

CUADRO COMENTARIOS PROYECTO NORMATIVO AFAP - LÍMITES DE INVERSIÓN INSTRUMENTOS LITERAL B) LEY 16.713 Y MODIFICATIVAS (*)

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
COMENTARIOS GENERALES	NUEVOS INSTRUMENTOS (Art. 59.1 RNCFP)	Nobilis Corredor de Bolsa	Ven positiva la incorporación de este artículo, dado que permite ampliar los instrumentos en que pueden invertir las AFAP. Entiende que las AFAPs ahora pueden invertir en FF de oferta privada que, en tal carácter, no están listados en ninguna bolsa ni tienen calificación de riesgo.	En reunión mantenida se aclaró el error de interpretación: no se trata de que las AFAP puedan invertir en FF de oferta privada; los FF siguen siendo de oferta pública. Con este artículo se recogió la modificación legal que establece que los FF pueden estar constituidos por valores de oferta privada.
		BVM	Considera positivo la ampliación de instrumentos.	
		BEVSA	Valora como muy positivo los cambios propuestos, por cuanto implica expandir la oferta de instrumentos financieros que puedan ser ofrecidos en el mercado en general y a las AFAP en particular.	Los comentarios están en sintonía con la propuesta normativa.
		A. Estrada - Presidente de la CPMV	Considera un acierto dotar de mayores libertades en lo que respecta a posibilidades de inversión por parte de las AFAP, a modo de fomentar el desarrollo del mercado. Este tipo de inversiones favorecen el acercamiento de empresas, en particular PyMEs, al mercado de valores, para obtener financiamiento no tradicional, el cual puede estar ciertamente limitado para ese tipo de emisores.	
		SURA AFAP	* Entiende que podría existir cierta inconsistencia en la divulgación de información, dado que los valores de oferta privada -por su propia definición- están exentos de presentar información que sí se exige para los valores de oferta pública. * Dado que para los FF no se establecen limitaciones a su concentración (como sí lo marca la RNMV para los fondos de inversión abiertos - arts. 158, 159 y 160), con la redacción propuesta un FF de oferta pública podría estar constituido en su totalidad por un activo subyacente de oferta privada. En este sentido, resultaría una inversión indirecta en activos de oferta privada, cuando la inversión directa está prohibida. PROPONE: establecer ciertos límites (similares a los dispuestos en los artículos referidos) a la tenencia de valores de oferta privada dentro de FF de oferta pública, con el fin de evitar el uso indebido de la normativa como medio para eximir la divulgación de información, entre otros requerimientos.	El comentario recogería el principio según el cual no puede hacerse en forma indirecta aquello que tampoco puede realizarse de manera directa. No obstante, los cambios legales introducidos por el artículo 766 de la Ley N° 19.924 establecen que los FF en cuyos certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de oferta pública en los que inviertan los SFA pueden estar constituidos por cualquier tipo de bienes radicados en el país, así como por valores emitidos por empresas uruguayas en régimen de oferta pública o privada. La propuesta de establecer límites a la tenencia de valores de oferta privada que integren el FF está contemplada en el art 79.3.1.
	CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO	Ferrere	* Mercado de valores prácticamente inexistente. * Participantes por excelencia: AFAP (inversores minoristas casi no participan, BSE con participación menor; bancos u otros inversores institucionales tampoco participan). * Si las AFAP no participan en una emisión, es prácticamente imposible para las empresas o proyectos poder conseguir financiamiento a través del mercado de valores. * Es extremadamente difícil que las 3 AFAP coincidan en su interés con relación a un producto, en tiempos razonables para las necesidades de financiamiento. * Situación se agrava cuando se trata de financiamientos estructurados complejos.	
		Gletir Corredor de Bolsa	El mercado de capitales uruguayo, y de emisiones de oferta pública particularmente, no se encuentra aún lo suficientemente desarrollado como para imponer ni ampliar restricciones de inversión a los inversores institucionales.	
