantías de la figura fideicomiso financiero.</p> <p>El regulador considera que los límites de emisión y de inversión establecidos permitirán separar naturalmente los mercados de operación, sin afectar la libre competencia entre los distintos agentes supervisados en tanto habilitarán mayores posibilidades de financiamiento amparadas por una regulación clara, que podrá ir mejorando en función del devenir de los actores.</p>
	Creación de una Comisión de Trabajo	<p>Necesidad de la creación de una Comisión de Trabajo que posibilite la modificación de la Circular 2377 en coordinación con los demás agentes intervinientes en el mercado.</p>	<p>No constituye práctica usual la conformación de Comisiones de Trabajo para evaluar modificaciones normativas. Las opiniones de la industria y del público en general se recaban en la instancia de la consulta pública de los proyectos normativos y se evalúan posteriormente derivando - eventualmente - en cambios que mejoran el proyecto originalmente puesto a consulta pública.</p> <p>No obstante ello, corresponde destacar que desde julio de 2021 y en el marco del Nodo de Innovación, se vienen realizando en el BCU diferentes encuentros con diferentes actores del mercado de capitales (bolsas de valores, instituciones de intermediación financiera, organismos públicos de promoción del emprendedurismo e innovación e innovación, fintechs, entre otras) enfocados al tratamiento de la temática de Crowdfunding, cubriendo aspectos del marco regulatorio y relevando las dificultades visualizadas por el sector fintech.</p> <p>En junio de 2023 la reunión del Nodo tuvo por objetivo la puesta en marcha de las Mesas de Innovación Financiera, una iniciativa que busca continuar contribuyendo a la mejora del entorno innovador en el sistema financiero y de pagos de nuestro país. Estas mesas, facilitadas por el BCU, buscan brindar un espacio de encuentro y colaboración entre diversos actores del ecosistema, con el propósito de abordar los desafíos relativos a la innovación financiera. En base a las propuestas recibidas del mercado, se determinó que las mesas aborden -entre otros temas- la reglamentación de EAPFC.</p> <p>En el sitio web del BCU se previó un acceso para quienes desean recibir novedades sobre los temas abordados en estas Mesas, así como un formulario para la solicitud de participación en ellas.</p> <p>De esta forma, resulta de público conocimiento las líneas de trabajo que el BCU está llevando adelante, que abordan varios temas de innovación, en el marco del Plan de Acción de la SSF, buscando el desarrollo del Sistema Financiero con una mayor utilización de tecnologías, apuntando a la generación de soluciones innovadoras y seguras, y que contribuyan a mejoras de eficiencia, menores costos, mayor facilidad de acceso y protección para los usuarios.</p>
	Límite de facturación (art. 8.3)	<p>Sugiere se establezca un límite en 150.000.000 UI de ventas anuales. Fundamentos:</p> <p>* En su génesis, la Ley N° 19.820 no restringe el uso del financiamiento colectivo a las PYMES. Tanto las SAS como el financiamiento colectivo (grandes aliados del emprendedurismo) no son exclusivos de los emprendimientos o de las PYMES.</p> <p>* Según datos de la DGI el 80% de las sociedades que se constituyen son SAS, no por el porte de la empresa, sino por tener un proceso de constitución más rápido y menos costoso que las SA y las SRL, por brindar la misma seguridad que aquéllas y por ser compatibles con una amplia gama de instrumentos jurídicos modernos para la regulación de las relaciones entre socios.</p> <p>* Recibió cartas de intención de grandes empresas manifestando su interés en emitir en Crowder, quienes manifestaron la posibilidad de conectar y vincularse directamente con el cliente inversor.</p> <p>* La presencia de grandes empresas emisoras en el régimen de PFC debería ser deseable para el ecosistema, ya que dichas empresas cuentan con estados financieros y estructuras de gobierno corporativo que ayudan a profesionalizar y elevar aun más el nivel de los emisores en el mercado de valores, lo cual se traduce en oportunidades de inversión sólidas y atractivas para el público inversor.</p> <p>* La inclusión de empresas con ventas superiores a UI 75.000.000 no generará un desincentivo o una exclusión de emisores PYMES sino que, por el contrario, permitirá contar con una oferta de inversiones más diversificada en tasas y riesgos.</p> <p>* Si la proyectada duplicación del monto máximo de emisión no se acompaña con un incremento en el tope de ventas anuales, se termina tolerando un mayor apalancamiento de los emisores lo que genera un mayor riesgo para los inversores. Aporta ejemplo numérico.</p>	<p>Se considera que aquellas empresas de mayor tamaño, en atención a su nivel de facturación, pueden obtener financiamiento por vía de la emisión de valores en régimen simplificado, el cual se visualiza como alternativa intermedia entre el régimen general y el canalizado a través de EAPFC, en virtud de los menores costos que implica. El régimen de emisión a través de EAPFC fue pensado para emisiones de pequeño porte destinado a financiar a empresas de pequeño porte, tipificadas éstas en el marco definido por la autoridad tributaria que se considera válida para el supervisor. En el entendido que el espíritu de la ley fue el de dar un empuje al emprendedurismo mediante creación de crédito, se entiende que no corresponde permitir el ingreso de empresas grandes para financiación a través de este canal.</p>

