

**Banco Central del Uruguay**

**Informe Trimestral  
del Mercado de Valores**

**División Mercado de Valores y Control de AFAP**

**N° 7  
Abril - Junio/2005**

[www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

<b><u>1. ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO.....</u></b>	<b><u>3</u></b>
<b><u>2. OPERATIVA BURSÁTIL.....</u></b>	<b><u>5</u></b>
<b><u>3. OPERATIVA EXTRA BURSÁTIL.....</u></b>	<b><u>8</u></b>
Emisiones Fuera de Bolsa.....	8
Fondos de Inversión en actividad.....	8
Fiduciarios y Fideicomisos.....	9
<b><u>4. INSTRUMENTOS.....</u></b>	<b><u>10</u></b>
Certificados de Depósitos.....	10
Obligaciones Negociables.....	12
Valores Públicos.....	13
<b><u>5. ESTÁNDARES INTERNACIONALES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.....</u></b>	<b><u>16</u></b>
<b><u>6. NORMAS EMITIDAS EN EL TRIMESTRE.....</u></b>	<b><u>22</u></b>
<b><u>7. SANCIONES.....</u></b>	<b><u>25</u></b>

## 1. ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO

En el segundo trimestre del año 2005, la operativa total del mercado de valores registró un aumento del orden del 29% respecto al trimestre anterior.

En el ámbito bursátil se registró un incremento de aproximadamente un 14% en el monto transado respecto al último trimestre calendario, mientras que en relación al segundo trimestre del año 2004 se experimentó un aumento del 23%.

Se registraron incrementos en la operativa tanto en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. como en la Bolsa de Valores de Montevideo, en porcentajes de 20% y 3%, respectivamente.

En el análisis por mercado, las transacciones en el mercado primario aumentaron en un 27 % respecto al trimestre anterior mientras que el mercado secundario contribuyó con un crecimiento del 8 %.

En el mercado primario de instrumentos del sector público, que registró un incremento del 40 % en el período, se destacan la colocación de Letras de Tesorería y Regulación Monetaria por aprox. U\$S 608 millones, las Notas del Tesoro en UI, por U\$S 97 millones junto a la emisión de Bonos Locales por casi U\$S 26 millones, todos en el ámbito no bursátil.

A diferencia de trimestres anteriores, los valores públicos emitidos en mercados internacionales resultaron ser los instrumentos más operados en el trimestre, seguidos por los certificados de depósito (públicos y privados). En relación a estos últimos valores, la operativa registrada muestra una preferencia creciente por los instrumentos en pesos uruguayos con plazos menores a 10 días, con un 56% del total operado en este instrumento.

La operativa en valores públicos emitidos en dólares USA representó más de un 76% del total, en aumento respecto al período anterior, a semejanza de los instrumentos en Euros, que multiplicaron su participación en el trimestre. En contrapartida, se produjo una sustantiva reducción en la participación de los valores en pesos uruguayos, mientras que se mantuvo prácticamente incambiada la proporción en Unidades Indexadas.

Los precios de los valores públicos se mantuvieron estables durante los dos primeros meses del trimestre, exhibiendo una tendencia levemente creciente durante junio, reflejándose en una disminución del riesgo país sobre finales del trimestre.

En relación a los instrumentos del sector privado, no se registraron nuevas emisiones de valores en el período informado.

En el mercado secundario, el papel más operado fue el Certificado de Depósito Reprogramado del Nuevo Banco Comercial.

En el mercado secundario de Obligaciones Negociables se operaron los títulos pertenecientes a COFAC, Zonamérica S.A., Baluma y Banco Surinvest, que al cierre del período, salvo el caso de Baluma cuyo precio disminuyó levemente, se ubicaron en niveles similares o superiores a los vigentes al fin del trimestre anterior.

## 2. OPERATIVA BURSÁTIL

El monto operado en las bolsas de valores locales en el trimestre fue de U\$S 549.46 millones, representando un 14 % de incremento respecto a lo transado en el trimestre anterior.

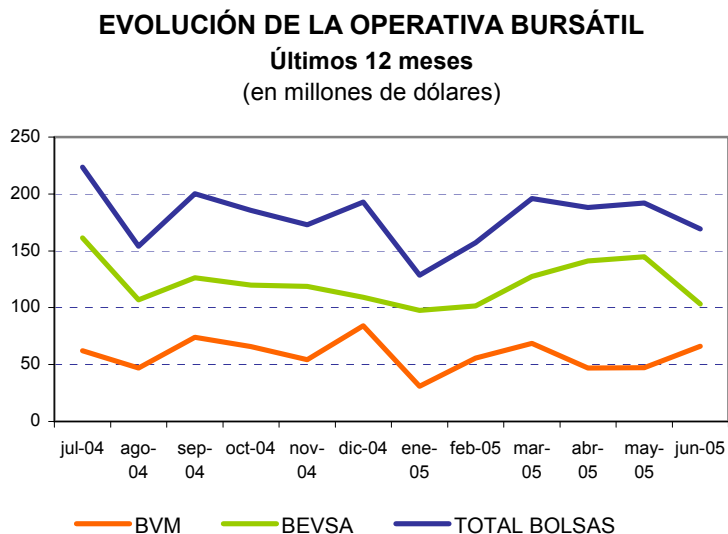
	Bolsa de Valores de Montevideo		Bolsa Electrónica de Valores S.A.		TOTAL	
	Mill. USD	%	Mill. USD	%	Mill. USD	%
<b>MERCADO PRIMARIO</b>	<b>0.00</b>	<b>100%</b>	<b>192.82</b>	<b>100%</b>	<b>192.82</b>	<b>100%</b>
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>	<b>192.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>192.82</b>	<b>100.00%</b>
Certificados de Depósito	0.00	0.00%	192.82	100.00%	192.82	100.00%
<b>MERCADO SECUNDARIO</b>	<b>160.30</b>	<b>100%</b>	<b>196.33</b>	<b>100%</b>	<b>356.63</b>	<b>100%</b>
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>148.93</b>	<b>92.91%</b>	<b>196.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>345.26</b>	<b>96.81%</b>
Bonos del Tesoro / Previsional	40.95	25.55%	2.02	1.03%	42.98	12.05%
Certificados de Depósito	0.03	0.02%	0.00	0.00%	0.03	0.01%
Emisiones Internacionales	100.98	63.00%	143.42	73.05%	244.40	68.53%
Letras Tesorería / R. Monetaria	3.70	2.31%	47.81	24.35%	51.51	14.44%
Bonos Hipotecarios	0.26	0.16%	0.00	0.00%	0.26	0.07%
Notas BCU en UI	1.37	0.86%	3.09	1.57%	4.46	1.25%
Oblig. Hipotecarias Reajustables	0.15	0.09%	0.00	0.00%	0.15	0.04%
Fideicomisos Financieros – Emp. Pub.	1.48	0.92%	0.00	0.00%	1.48	0.42%
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>5.92</b>	<b>3.69%</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>	<b>5.92</b>	<b>1.66%</b>
Acciones	0.22	0.14%	0.00	0.00%	0.22	0.06%
Certificados de Depósito	3.70	2.31%	0.00	0.00%	3.70	1.04%
Obligaciones Negociables	2.00	1.25%	0.00	0.00%	2.00	0.56%
<b>VALORES SOBERANOS EXTRANJEROS</b>	<b>5.45</b>	<b>3.40%</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>	<b>5.45</b>	<b>1.53%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>160.30</b>		<b>389.16</b>		<b>549.46</b>	