		SURA AFAP	* A partir de la fijación del 70% se registraron 25 emisiones por un total equivalente a USD 1.004; y las mismas se distribuyeron de forma heterogénea entre los SFA de las AFAP. Previo a la entrada en vigencia de dicho límite se registraron 29 emisiones, por lo que entiende que el límite no ha restringido la capacidad de volcar los recursos del SFA en esta clase de activos ni ha limitado el lanzamiento al mercado de distintos proyectos. Durante el 2020 fueron presentadas a SURA 9 ideas de inversión, en el 2021 fueron 16 y 5 en el 2022. * Algunas ideas presentadas tuvieron un carácter exótico (ej: segregación de activos físicos de los flujos de fondos que éstos generan) y muchas de ellas o bien no cumplieron con los requisitos internos mínimos exigidos o no obtuvieron la autorización del regulador. * Se ha notado una mayor competencia de otros inversores y de entes de intermediación financiera en la asignación de recursos en estructuradas de carácter privado, motivadas por una constante caída de las tasas de interés y por la demanda de inversores locales e internacionales de activos reales, que suelen ser considerados como refugio frente a una inflación mundial creciente. * La mitad de las ideas presentadas a SURA se convirtieron en una emisión pública, la mayoría de las cuales no prosperaron, sea por no ajustarse a los requerimientos de inversión, por la falta de interés del estructurador o del emisor en continuar con el proceso de registro/autorización/emisión en el mercado o porque no cumplieron con algunas de las exigencias para ser autorizados a emitir.	Los comentarios reflejan las opiniones de los supervisados sobre determinados aspectos de la realidad del mercado de valores uruguayo.
	Ferrere	El impacto será menor si la propuesta se comienza a aplicar en plazos más largos que permitan, en el ínterin, el eventual desarrollo del mercado.	Si bien se consideró en su momento que los plazos fijados ya habían contemplado el aspecto señalado en el comentario, dado que se ha decidido mantener sin modificaciones los artículos cuyos límites y definición se pretendía modificar, se entiende que el mismo queda sin efecto.	

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
	VIGENCIA	A. Estrada	Se entiende que la Disposición Transitoria no implica la readecuación de la tenencia, habiendo entrado en vigencia la normativa. Es decir, si una AFAP invirtiera en una ON adquiriendo el 70% de la emisión entre la fecha de puesta en vigencia de la presente normativa y el 01.01.2024 (fecha en que empieza a correr el límite máximo del 60%), significa que el inversor no deberá readecuar su inversión (originalmente del 70% de la emisión) al nuevo límite del 60%.	A efectos de clarificar el aspecto consultado, se señala que la normativa puesta a consulta pública consignaba una vigencia a partir del 01.01.2024. Por tanto, en el caso del ejemplo del consultante, aquellas inversiones realizadas con anterioridad a dicha fecha que superaren el 60% no serían consideradas un exceso al límite. No obstante, del análisis en profundidad de los comentarios recibidos sobre la disminución de los límites de inversión por emisión, se entendió pertinente mantener los límites actualmente vigentes, aspecto que se detalla más adelante.
		RAFAP	* Desde la entrada en vigencia del actual límite (70%) ha pasado poco tiempo y una parte estuvo afectado por la pandemia. Los volúmenes emitidos han sido inferiores a los años previos (presenta un gráfico que muestra -en mill de USD- el monto emitido en proyectos privados afeables). Por tanto entiende que este nuevo cambio se posponga hasta tener más información para evaluar las consecuencias del anterior. * Está en proceso una reforma previsional que seguramente traerá cambios en la estructuración de los FAP y las posibilidades de inversión, por lo cual entiende que sería mejor esperar a contar con dicha normativa para ajustar estas regulaciones.	En cuanto a postergar los cambios normativos propuestos en el proyecto de forma de evaluar las consecuencias del cambio operado en el año 2019 (y vigente a partir del 01.06.2020), el aspecto señalado en el comentario fue oportunamente valorado y considerado al momento de elaborar la propuesta normativa. Con respecto a diferir la aplicación de dichos cambios hasta tanto se defina la reforma previsional que se encuentra en proceso, no se considera de recibo. Una vez ésta se concrete, se procederá a ajustar la normativa en consecuencia.