CROWDER	Exclusión del financiamiento colectivo a emisores del régimen simplificado y/o general (art. 8.3)	Sugieren no se incorpore al texto normativo la exclusión mencionada, dado que el universo de empresas que optan por financiarse a través del mercado de valores sea el régimen que sea - es demasiado pequeño como para introducir prohibiciones de participación en uno u otro régimen, generándose un efecto contrario al deseado que es el de impulsar y fomentar el mercado de valores.	Se ha entendido que las restricciones planteadas constituyen una manera de ordenar y canalizar el financiamiento de los diferentes públicos objetivo, atendiendo a los riesgos inherentes de cada régimen y sobre la base del espíritu legal particularmente en el ámbito de las PFC.
	Separación de fondos propios y de clientes (art. 59,12)	<p>La incorporación de la figura del fideicomiso de administración mandatorio para la gestión de los fondos de terceros es una solución efectiva para los fondos que se recaudan a nivel de mercado primario</p> <p>Ahora bien, en el mercado secundario las operaciones de compraventa de valores que realizan los inversores se efectivizan de forma inmediata: el comprador paga el precio en el acto, a través del medio de pago electrónico, y el cambio de titularidad por la entidad registrante respecto a los valores transaccionados también es modificado de forma concomitante. Así, los fondos pagados por el comprador en cada operación, una vez que son acreditados por el medio de pago electrónico en cuenta, pueden ser depositados en una cuenta de fondos de terceros (independientes a las cuentas de los movimientos del patrimonio del propio administrador de la plataforma) y el administrador de la plataforma puede liberar el producido de la venta al comprador dentro del plazo máximo de 48 horas. Requerir que todos los fondos de terceros, incluyendo los de operaciones del mercado secundario, pasen a ser recepcionados y administrados por un fideicomiso implica un aumento considerable de la gestión de dicho fideicomiso y se traduce en un mayor costo operativo que genera una innecesaria sobrecarga de costos al sistema en general, y particularmente al administrador de la plataforma.</p> <p>Situación similar se presenta con los pagos que realizan los emisores por los rendimientos de las inversiones: es el administrador de la PFC quien opera como Agente de Pago designado y quien debe dispersar los pagos correspondientes a cada uno de sus clientes. Esta operativa es perfectamente realizable bajo un esquema de cuentas bancarias independientes y sin exceder del plazo de 48 horas como la norma original prevé.</p> <p>Texto sugerido para el art 59.12: <i>"Las empresas administradoras de plataformas de financiamiento colectivo deberán garantizar una adecuada separación de los movimientos de su patrimonio y los de sus clientes. Los fondos de clientes no podrán permanecer más de 48 horas en su poder. Este plazo podrá ser mayor siempre que existan instrucciones específicas para ello y que no impliquen desvirtuar la operativa. Los fondos de los clientes correspondientes a operaciones del mercado primario deberán mantenerse en un fideicomiso creado a tales efectos, en el cual la empresa administradora de plataformas de financiamiento colectivo actúe como fideicomitente."</i></p>	Se consideró más adecuado reforzar el concepto de mantener en un fideicomiso creado a tales efectos aquellos fondos de clientes correspondientes a operaciones del mercado primario, y mantener la restricción de las 48 horas para los fondos de clientes correspondientes a operaciones del mercado secundario.
	Fideicomisos financieros: valores cotizables (art. 111)	<p>La incorporación de fideicomisos financieros como emisores bajo el régimen de PFC limita la emisión únicamente a valores representativos de deuda, lo que imposibilita la emisión de certificados de participación. Esta restricción - además de una serie de consecuencias fiscales negativas - excluye la posibilidad de instrumentar a través del mecanismo de oferta pública y utilizando la figura del fideicomiso financiero a un importante universo de negocios financieros cuyos subyacentes están asociados a negocios de renta variable y no fija (ej: negocios financieros vinculados al sector ganadero, al inmobiliario y de infraestructura en general).</p> <p>Cuestiones vinculadas a costos, plazos y demás, han desalentado a muchos operadores a emplear la figura del fideicomiso financiero y el mecanismo de oferta pública para canalizar estos negocios. Por el contrario, la realidad demuestra que se acaba recurriendo a técnicas inadecuadas de estructuración que brindan menos regulación y menos garantías para los inversores.</p>	<p>En función de comentarios recibidos se ha definido que, en el régimen simplificado se habilite a los fideicomisos financieros la emisión de valores representativos de deuda, de certificados de participación y de títulos mixtos, en este último caso exclusivamente cuando el patrimonio del fideicomiso sea inferior a 75:000.000 U1 o su equivalente. En tanto, en el ámbito de PFC se ha considerado admitir la emisión de títulos de deuda así como también la de certificados de participación.</p> <p>La atención de la repercusión de aspectos tributarios no son competencia de la SSF.</p>
	Fiduciarios financieros: solicitud de inscripción de valores de oferta pública (art. 112)	Entienden que también debería eximirse de presentar el requisito establecido en el numeral viii. del art. 112 (cumplimiento de la garantía real dispuesto en el literal c del art. 104). En el marco de emisiones de monto reducido, cumplir con dicha garantía constituye un desincentivo para utilizar el instrumento y el mecanismo de oferta pública.	No se considera conveniente introducir cambios en las exigencias previstas que generen asimetrías normativas con la emisión de fideicomisos en el régimen general. Si la solicitud se fundamenta en un tema de costos, el mismo se minimizaría en tanto la tasa de interés que se va a cobrar va a ser mayor. Asimismo, la reducción de costos podría darse optando por otras alternativas de emisión (por ejemplo, Obligaciones Negociables) que no requieren la constitución de una garantía.