En base a informes de las Bolsas de Valores.

Mientras que la Bolsa de Valores de Montevideo incrementó su actividad en un 3%, la operativa de la Bolsa Electrónica de Valores S.A. aumentó en un 20 %. En comparación con los valores del segundo trimestre del 2004, la operativa de ambas Bolsas creció un 38% y 18%, respectivamente.

En línea con la tendencia registrada en los últimos trimestres, la mayor parte de la operativa se realizó a través de la Bolsa Electrónica de Valores S.A., representando un 71% del total. El desempeño diferencial se explica fundamentalmente por las transacciones del mercado primario en el ámbito bursátil electrónico, que correspondieron a la emisión de Certificados de Depósito del sector privado.

El siguiente gráfico refleja la evolución de la operativa mensual en cada Bolsa y en el total del mercado en el último año móvil:

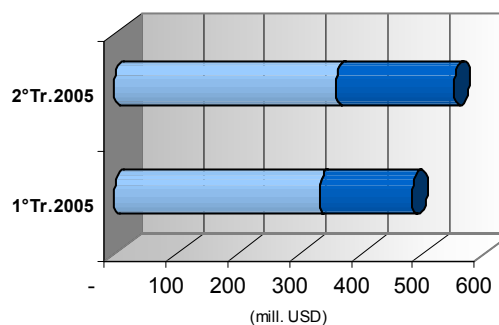


No obstante el crecimiento de la operativa trimestral respecto al período anterior, la operativa bursátil total mensual registró oscilaciones a la baja en los meses de abril y junio, debido a las disminuciones en las transacciones bursátiles que afectaron alternadamente a BVM y

BEVSA.

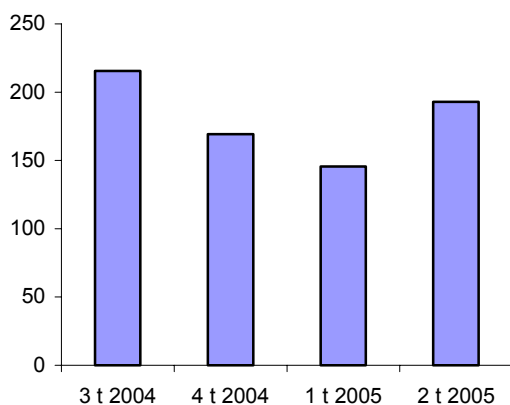
Analizando la operativa en los mercados primario y secundario, se observa que el incremento con respecto al trimestre anterior se explica principalmente por el aumento de las transacciones en el mercado primario, del orden del 27 % superior a los valores del primer trimestre del año, mientras que el secundario contribuyó con un crecimiento del 8 %.

**OPERATIVA DEL TRIMESTRE**  
POR MERCADO PRIMARIO - SECUNDARIO



	1º Tr. 2005	2º Tr. 2005
MERC. PRIMARIO	151,64	192,83
MERC. SECUNDARIO	330,05	356,63

**MERCADO PRIMARIO -CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL SECTOR PRIVADO**  
(en mill. de U\$S)



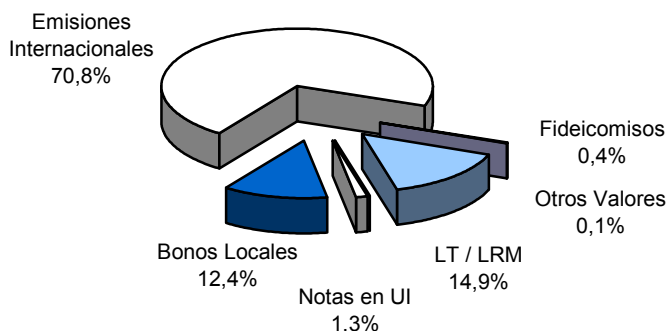
**MERCADO PRIMARIO**

La emisión de Certificados de Depósito bancarios del sector privado explica el 100 % de la emisión de valores del período. En el gráfico adjunto, se observa la recuperación en el presente período de la emisión de estos títulos respecto a las transacciones de trimestres anteriores.

## MERCADO SECUNDARIO

En el mercado secundario predominó la operativa en valores del sector público uruguayo (96.8% del total). Analizando estos últimos valores, se observa que tuvo especial preponderancia la operativa de bonos emitidos en el exterior (70.8%), seguidos por las Letras de Tesorería y Regulación Monetaria (14.9%) y los Bonos Locales (12.4%).

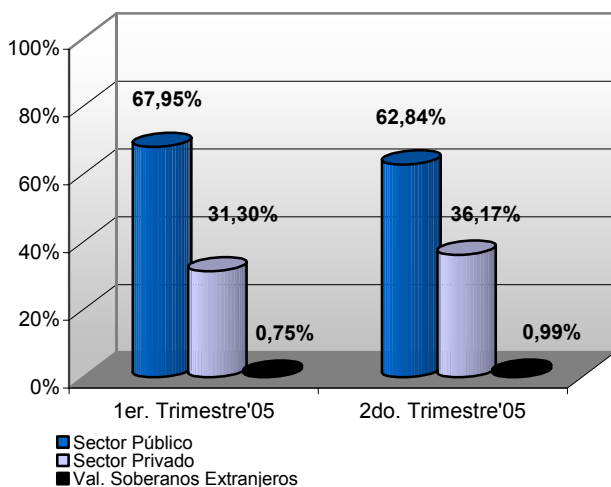
**Mercado Secundario - Sector Público**



Resulta relevante señalar que se triplicaron las transacciones en bonos internacionales respecto al trimestre anterior mientras que disminuyó la operativa de todos los restantes instrumentos del sector público.