		Unión Capital AFAP	* En función de la regulación de la región (4% en México, 7% para Chile, 10% para Colombia y 12% para Perú), propone mantener el tope actual del 10%. Considera que aumentar dicho límite no contribuye al desarrollo del mercado, dado que fomenta la concentración de propiedad de compañías con oferta pública en manos de las AFAP, impactando negativamente en la amplitud y profundidad del mercado. * Expresa que en la regulación comparada no existe justificación para limitar los derechos de control y considera que esto no representa un riesgo. * Entiende que, ante la eventualidad de un tercer Subfondo que también pueda invertir en acciones, el límite debiera considerar las posiciones de la AFAP en todos los Subfondos que lo tengan permitido. PROPONE: el siguiente texto del artículo: "El Fondo de Ahorro Previsional podrá poseer en su cartera hasta el equivalente al 10% del total de las acciones emitidas (ordinarias, preferidas o de goce) por una sociedad anónima uruguaya" . En caso de mantener la propuesta de aumentar el límite al 20%, que su entrada en vigencia sea progresiva y esté en línea con la entrada en vigor de los límites correspondientes a ONs, FIC y FF.	Dado que la normativa propuesta establece condiciones adicionales al porcentaje sugerido, indicando que no pueden configurarse control o influencia significativa de acuerdo con lo establecido en las normas contables adecuadas para sociedades comerciales, se considera adecuado mantener el 20% propuesto. En cuanto a la incidencia de un eventual tercer Subfondo, a la fecha no se considera necesario modificar la redacción propuesta. En el caso de introducirse posteriormente cambios legales en la composición del FAP, se procederá a ajustar toda la normativa en consecuencia. En lo que refiere a una entrada en vigor progresiva, se desestima.
		Nobilis Corredor de Bolsa	Se manifiesta de acuerdo con el aumento del límite y lo ve positivo. Considera que es un instrumento financiero cuyo porcentaje debería continuar aumentando con el tiempo, dando mayor libertad a los administradores del fondo de pensión e inversores institucionales de forma de permitir el desarrollo del mercado de capitales.	Los comentarios están en sintonía con la propuesta normativa.
		BVM	Considera positivo el incremento en la participación de acciones de las sociedades anónimas con cotización bursátil.	
		BEVSA	Valora como muy positivo los cambios propuestos, por cuanto implica expandir la oferta de instrumentos financieros que puedan ser ofrecidos en el mercado en general y a las AFAP en particular.	

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
	ACCIONES (Art. 60 RNCFP)	A. Estrada - Presidente de la CPMV	<p>Considera oportuno ampliar el límite al 20%; la mayor libertad de acción y decisión en manos de inversores institucionales contribuye al desarrollo del mercado en una instancia prematura como la que se encuentra el mercado local uruguayo. Las AFAP son inversores profesionales y calificados y como tales conocen y están capacitadas para analizar por sí mismas los riesgos que asumen en sus inversiones financieras. Darles mayor libertad de acción ampliando el límite contribuirá al rendimiento de los fondos previsionales, como así también al desarrollo de un mercado secundario, hoy prácticamente inexistente.</p> <p>PROPONE: que este límite sea considerado únicamente para acciones con derecho a voto. De esta forma se podría desarrollar un mercado de acciones preferidas (siempre que sean sin derecho a voto ni a nombrar miembros en los órganos de gobierno corporativo), en las cuales las AFAPs pudieran invertir, sin alterar su responsabilidad fiduciaria ni permitir injerencia significativa sobre el funcionamiento y administración de la empresa en cuestión.</p>	<p>El comentario es favorable con respecto a la propuesta de aumento del límite al 20%.</p> <p>No obstante, en lo que refiere a establecer que el porcentaje se compute exclusivamente con respecto a las acciones con derecho a voto, el tema fue oportunamente analizado y se consideró que las acciones sin derecho a voto involucran riesgos similares a aquéllos que representan las acciones con derecho a voto. Según nuestra legislación, además de los derechos que confieren las acciones ordinarias, las acciones preferidas pueden tener determinados derechos adicionales que pueden ser acumulables. Entre ellos, la posibilidad de elegir determinado número de directores, aspecto que podría tener incidencia en las decisiones de la sociedad y configurarse control o influencia significativa. Asimismo, del análisis de la normativa comparada, se observa que en los países consultados el límite aplica a ambos tipos de acciones. En consecuencia, y habiéndose considerado los aspectos previamente señalados, se desestima el comentario.</p>