BEVSA	EAPFC: desacuerdo general	<p>1. El proyecto normativo desconoce los principios sobre los cuales se construyó la normativa del mercado de valores patrio. La alta tecnificación y profesionalización de los mercados determina que los agentes económicos no se encuentren en condiciones, en la mayoría de los casos, de actuar entre sí en forma directa, debiendo recurrir a operadores especializados que los pongan en contacto, que los asesoren y que actúen por ellos. El rol del mercado de valores compromete sensiblemente el interés público, y por tal razón, se requiere que los operadores que se desempeñen en el ámbito de las bolsas de valores cuenten con un alto nivel de especialización en la materia y sometidas un estatuto jurídico específico y estricta supervisión por parte del regulador. Este no es el caso de las PFC, donde el modelo de negocio supone una participación directa del cliente-inversor, dejando atrás el modelo "indirecto" propio de las bolsas de valores y en el cual se encuentra inspirada nuestra normativa de mercado de valores. BEVSA entiende que los cambios propuestos desconocen esta diferencia esencial entre las bolsas de valores y las PFC. La normativa proyectada abandona el modelo de gestión profesionalizada de la inversión propio de las bolsas de valores.</p>	<p>En primer término se identifica una enorme brecha entre los comentarios vertidos en ocasión del primer proyecto normativo que dio origen a la Circular 2377 de 28.12.2020 y los presentes.</p>
		<p>2. No puede soslayarse la existencia de una asimetría normativa en materia de exigencias previstas para los emisores a través de las bolsas de valores y los emisores mediante PFC, lo cual impacta en forma directa - entre otros aspectos - en la calidad de la información que obtienen los inversores-clientes. Esa asimetría coadyuva a la vulnerabilidad del inversor-cliente en las PFC. Todo ello se ve agudizado por el hecho que los principales emisores a través de estas plataformas son <i>start-ups</i> o empresas en etapas tempranas de maduración, las que suelen tener un mayor riesgo de fracaso.</p>	<p>Dicho esto, corresponde recordar que la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) define la actividad de crowdfunding como aquella que implica el uso de pequeñas cantidades de dinero, obtenidas de un amplio número de personas u organizaciones, para financiar un proyecto, un negocio, un préstamo personal y otras necesidades a través de una plataforma web¹. Las empresas que administran estas plataformas son las que proveen la infraestructura y sistemas para que dicho mercado sea posible. En un informe técnico de la Gerencia de Investigaciones Económicas del BCU² se indicaba que el mercado bancario uruguayo está menos desarrollado que el de otros países de similar ingreso y el mercado de valores observa un desarrollo aún menor. El sistema financiero uruguayo estaría en un equilibrio de bajo desarrollo, donde la selección adversa es especialmente relevante, con bancos que no están dispuestos a prestar a plazos largos y falta relativa de instrumentos financieros adecuados para satisfacer la estructura de financiamiento requerida por las firmas. De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)³, el crowdfunding tiene un gran potencial para cubrir la brecha de financiamiento existente en los mercados tradicionales, especialmente en el caso de emprendedores y micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), pues permite el financiamiento de proyectos relativamente pequeños en condiciones que se adaptan a las necesidades de diferentes demandantes de fondos. Esta función es clave en América Latina, dado el rol fundamental que tienen las firmas de menor tamaño (en Uruguay el 97% de las empresas son micro o pequeñas y emplean cerca del 47% de la población económicamente activa).</p>