Los instrumentos del sector privado más transados en el mercado secundario fueron los Certificados de Depósito, correspondiendo en su mayoría a la operativa en Certificados de Depósito Reprogramados del Nuevo Banco Comercial en el ámbito de BVM.

## OPERATIVA BURSÁTIL POR SECTOR



En cuanto a la participación de los sectores público y privado en el total de la operativa bursátil (considerando conjuntamente los mercados primario y secundario), se puede advertir un leve incremento en la participación del sector privado en el total transado respecto al trimestre anterior.

Este comportamiento se fundamenta básicamente en el significativo incremento en el mercado primario de certificados de depósito del sector privado, con respecto al último trimestre informado.

### 3. OPERATIVA EXTRA BURSÁTIL

#### Emisiones Fuera de Bolsa

La totalidad de emisiones de valores fuera del ámbito bursátil en el trimestre analizado correspondió a valores del sector público, habiéndose incrementado en el orden del 40 % respecto a los montos transados en el período anterior. Estas cifras resultan muy similares a las transadas en igual trimestre del año 2004.

A nivel de instrumentos, el mercado primario de Letras de Tesorería y Regulación Monetaria representó el 83% del total; las Notas en UI el 13% y los Bonos Locales el restante 4%.

<b>EMISIONES FUERA DE BOLSA</b>	<b>3°Trim.2004</b>	<b>4°Trim.2004</b>	<b>1°Trim.2005</b>	<b>2° Trim.2005</b>
	(en millones de dólares USA)			
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>611.28</b>	<b>516.50</b>	<b>512.99</b>	<b>730.61</b>
Bonos del Tesoro / Previsional	7.22	5.30	3.16	26.36
Letras de Tesorería/Regulación Monetaria	561.11	247.05	394.06	607.64
Fideicomisos Financieros	0.00	159.57	0.00	0.00
Notas BCU en UI	42.96	104.58	115.77	96.61
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Cert. Representativos de Inversión	0.00	0.00	0.00	0.00
Obligaciones Negociables	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>TOTAL</b>	<b>611.28</b>	<b>516.50</b>	<b>512.99</b>	<b>730.61</b>

En el último trimestre, la emisión de Letras se incrementó en un 50 % mientras que el mercado primario de Notas disminuyó en un 17 %. Por su parte, la emisión de Bonos locales se multiplicó por siete respecto al período anterior, representando una diferencia significativa respecto a la operativa de los últimos cuatro trimestres.

#### Fondos de Inversión en actividad

En el período analizado se mantuvieron constantes los montos operados por el único fondo de inversión en actividad respecto al trimestre anterior, tal como se refleja en el siguiente cuadro:

<b>FONDOS DE INVERSIÓN</b>	<b>3°Trim.2004</b>	<b>4°Trim.2004</b>	<b>1°Trim.2005</b>	<b>2° Trim.2005</b>
	(en millones de dólares USA)			
Número de Fondos	1	1	1	1
Patrimonio	0.552	0.451	0.426	0.426



## Fiduciarios y Fideicomisos

En el trimestre informado, se produjeron las siguientes incorporaciones al Registro de Fiduciarios Profesionales:

- el 1 de abril, el Banco Credit Uruguay se inscribió como Fiduciario Financiero y Fiduciario General;
- el 23 de mayo, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. se inscribió como Fiduciario General.
- el 24 de junio se registró la inscripción del Fideicomiso Financiero de oferta pública, "Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez", del programa de sus títulos de deuda y de la primera serie del mismo, por un valor nominal de U\$S 1:000.000.

El Registro de Fideicomisos y Fiduciarios Profesionales muestra la siguiente evolución en el año móvil:

<b>REGISTRO DE FIDEICOMISOS Y FIDUCIARIOS PROFESIONALES</b>	<b>3°Trim. 2004</b>	<b>4°Trim. 2004</b>	<b>1°Trim. 2005</b>	<b>2°Trim. 2005</b>
	(cantidad)			
Fiduciarios Generales	7	7	9	11
Fiduciarios Financieros	2	3	5	6
Fideicomisos Financieros de Oferta Pública	0	2	2	3

## 4. INSTRUMENTOS

### 4.1 Renta Fija

#### Certificados de Depósitos

En el período informado, el monto de certificados de depósito del sector público y privado transados en las bolsas locales registró, contrariamente a lo ocurrido en trimestres anteriores, un incremento del orden del 27% respecto al período anterior, pasando de USD 155 millones a más de USD 196 millones.

Al igual que en trimestres anteriores, la operativa del mercado primario se concentró en BEVSA, mientras que los certificados transados en el mercado secundario se procesaron a través de BVM.

OPERATIVA TRIMESTRAL EN CERTIFICADOS DE DEPÓSITO	BVM	BEVSA	TOTAL
	(millones de dólares)		
<b>MERCADO PRIMARIO</b>	<b>0.00</b>	<b>192.83</b>	<b>192.83</b>
<b>Dólares USA</b>		<b>65.60</b>	<b>65.60</b>
Privado h/10d.		6.80	6.80
Privado h/30d.		42.50	42.50
Privado h/90d.		14.80	14.80
Privado +90d.		1.50	1.50
<b>Pesos Uruguayos</b>	<b>0.00</b>	<b>127.23</b>	<b>127.23</b>
Privado h/3d.		63.83	63.83
Privado 4 a 10d.		45.48	45.48
Privado h/30d.		15.03	15.03
Privado +30d.	0.00	2.89	2.89
<b>MERCADO SECUNDARIO</b>	<b>3.73</b>		<b>3.73</b>
<b>Dólares USA</b>	<b>3.73</b>		<b>3.73</b>
Pco. – Reprogramado	0.03		0.03
Priv. – Reprogramado	3.70		3.70
<b>TOTAL</b>	<b>3.73</b>	<b>192.83</b>	<b>196.56</b>

El aumento de la operativa se explica por la emisión de certificados de depósitos en pesos, los cuales se incrementaron un 73% con respecto al período anterior.

Dentro de los certificados en pesos uruguayos, se puede destacar el incremento de aquellos emitidos a plazos menores a 10 días, los cuales representan el 86% del total en dicha moneda.