		SURA AFAP	<p>* No comparte el aumento del límite dado que fomenta aún más la concentración de propiedad de compañías con oferta pública en manos de los FAP, impactando negativamente en la amplitud y la profundidad del mercado. Además, el actual límite se encuentra en línea con lo que rige para los fondos de pensión de la región (rango entre 4% y 12% del total del capital social, para acciones con y sin derecho a voto). Sin embargo:</p> <p>PROPONE:</p> <p>A) que dicho límite sea ampliado en el caso de empresas cerradas y de configurarse una inversión a través de un vehículo de inversión colectivo, en las cuales un gestor o un fiduciario competente tomaran las decisiones de inversión y desinversión en las sociedades anónimas cerradas.</p> <p>B) que se defina una gradualidad, de forma de ir acompañando la mayor laxitud del límite de inversión en forma directa con la reducción de la concentración en la inversión del resto de los activos pasibles de inversión en el Literal B.</p> <p>C) que el límite del 20% aplique al total de la inversión en acciones de una misma sociedad y de su conjunto económico, a través de los distintos mecanismos de inversión posibles (directa o indirectamente a través de un vehículo de inversión).</p> <p>* El límite actual no distingue los casos de inversión indirecta en acciones (a excepción del artículo 79.3.1, en el cual se establece una situación particular donde el límite no aplicaría).</p> <p>PROPONE:</p> <p>A1) cuando la inversión en acciones se realiza a través de un FF o fondo de inversión, comprando participaciones de sociedades con el objetivo de cumplir con el plan de negocios estipulado y su política de inversiones, sería adecuado ampliar el límite al 20% en la medida que el riesgo se encuentra debidamente diversificado y la inversión no se aparta de los lineamientos establecidos en la emisión del vehículo.</p> <p>B1) cuando la tenencia indirecta de acciones se define a través de fondos -fideicomisos- de capital privado (<i>Private Equity</i>) adecuadamente diversificados y bajo la administración de un gestor profesional, dado que este tipo de fondos compran el paquete mayoritario (como forma de obtener el control total) de varias empresas con el fin de realizar una transformación en las mismas y luego venderlas, entiende que en estas circunstancias este límite del 20% no debería aplicarse.</p> <p>Como forma de mitigar los riesgos y para poder acceder a este tipo de activos que actualmente no existen en régimen de oferta pública, para admitir una inversión mayoritaria en el capital social deberían cumplirse las siguientes condiciones:</p> <p>i. las acciones y los valores emitidos o garantizados por una misma sociedad o su grupo económico no podrán representar más del 20% del fondo (fideicomiso), para que el mismo cuente con una adecuada diversificación de su patrimonio;</p> <p>ii. esta clase de vehículo de inversión no podrá contraer pasivos que en su conjunto superen el 50% del patrimonio del fondo;</p> <p>iii. no se podrá invertir en acciones o valores garantizados por la sociedad que los administra o por algún integrante de su conjunto económico;</p> <p>iv. el fondo (fideicomiso) será administrado por un administrador o por un gestor profesional con reconocida trayectoria, que también sea co-inversor del fondo, a efectos de asegurar una correcta alineación de intereses con los cuotapartistas (beneficiarios) del fondo (fideicomiso).</p>	<p>Con respecto al comentario A), dado que la normativa propuesta establece condiciones adicionales al porcentaje sugerido, indicando que no puede configurarse control o influencia significativa de acuerdo con lo establecido en las normas contables adecuadas para sociedades comerciales, se considera adecuado mantener el 20% propuesto.