		<p>3. Flexibilizar los umbrales de emisión e inversión puede -a priori- parecer una oportunidad atractiva para fomentar el crecimiento de las plataformas y ofrecer más acceso a pequeños inversores. Sin embargo, desde un punto de vista regulatorio, sistémico y económico, esta no es una opción apropiada. Dicha flexibilización supone ampliar en forma desmesurada el campo de inversiones pasibles de ser canalizadas a través de las PFC (considerándolas, en esencia como pseudo bolsas), desconociendo la vulnerabilidad a la que se exponen quienes operan en forma directa a través de las mismas (en su enorme mayoría, sujetos no cualificados en materia financiera). Además, la flexibilización permitirá la inversión de mayores sumas de dinero, con exposiciones significativas al riesgo, sin una adecuada comprensión y asesoramiento del producto y de los riesgos.</p>	<p>Asimismo, cabe agregar que el proyecto original, así como las mejoras que estas modificaciones promueven, reconocen que el crowdfunding constituye un canal de financiamiento alternativo que contribuye a reducir los costos de financiamiento al competir con las fuentes de fondeo tradicionales⁴, promueve la cultura emprendedora al dar mayor visibilidad a los emprendimientos y fomenta su formalización e inclusión financiera.</p>
		<p>4. El proyecto no se acompaña con las tendencias internacionales en materia de PFC, previendo la existencia de umbrales de inversión superiores a los vigentes en la región. En tal sentido, refiere a los montos de emisión en Argentina y Brasil, inferiores a las cifras del proyecto.</p>	<p>En consecuencia, queda en evidencia que afirmar que el proyecto normativo desconoce los principios sobre los cuales se construyó la normativa del mercado de valores patrio no se corresponde con la realidad. Si bien es cierto que la operativa a través de PFC se aparta del modelo llamado "indirecto" de las bolsas de valores, ello no constituye una asimetría normativa o una falsa dicotomía hacia las mismas ni la falta de reconocimiento a la tecnificación y profesionalización provista por el ámbito bursátil.</p>
		<p>5. Manifiesta que avanzar con el proyecto normativo supone asumir un riesgo sistémico indeseado. Dado que en la actualidad existe una única empresa registrada como EAPFC, con menos de un año de actividad y tan solo tres emisiones efectuadas, queda en evidencia el desarrollo incipiente y la inmadurez de nuestro sistema de financiamiento colectivo. Cualquier ajuste o propuesta de mejora sería precoz considerando que no se ha visto el desarrollo o los resultados de estas primeras emisiones y la reacción del mercado a las mismas. Insiste en que no le parece razonable proponer ajustes de la magnitud proyectada considerando la temprana edad del sistema y que debe evitarse que una regulación prematura pueda afectar el sistema del mercado de valores en general.</p>	<p>La flexibilización de los límites de emisión y de inversión, así como la adecuación del umbral que define a los inversores pequeños responde - además de a consideraciones de la industria recogidas en las Mesas de Innovación impulsadas por el BCU en el Nodo de Innovación - a las informaciones surgidas del análisis de normativa comparada de la región (Argentina, Brasil, Perú, México, Colombia, España por señalar algunas jurisdicciones). En todas estas jurisdicciones se incrementaron los umbrales con respecto a años precedentes, manteniéndose los límites proyectados en la normativa bastante acompañados a los comparados. Por lo tanto, no puede afirmarse que implica una ampliación desmesurada del campo de inversiones pasibles de ser canalizadas a través de las PFC.</p>
		<p>6. Expresa, finalmente, que el objetivo del proyecto normativo (así como de cualquier otra regulación a ser dictada en el futuro) debería ser regular el mercado y no garantizar la viabilidad de un único operador.</p>	<p>Tampoco puede afirmarse que se desconoce la vulnerabilidad a la que se exponen quienes operan en forma directa a través de las mismas, tildándolos de sujetos no cualificados en materia financiera, dado que la normativa hace especial incapié en la transparencia de la información a los usuarios de las PFC reconociendo que ello constituye un elemento clave para generar confianza en esta industria y que la información que se da a conocer es vital para la toma de decisiones de los inversionistas y para el monitoreo del estado de su inversión.</p> <p>Finalmente, atribuir al proyecto normativo el objetivo de garantizar la viabilidad de un único operador y de constituir un riesgo sistémico indeseado, es una afirmación que carece de fundamento. La existencia de una única empresa registrada como EAPFC indica una propuesta incipiente de ofrecer al mercado nuevas alternativas que irán perfeccionándose a medida que los actores capten las inquietudes de la demanda. Como todo mercado "inmaduro", requiere de adecuaciones permanentes tanto por parte de los actores como de las normas que reglaman las actividades y buscan proteger a emisores e inversores.</p>