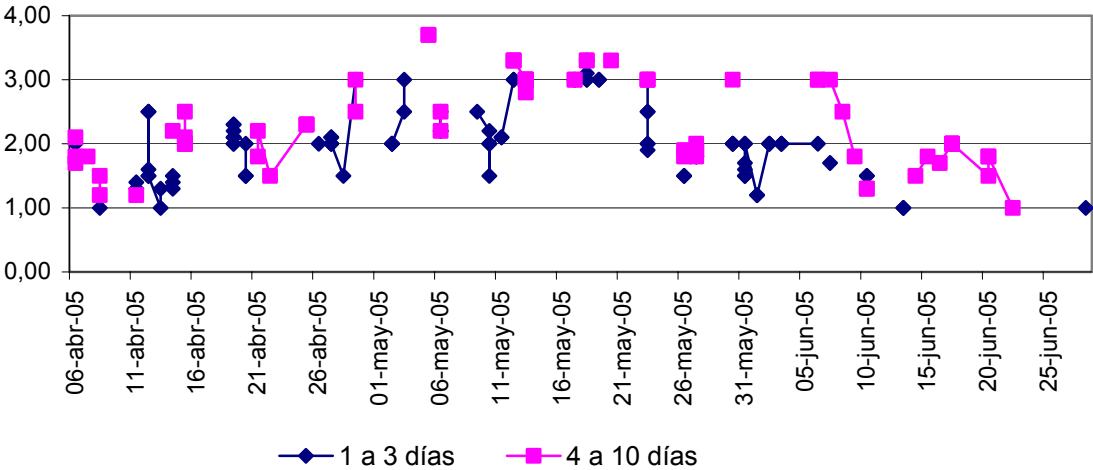
El monto operado en certificados nominados en dólares se redujo un 8% con respecto al trimestre anterior, siendo el plazo preferido entre 11 y 30 días, los cuales representan el 61% de lo emitido esta moneda.

En términos de moneda de emisión, la operativa estuvo representada por una clara preponderancia de los certificados en pesos uruguayos (66%), frente a los nominados en dólares americanos (34%). Contrariamente a lo que venía ocurriendo en trimestres anteriores, no se registraron operaciones en Unidades Indexadas.

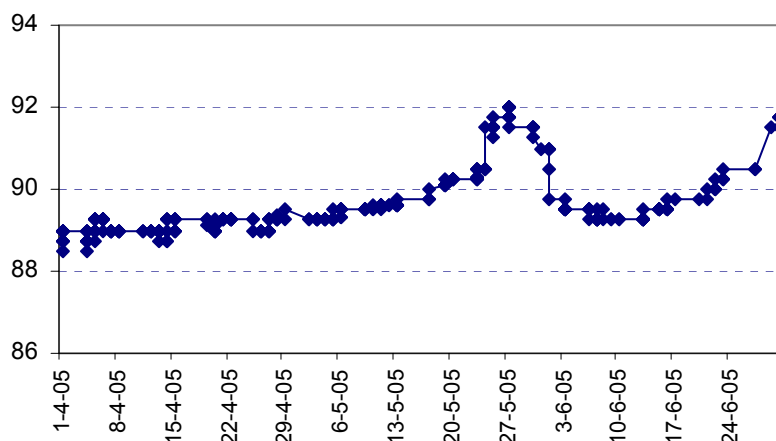
El total de la operativa del mercado secundario estuvo constituida por certificados de depósito reprogramados en dólares americanos, correspondientes al Banco de la República (1%) y al Nuevo Banco Comercial (99%), transados únicamente a través de la Bolsa de Valores de Montevideo.

En cuanto a las tasas de interés concertadas en el trimestre para los certificados de depósito en pesos, a plazos de hasta 10 días inclusive, se inicia el trimestre con tasas entorno al 1-2% con una tendencia creciente, a mediados de mayo llegan a sus valores máximos, levemente superiores al 3% y luego disminuyen sobre el cierre del trimestre, ubicándose en los niveles iniciales.

**CERTIFICADOS DE DEPÓSITO COMUNES EN M/N**  
**Tasas de Interés Negociadas**



### CDR NUEVO BANCO COMERCIAL Cotización en el trimestre



al final del mismo cercano a 92%.

En cuanto a los Certificados de Depósito Reprogramados del Banco de la República, no es posible realizar un ajustado análisis de la evolución de los precios negociados ya que no se cuenta con un mercado muy profundo, registrándose en el período analizado escasas transacciones. No obstante lo anterior, puede señalarse que han mantenido un precio estable durante el trimestre con respecto al período anterior, habiéndose cotizado los CDR originales (con una tasa del 6%) en 50 p.b. por sobre la par, mientras que los CDR con tasa del 3,5% se transaron a 99,5 %.

### Obligaciones Negociables

En el trimestre que se informa, no se registraron nuevas emisiones de Obligaciones Negociables en la plaza local.

La operativa del mercado secundario en estos valores sigue siendo poco relevante, representando el 0.56% del total transado en el período en dicho mercado. Las obligaciones negociables que registraron operaciones en el trimestre fueron las pertenecientes a COFAC, Banco Surinvest, Zonamérica y Baluma.

Desde el punto de vista de los montos transados en el trimestre, el valor más operado fue Baluma, por un total de U\$S 1.080.975 con 30 transacciones en el período, seguido por Banco

En relación a los precios operados en el mercado secundario de los Certificados de Depósito Reprogramados del Nuevo Banco Comercial, a pesar del retroceso que experimentaron sobre fines de mayo y principios de junio, los mismos tuvieron una tendencia creciente en el transcurso del trimestre, ubicándose

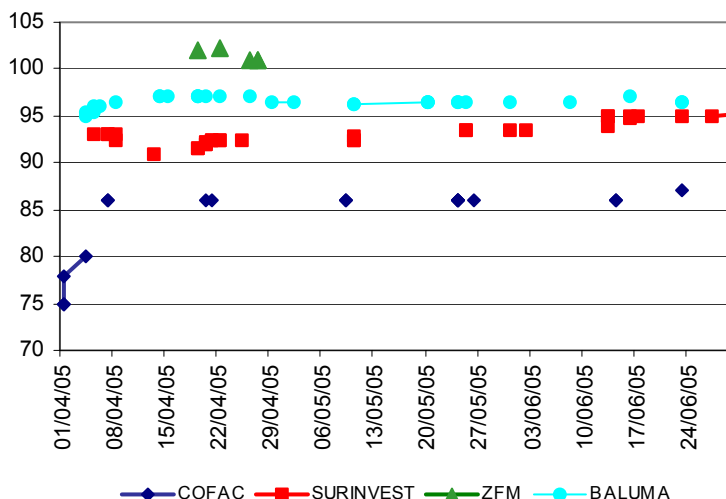
Surinvest (U\$S 625.000 en 33 trans.), COFAC (U\$S 255.200 en 18 trans.) y Zonamérica (U\$S 125.000 en 5 trans.).