</p> <p>En lo que refiere a una entrada en vigor progresiva del aumento del límite expresada en el comentario B), se valora no necesario.</p> <p>En relación con el comentario C) que sugiere incluir dentro del límite de inversión en acciones al conjunto económico que integra la empresa, se señala que el conjunto económico está considerado en el límite por emisor establecido en el artículo 77 de la RNCFP, por lo cual se desestima el mismo.</p> <p>En lo referido a la inversión en acciones por vía directa o indirecta (comentario A1), tal extremo fue oportunamente analizado y se entiende que el límite es de aplicación en ambos casos. No obstante, cabe señalar que esta distinción no se realiza en ningún otro artículo de la RNCFP, por lo cual no se entiende necesario modificar la propuesta elaborada.</p> <p>En tanto, vinculado con el comentario B1) de eximir del límite del 20% a la tenencia indirecta de acciones a través de fondos -fideicomisos- de capital privado (<i>Private Equity</i>) se considera que, por el momento y ante la inexistencia de este tipo de fideicomisos, el único caso en el cual no corresponde aplicar el citado límite es para las sociedades instrumentales.</p>

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
LÍMITES DE INVERSIÓN		Unión Capital AFAP	<p>* Comparte la propuesta normativa dado que, en la región (Colombia máx. 50% para fondos de inversión privados; México 35% para FIBRAS y 50% para Estructurados, Chile entre 35% y 50% según el instrumento), los topes varían entre un 35% y un 50%.</p> <p>* Entiende que la reducción del límite de 70% a 50% contribuirá sustancialmente a mejorar los términos y condiciones de los instrumentos emitidos (balance riesgo/retorno, gobierno corporativo y porcentaje de coinversión, entre otros), en línea con el mejor interés de sus afiliados.</p>	Si bien el comentario es favorable a la propuesta, del análisis en profundidad de los restantes comentarios recibidos, aunado al interés de lograr una mejor valuación de los instrumentos en los cuales invierten las AFAP fomentando la generación de un mercado secundario, se entendió pertinente mantener los límites actualmente vigentes para ON, cuotas partes de FIC y valores de oferta pública emitidos por un mismo FF, así como la definición del tramo minorista en base a los montos ofrecidos, y explorar mecanismos alternativos de mercado que permitan alcanzar los objetivos buscados. Tales mecanismos serán analizados a la brevedad e incluidos en los Planes de Regulación.
		Nobilis Corredor de Bolsa	<p>Con carácter general para todos los límites incluidos en el proyecto normativo, manifiesta que regular las participaciones de cada uno en el mercado, poniendo límites implica reducir las libertades de los administradores sin tener en cuenta el tamaño de cada AFAP en el mercado.</p> <p>* La propuesta complejiza el proceso de emisión. En los últimos años, el acceso de las empresas al crédito bancario se ha facilitado (sobre todo para operaciones "plain vanilla"), los bancos están cada vez más competitivos en plazos largos, moneda local e incluso están incursionando en estructuraciones vía fideicomisos. Por su parte, el proceso de estructuración de emisiones de oferta pública requiere tiempos y procesos burocráticos bastante más prolongados que la aprobación de un crédito bancario (la experiencia muestra que el tiempo que transcurre desde la firma de un mandato de estructuración hasta la concreción de la emisión es de entre 9 y 18 meses). Ante esta realidad, las empresas recurren al mercado de capitales únicamente cuando no encuentran receptividad en el sistema bancario. Por ende, las transacciones que se plantean son - básicamente - operaciones de project finance, financiamientos con cierta complejidad para la estructuración de garantías, plazos muy largos y monedas como UI o UP.</p> <p>* Se debilita a los emisores a la hora de las negociaciones, ya que lograr consenso entre todos los inversores institucionales es un arte muy difícil.