¹ Crowdfunding: an infant industry growing fast (2014)

² Financiamiento corporativo de largo plazo en el Uruguay (2019)

³ Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard

⁴ Banco Interamericano de Desarrollo (2016)

AFISAs	Administradoras de Fondos de Inversión
BCU	Banco Central del Uruguay
DGI	Dirección General Impositiva
EAPFC	Empresas Administradoras de Plataformas de Financiamiento Colectivo
ECC	Estados Contables
FPF	Fideicomisos Públicos de Fomento
ITF	Institución de Tecnología Financiera
PFC	Plataformas de financiamiento colectivo
PYMES	Pequeñas y medianas empresas
SAS	Sociedades por Acciones Simplificadas
SBS	Superintendencia de Banca y Seguros
SSF	Superintendencia de Servicios Financieros
UVA	Unidad de Valor Adquisitivo (al 26.12.2024 1 UVA=Arg\$ 1.294,89)
UVT	Unidad de Valor Tributario (para 2024 el valor de la UVT es de \$C 47.065).
UDI	Unidad de Inversión (al 31.12.2024 su valor asciende a \$M 8.341)
UI	Unidad Indexada

UIT Unidad Impositiva Tributaria (durante el año 2024 el valor de la UIT será de S/ 5.150)
UF Unidad de Fomento (una UF chilena equivale a \$38.417)

USD Dólares americanos
€ Euros
R\$ Reales