No obstante la escasa profundidad del mercado secundario de Obligaciones Negociables, se realizó una evaluación de las cotizaciones de los papeles operados en el período, cuyos resultados se visualizan en el gráfico adjunto.

Los precios de Baluma se mantuvieron estables, por encima de los 95 puntos, durante todo el período. Los valores de COFAC exhibieron una importante recuperación, iniciando el trimestre a 75 puntos básicos y cerrando a 87. Zonamérica, por su parte, operó puntualmente la segunda quincena de abril a precios superiores a la par. Finalmente,

Banco Surinvest mostró un comportamiento levemente creciente, cerrando el trimestre en el entorno de los 95 puntos.

**ON TRANSADAS EN EL TRIMESTRE  
PRECIOS OPERADOS**



### Valores Públicos

No se registraron en el período emisiones de valores públicos en el ámbito bursátil local. En particular, a diferencia de lo ocurrido en trimestres anteriores, no hubo emisiones de Certificados de Depósito por parte del Banco de la República en Unidades Indexadas.

En el mercado secundario, y continuando la tendencia observada en el pasado, los valores públicos muestran una predominancia absoluta, constituyendo casi el 97% del monto total transado en el ámbito bursátil.

Dentro del total de valores públicos operado en el trimestre en ambos mercados, se producen cambios significativos en cuanto a la participación por monedas, con respecto al trimestre anterior.

Se produjo una sustantiva reducción de la participación de los valores nominados en pesos y como contrapartida creció el porcentaje de los instrumentos en dólares y euros. También corresponde señalar que se estabilizó el porcentaje de participación de los instrumentos nominados en Unidades Indexadas, el cual había venido creciendo en forma significativa en los últimos trimestres.

Millones de U\$S

**\$**  
**USD**  
**UI**  
**EU**  
**Total**

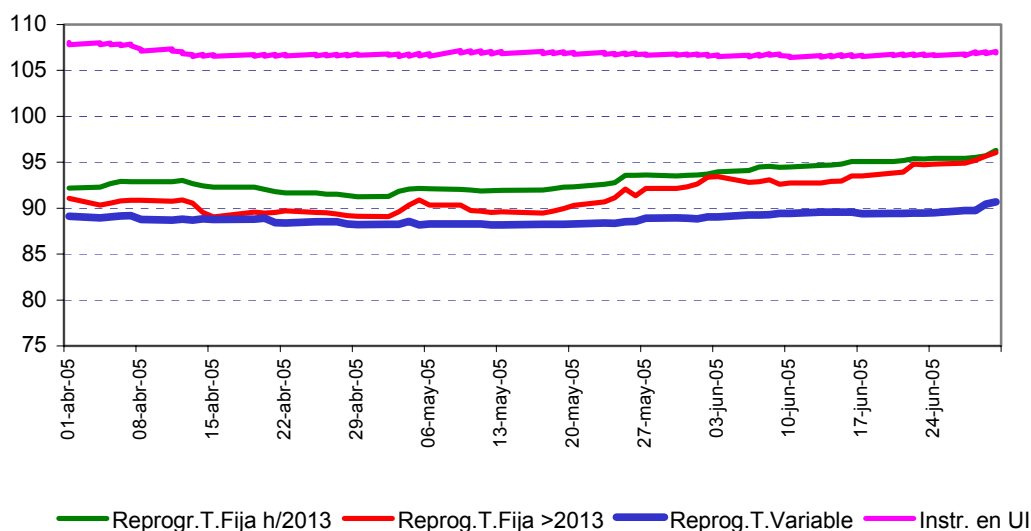
1° Trim. 2005

2° Trim. 2005

46	14.12%	20	5.77%
226	69.14%	263	76.14%
54	16.39%	54	15.63%
1	0.35%	8	2.46%
<b>327</b>		<b>345</b>	

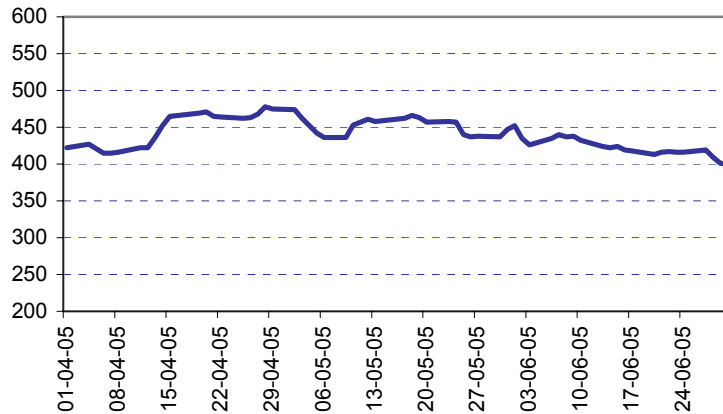
La preponderancia del dólar en la distribución por moneda del mercado secundario de valores públicos, refleja la participación que esta moneda tienen dentro del circulante de valores emitidos por el Estado en el exterior, los cuales se incrementaron en U\$S 500 millones como consecuencia de las últimas emisiones realizadas en el mes de mayo del corriente año.

### **Evolución de Índices de Precios de Bonos Públicos**



En cuanto a los precios operados en el mercado local en el trimestre que se informa, es de destacar que los bonos públicos a tasa fija y variable se mantuvieron estables los dos primeros meses del trimestre, registrándose una tendencia levemente creciente durante el mes de junio. Por su parte, los bonos nominados en Unidades Indexadas se mantuvieron estables durante todo el trimestre en torno a los 107 puntos.

### Evolución del Riesgo País Uruguay (pb)



El riesgo país inició el trimestre con una tendencia creciente, a partir de mediados de abril se mostró estable entorno a los 450 puntos básicos, para luego iniciar en junio, una clara tendencia descendente, cerrando el trimestre cercano a los 400 puntos básicos.