</p> <p>* Se desalienta a las AFAP a liderar la emisión, analizarla, incurrir en tiempo y dinero para llevarla adelante. Se pretende que la empresa emisora y el estructurador logren los consensos que, por su naturaleza, son diferentes, ya sea por su participación relativa en el mercado, por su apetito al riesgo, por las inversiones actuales en cartera, etc.</p> <p>* Entiende que, si los límites se ponen para evitar concentración de riesgos, en el caso de FIC los mismos no serían necesarios, dado que se supone que el fondo en su portafolio ya tiene una diversificación, con lo cual invertir vía un fondo podría representar límites mayores que hacerlo en un activo individual.</p> <p>* El límite no debería aplicar si el fondo en su reglamento ya asegura que no existirá ninguna concentración mayor al 50% en su portafolio.</p> <p>* En el caso de FF un factor muy importante ha sido la coinversión del grupo sponsor. La experiencia muestra que es muy difícil compatibilizar criterios en el porcentaje de coinversión solicitado por las AFAP y, en general, también termina definiéndose como "deal braker". Este tipo de operaciones son por montos muy importantes, con lo cual el porcentaje de coinversión exigido es muy sensible al éxito de la transacción.</p>	<p>Tal como se señaló precedentemente, del análisis en profundidad de los restantes comentarios recibidos, aunado al interés de lograr una mejor valuación de los instrumentos en los cuales invierten las AFAP fomentando la generación de un mercado secundario, se entendió pertinente mantener los límites actualmente vigentes para ON, cuotas partes de FIC y valores de oferta pública emitidos por un mismo FF, así como la definición del tramo minorista en base a los montos ofrecidos, y explorar mecanismos alternativos de mercado que permitan alcanzar los objetivos buscados. Tales mecanismos serán analizados a la brevedad e incluidos en los Planes de Regulación.</p> <p>En lo que refiere al límite establecido para los FIC, se señala que el comentario de Nobilis no se refiere expresamente a la reducción del mismo sino que cuestiona la pertinencia de la existencia de dicho límite. Al respecto cabe indicar que los objetivos de los límites de emisión ya han sido previamente señalados. En cuanto al comentario vertido con respecto al porcentaje de coinversión del grupo sponsor en FF, se considera que el mismo excede los cometidos de este proyecto.</p>
		REPÚBLICA AFISA	<p>* Manifiesta que el límite actual parece adecuado; disminuirlo en casi un 30% parece arriesgado ya que podría no asegurarse con el nuevo límite la concreción de emisiones para proyectos importantes y de largo plazo, así como demás productos típicos para inversión de actores institucionales.</p> <p>* Dada la existencia de solamente cuatro Fondos de Pensión, aun considerando también una Aseguradora como un actor que viene participando con intensidad en ese segmento, el tope del 50% para cada subfondo por producto podría llevar a que si la principal administradora participa hasta dicho tope, las otras tres y la Aseguradora podrían no completar el resto de la emisión o bien ésta podría llegar a completarse a precios altos, desusados, por recibirse una cantidad de ofertas muy ajustada a los montos a adjudicar que implique tomar todas las ofertas, dejando de existir las ofertas que habitualmente quedan fuera por precio. Esto puede disminuir la competencia entre fondos, encareciéndose las emisiones y en definitiva el financiamiento de los proyectos.</p>	
		BVM	<p>Entiende conveniente la reducción de los porcentajes de inversión, máxime que el efecto de la norma comenzará a regir a partir del 01/01/2024. No obstante, si en ese período el mercado no lograra adaptarse, manifiesta que podrían generarse situaciones que no permitan la emisión de ciertos tipos de instrumentos. En tal sentido, considera que el período transcurrido entre la aprobación de la norma y su entrada en vigencia sea - efectivamente - un período de adaptación de los actores del mercado.</p>	Si bien el comentario es favorable a la propuesta, se reiteran los comentarios realizados respecto a la decisión de mantener los límites y definiciones vigentes, y a explorar mecanismos de mercado alternativos a la reducción de los mismos.