## 4.2 Renta Variable

La operativa del mercado secundario en acciones ascendió aproximadamente a U\$S 220.000, triplicando prácticamente los valores transados en el trimestre anterior.

Por otra parte, no se registraron nuevas emisiones en el trimestre, tanto a nivel del ámbito bursátil como fuera de bolsa.

## 5. ESTÁNDARES INTERNACIONALES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.

Prosiguiendo con el análisis de los Estándares Internacionales de Regulación y Supervisión, corresponde en esta instancia abordar los que tienen que ver con las Instituciones de Inversión Colectiva, entre las que podemos mencionar a los Fondos de Inversión y los Fondos Fiduciarios, que desempeñan un papel importante al canalizar recursos hacia los mercados de valores y ofrecer a los inversores un mecanismo de diversificación de riesgos en sus inversiones.

### 1. Los estándares internacionales en materia de instituciones de inversión colectiva.

Los principios establecidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) en cuanto a regulación y supervisión están vinculados entre sí y se complementan, además de ser, en lo que hace a difusión, coherentes y comparables con los establecidos para emisores de valores de oferta pública (véase nota técnica del Informe del Mercado de Valores N° 6).

Los estándares internacionales que debe contener la regulación son:

#### 1.1. Condiciones de ingreso a la actividad.

La base de este principio es asegurar que quienes gestionan una Institución de Inversión Colectiva estén calificados para ello, o sea, se funda en la idoneidad de los gestores de las mismas. A tales efectos es requisito necesario que cuenten con la experiencia y competencia necesaria y dispongan de recursos y procesos adecuados para garantizar su cumplimiento continuo.

La regulación debe contener medidas para prohibir, restringir o difundir determinadas conductas que pueden ocasionar conflictos de intereses entre una Institución de Inversión Colectiva y sus administradores, gestores, colaboradores u otras personas relacionadas, de forma de no perjudicar los intereses de los inversores. Es así que, deben contemplarse normas relativas a prioridad de los intereses del cliente, negociación apropiada y asignación puntual de operaciones, así como transacciones con entidades vinculadas.



A efectos de la supervisión y seguimiento continuo de estas instituciones, deben existir normas claras que otorguen al regulador responsabilidades y competencias en cuanto a la autorización, las tareas de revisión y control de informaciones y actuación de las sociedades habilitando la investigación de posibles infracciones o incumplimientos y la posibilidad de aplicación de los correctivos correspondientes.

En los casos en que la institución recurre a la prestación de servicios por terceros independientes de sí misma, la regulación y supervisión no deben verse perjudicadas, por lo que, quién asume tales servicios debe cumplir los requisitos que el supervisor establezca manteniendo la institución de inversión colectiva la responsabilidad por la gestión de la empresa subcontratada.

### 1.2. Forma legal y estructura de las Instituciones de Inversión Colectiva.

La naturaleza jurídica y la estructura de las instituciones de inversión colectiva es importante para la protección de los inversores porque, dependiendo de las mismas, pueden verse afectados los intereses y derechos de los participantes. Ello a su vez permite que los fondos de los inversores se diferencien y estén segregados de los activos de otras entidades y de los de la administradora.

También es necesario que los inversores conozcan los derechos o impedimentos para ejercer los mismos y los riesgos de incumplimiento asociados a tal inversión. A tales efectos, tanto éstos como el regulador deben ser notificados en forma previa de todas aquellas modificaciones en sus derechos que no requieran previa aprobación por parte de ellos.

Este principio implica también garantizar la correcta custodia de las inversiones y los requisitos en atención al tipo de entidad que realice la misma, requerimientos de contabilización y auditoría tanto interna como externa de los fondos administrados, sin descuidar la previsión en la regulación de una forma adecuada de liquidación ordenada de una institución de inversión colectiva.

### 1.3. Difusión de información a los inversores.

El objeto de este principio es asegurar que se informe a los inversores, tanto actuales como potenciales, de los aspectos que pueden afectar en forma sustancial la valoración de una institución de inversión colectiva, a efectos de que el inversor pueda comprender la naturaleza

del vehículo de inversión y la relación entre riesgo y rentabilidad, sin por ello, influir en la libre elección por parte de éste del riesgo que está dispuesto a asumir en sus decisiones de inversión.

La información debe proporcionarse en forma suficiente y puntual, en un formato fácilmente comprensible al lector, incluyendo todos los datos que hacen a la oferta así como la actualización permanente de toda la documentación relativa a la misma.

La supervisión debe asegurar que se respete la política de inversiones definida y se apliquen las restricciones sobre el tipo o el nivel de inversión, prohibiéndose toda publicidad inexacta, falsa o engañosa, de forma tal que los inversores no se vean inducidos a error con referencia a los riesgos de la inversión, la estrategia de negociación de la institución, las rentabilidades pasadas y las comisiones y gastos asociados.

#### 1.4. Valoración de activos, fijación de precios y reembolso de participación.

La valoración de activos es fundamental a la hora de asegurar la confianza del inversor en este tipo de colocaciones como vehículos fiables y sólidos y como mecanismo de protección al inversor especialmente cuando no existe precio de mercado disponible.

En este sentido, se propugna una valoración uniforme y regular que permita al inversor evaluar la rentabilidad de su participación en el tiempo, a cuyos efectos el regulador debe prestar atención a las formas de cálculo del valor de las participaciones y al momento y frecuencia de la publicación del mismo.

Adicionalmente se recomienda que la regulación contemple disposiciones sobre insolvencia y liquidación en las que queden perfectamente separados los valores en proceso de liquidación de aquellos que pertenecen a los inversores.

La regulación debe permitir a los inversores el rescate de su participación en las condiciones especificadas en los documentos de constitución, recibiendo a tales efectos un trato justo sin discriminaciones, anteponiendo sus derechos a los de la administradora.

#### 2. La normativa uruguaya y los estándares internacionales de instituciones de inversión colectiva.

La legislación uruguaya en materia de Fondos de Inversión ha sido consagrada en la Ley N°

16.774 de 27 de setiembre de 1996 que establece las características de esta figura, la propiedad y representación de participaciones, su funcionamiento a través de una sociedad administradora con determinados requisitos en cuanto al capital, información, responsabilidades y prohibiciones.

Asimismo, la Ley N° 17.202 de 8 de setiembre de 1999 incorpora a la citada Ley N° 16.774 disposiciones relativas a los fondos de inversión y securitización de activos.

Finalmente, la Ley N° 17.703 de 27 de octubre de 2003 incluye toda la base normativa de los Fideicomisos y sus figuras relacionadas, a cuyos efectos establece que quienes pueden actuar como fiduciarios en los fideicomisos financieros de oferta pública, son las Administradoras de Fondos de Inversión o las Instituciones de Intermediación Financiera.

En este marco, se prevé la autorización de los fondos de inversión y de los fideicomisos financieros de oferta pública y el registro de los mismos en el Banco Central del Uruguay a quien se le confirieron las potestades de regulación, fiscalización y registro y consecuentemente, las de aplicación de los correctivos pertinentes en caso de que se constaten incumplimientos a la normativa vigente.

En este contexto, el Banco Central del Uruguay ha reglamentado la actividad de quienes administran este tipo de fondos tratando de seguir las recomendaciones de IOSCO a efectos de verificar el cumplimiento de los principios internacionales. De esta manera, ha establecido la normativa que se debe observar a efectos de:

- el otorgamiento de la autorización para funcionar de las sociedades administradoras de fondos de inversión, tanto para la gestión de Fondos de Inversión como para la de Fideicomisos.
- la autorización de cada Fondo de Inversión y su reglamento, así como la de toda modificación de éste último, y también la autorización y registro de los Fideicomisos Financieros de oferta pública.
- la fijación del capital mínimo que deben mantener quienes administran este tipo de fondos y la forma de su integración,
- el contenido de la información y requisitos para su divulgación.

En los últimos tiempos se ha continuado con el proceso de reglamentación tendiendo a una

mayor protección de los inversores y a la formación de un mercado justo, eficiente y transparente.

Con relación a las condiciones de ingreso a la actividad y la forma legal y estructura de estas instituciones de inversión colectiva se pueden citar las siguientes disposiciones:

- Se han establecido mayores requisitos a efectos del otorgamiento de la autorización para funcionar de sociedades administradoras, incorporando la información sobre directores, síndicos o integrantes del órgano de fiscalización, administradores y gerentes.
- Se dispusieron medidas relativas a la constitución de una garantía real a favor del Banco Central del Uruguay por las eventuales obligaciones que pudieran asumir las administradoras de este tipo de inversiones con este Banco o con terceros en el ejercicio de su actividad.
- Se incorporó en el registro de accionistas el requerimiento de informar la cadena de accionistas hasta llegar al sujeto de derecho que ejerce el efectivo control del grupo, prohibiendo que en dicha cadena existan sociedades cuyas acciones sean al portador y transferibles por la simple entrega.

En lo que hace a la valoración de activos, fijación de precios y reembolso de participación, para los valores en que se han invertido los Fondos de Inversión:

- Se dispuso la aplicación, de los criterios de valuación establecidos por el Banco Central del Uruguay en su vector de precios, tanto para los valores públicos como privados locales. Así como la utilización de las cotizaciones informadas por agencias reconocidas internacionalmente para los valores públicos y privados del exterior.
- Se estableció la prohibición de excluir valores del Fondo de Inversión, los que deberán permanecer en estado de indivisión durante todo el plazo de existencia del Fondo.

- Se han especificado aspectos referentes a la determinación y modificación de criterios en cuanto a la política de inversiones planteando límites de inversión por emisor en distintas categorías.

En cuanto a la temática referente a difusión de información a los inversores, se han mejorado los requerimientos sobre la información contable y de gestión a presentar y el régimen de excepciones en el caso de administradoras sin fondos en actividad.

Asimismo, se ha fomentado una más amplia información al mercado dando mayor realce a la comunicación de hechos relevantes, a cuyos efectos se delegó en la División Mercado de Valores y Control de AFAP la publicidad de todo hecho o situación relevante, con independencia de la fuente por la cual se haya tenido conocimiento de los mismos. Entre tales eventos, se comenzó la difusión de las de medidas disciplinarias adoptadas en la medida que las mismas son hechos de tal naturaleza.

En este marco también se efectuó una revisión de la normativa referente a prevención del uso de las administradoras para la legitimación de activos provenientes de actividades delictivas, disponiéndose la actualización de la misma.

Como corolario a estos desarrollos normativos, se ha modificado el régimen sancionatorio aplicable en caso de constatación de incumplimientos a la normativa vigente.

Las situaciones derivadas de la liquidación de este tipo de instituciones de inversión colectiva no cuentan con legislación específica, por lo que le son aplicables las normas generales del derecho, siendo un aspecto a considerar a efectos de delimitar claramente responsabilidades.

Con relación a los Fideicomisos, dada su reciente promulgación, se ha desarrollado una batería normativa completa que abarca los requisitos de registro, inscripción de fiduciarios y fideicomisos de oferta pública, requisitos de información y sanciones.

La regulación respecto a Instituciones de Inversión Colectiva tiende a los estándares internacionales, no obstante es responsabilidad de quienes gestionan estos instrumentos el desarrollo de un mercado sano y transparente.

## 6. NORMAS EMITIDAS EN EL TRIMESTRE

### CIRCULARES

Número	Fecha	Tema
1925	03/01/2005	Mercado de Valores – Fideicomisos Financieros. Inscripción Obligatoria en los Prospectos. Modificación.
1927	03/01/2005	Mercado de Valores – Infracciones y Sanciones. Modificación.

### COMUNICACIONES

Número	Fecha	Tema
2005/001	04/01/2005	Registro de Valores - Boston Fondos Administradora de Fondos de Inversión S.A. - Cancelación de la inscripción de sus fondos " 1784 - Solidez Fondo de Inversión" y " 1784 - Dinámico Fondo de Inversión ".
2005/004	05/01/2005	Registro de Valores - Juan Durán - Cancelación de su inscripción en la Sección Bolsa de Valores e Intermediarios.
2005/008	10/01/2005	Registro de Valores - Lafenor S.A. (en proceso de cambio de nombre a Galval Agente de Valores S.A.) - Su inscripción provisoria como agente de valores.
2005/014	13/01/2005	Registro de Valores - Pedro Macció y Cía - Cancelación de su inscripción en el Registro de Valores.
2005/015	13/01/2005	Registro de Valores - ABIATAR S.A. - Cancelación de su inscripción en el Registro de Valores.
2005/021	19/01/2005	Mercado de Valores-Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Uruguay S.A.- Su inscripción como Fiduciario Profesional.
2005/034	31/01/2005	Registro de Valores - Red Innova-Agritech 1 Fondo de Inversión Cerrado Agropecuario - Carácter definitivo de su inscripción en la Sección Fondos de Inversión.
2005/036	02/02/2005	Mercado de Valores - FIBRATEX S.A. - Suspensión de la cotización de sus valores.
2005/042	04/02/2005	Mercado de Valores - FIBRATEX S.A. - Cese de la suspensión de cotización de sus valores.
2005/043	04/02/2005	GALVAL AGENTE DE VALORES S.A. (antes LAFENOR S.A.) - Carácter definitivo de su inscripción en la Sección Agente de Valores.
2005/044	09/02/2005	Personas Físicas y Jurídicas supervisadas por el Banco Central del Uruguay - Formulario " REPORTE DE OPERACIONES SOSPECHOSAS - Ley N° 17.835 de 23 de setiembre de 2004."
2005/050	16/02/2005	Registro de Valores - Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión - Su inscripción como Administradora de Fondos de

Inversión y Fiduciario Profesional.

2005/055	17/02/2005	Registro de Valores S.A. - Cartera de Valores S.A. - Su inscripción como Agente de Valores.
2005/059	24/02/2005	Registro de Valores - Categorías de calificaciones de riesgo.
2005/064	25/02/2005	Registro de Valores - GRALADO S.A. - Inscripción de sus acciones.
2005/072	14/03/2005	Registro de Valores - Global Wealth Management S.A. - Su inscripción como Agente de Valores.
2005/073	14/03/2005	Registro de Valores - Swiss Caledonia Group Management S.A. ( antes Cabinteeel S.A. ) - Carácter definitivo de su inscripción en la Sección Agente de Valores.
2005/074	16/03/2005	Registro de Valores - Yodson Trading S.A. - Su inscripción como Agente de Valores.
2005/077	18/03/2005	Registro de Valores - Axióon Sociedad de Bolsa S.A. - Su inscripción como Intermediario de Valores.
2005/078	18/03/2005	Registro de Valores - Openworld Sociedad de Bolsa S.A. - Su inscripción como Intermediario de Valores.
2005/082	22/03/2005	Mercado de Valores- EF ASSETT MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. Sanción por incumplimiento a las normas que regulan la oferta pública de valores.
2005/089	31/03/2005	Mercado de Valores - Bolsa de Valores de Montevideo. Sanción por incumplimiento de su Reglamento Operativo.
2005/092	01/04/2005	Registro de Valores – Ficus Capital Sociedad de Bolsa S.A. – Su inscripción como Intermediario de Valores
2005/093	01/04/2005	Mercado de Valores – Banco ACAC S.A. - Su inscripción como Fiduciario Profesional.
2005/105	28/04/2005	Mercado de Valores – Intermediarios de Valores – Registro de Operaciones – Modificación
2005/108	05/05/2005	Mercado de Valores – Compañía Salus S.A. – Suspensión de la cotización de sus valores
2005/109	05/05/2005	Mercado de Valores – Tonosol S.A. – Suspensión de la cotización de sus valores
2005/110	05/05/2005	Mercado de Valores – Montevideo Refrescos S.A. – Suspensión de la cotización de sus valores
2005/113	09/05/2005	Mercado de Valores - Tonosol S.A. – Cese de la suspensión de la cotización de sus valores
2005/115	11/05/2005	Mercado de Valores – Compañía Salus S.A. - Cese de la suspensión de la cotización de sus valores
2005/116	12/05/2005	Mercado de Valores – Montevideo Refrescos S.A. - Cese de la suspensión de la cotización de sus valores
2005/121	17/05/2005	Registro de Valores – Diego Pozzi – Cancelación de su inscripción como Intermediario de Valores

2005/122	17/05/2005	Registro de Valores – Lespol S.A. – Cancelación de su inscripción como Agente de Valores
2005/126	23/05/2005	Mercado de Valores – EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. – Su inscripción como Fiduciario Profesional, Sección Fiduciarios Generales
2005/131	31/05/2005	Registro de Valores – Nelson Gabriel Correa Falfaro – Su inscripción como Corredor de Bolsa
2005/140	14/06/2005	Registro de Valores – Primera Calificadora Uruguay – PCU Calificadora de Riesgo S.A. – Fin de la suspensión de actividades
2005/143	21/06/2005	Registro de Valores – Helios Investments Consultants S.A. - Su inscripción como Agente de Valores
2005/146	24/06/2005	Registro de Valores - Inscripción de valores soberanos de la República Argentina
2005/147	24/06/2005	Registro de Valores – “Fideicomiso Financiero Ampliación Bvar. Batlle y Ordóñez” - Su inscripción, la del Programa de sus títulos de deuda y de la Primera Serie del mismo.-



## 7. SANCIONES

**Nombre:** CITRÍCOLA SALTEÑA S.A.  
**Fecha:** 26/01/05  
**Asunto:** Incumplimiento en la presentación de información anual correspondiente al ejercicio finalizado el 31/12/2003.  
**Sanción:** Observación.

**Nombre:** COMPAÑÍA ADMINISTRADORA DE RECUPERACIÓN DE ACTIVOS AFISA  
**Fecha:** 02/02/05  
**Asunto:** Presentación fuera de plazo de los contratos de prestación de servicios celebrados con empresas subcontratadas.  
**Sanción:** Observación.

**Nombre:** BANCO CMF S.A.  
**Fecha:** 09/03/05  
**Asunto:** Presentación fuera de plazo de información periódica.  
**Sanción:** Observación.

**Nombre:** BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO  
**Fecha:** 09/03/05  
**Asunto:** Incumplimiento de su Reglamento Operativo, en relación con la venta de Bonos Externos.  
**Sanción:** Multa.

**Nombre:** EF ASSET MANAGEMENT AFISA  
**Fecha:** 09/03/05  
**Asunto:** Incumplimiento de disposiciones legales relativas a la oferta pública de valores.  
**Sanción:** Observación.

**Nombre:** TONOSOL S.A.  
**Fecha:** 09/03/05  
**Asunto:** Tránsito de disposiciones referentes a la presentación de información periódica.  
**Sanción:** Observación.

**Nombre:** THESIS URUGUAY S.A.

**Fecha:** 04/05/05

**Asunto:** Incumplimiento de disposiciones normativas referentes a personal superior.

**Sanción:** Observación.