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA/ CONSULTA	
		A. Estrada - Presidente de la CPMV	<p>* Considera oportuno reducir el límite máximo, sin embargo entiende que no es el momento para hacerlo, incluso considerando el plazo de puesta en vigencia de la reducción prevista, el cual entiende es demasiado acotado.</p> <p>* Medida que no fomenta el desarrollo de un mercado secundario. Por el contrario, el monto permitido para invertir - al ser menor por AFAP - se mantendrá en cartera, e incluso imposibilita la participación en el mercado secundario por ser menor el límite de tenencia.</p> <p>* Reducir el monto permitido requiere de un mayor número de inversores institucionales, que hoy el mercado local no tiene, para suplir esa demanda que no estará disponible por adecuarse a la normativa. Entiende necesario dar tiempo al mercado a que crezca, tanto en cantidad y tamaño, de otro tipo de inversores institucionales. Este límite fue recientemente reducido (julio 2020 de 100% a 70%) y parece prematuro volver a reducirlo en tan corto plazo, independientemente de las disposiciones transitorias, que de hecho se considera de muy corto plazo.</p> <p>* En las condiciones actuales del mercado el nuevo límite obliga a los estructuradores a una presentación y negociación previa a la colocación con varios "sponsors", lo que dificulta la estructuración y posible emisión. Esta situación solo perjudica al emisor, tanto en tiempos como posiblemente en costos de emisión.</p> <p>* Dada la preocupación, compartida tanto por el BCU como por el MEF, desde la CPMV se han elevado propuestas e iniciativas para el desarrollo de la industria de fondos de inversión. Imposibilitar la mayor participación de las AFAP en el nacimiento de éstos solo contribuirá a que el surgimiento y desarrollo de la industria sea aún más lento.</p> <p>* No se visualiza que esta medida colabore al desarrollo de la industria de fondos, considerando además la prácticamente inexistencia de éstos, siendo abiertos o cerrados.</p> <p>PROPONE: A) ampliar el plazo de entrada en vigencia dotando de tiempo suficiente para que el mercado logre mayor profundidad y desarrollo, sobretudo en cantidad de inversores institucionales. B) obligatoriedad, en un determinado plazo, a una respuesta por parte de los inversores institucionales interesados. Vencido ese plazo, el límite autorizado debería automáticamente ampliarse para todos aquellos que mostraron interés en tiempo y forma.</p> <p>SE PREGUNTA: ¿Cómo se salva un exceso en el límite establecido? ¿Será obligación de la AFAP vender el excedente, en un mercado ilíquido y con pocos partícipes? ¿En un mercado que sabrá que está excedido? El resultado de esta situación es un impacto inmediato en el precio del activo (a la baja), lo que solo genera un perjuicio, no solo a los afiliados de la correspondiente AFAP, sino también para todos los inversores que hayan invertido en el activo.</p> <p>O bien, ¿se salvará el eventual exceso en una asignación menor que se ajuste al límite establecido? Si así fuere el caso, y dada la estructura del mercado actual y los pocos jugadores institucionales (la no presencia de compañías de seguros, bancos, fondos de inversión, inversores internacionales, etc.) puede que implique una emisión muy inferior a la deseada por el emisor, y posiblemente a un mayor costo para éste, y en consecuencia, incluso, peligre la colocación en sí misma.</p>	<p>En cuanto al comentario A) de postergar los cambios normativos propuestos en el proyecto de forma de evaluar las consecuencias del cambio operado en el año 2019 (y vigente a partir del 01.06.2020), el aspecto señalado en el comentario ya ha sido valorado oportunamente, desestimándose.</p> <p>Con relación al comentario B) de establecer la obligatoriedad que los inversores institucionales interesados den respuesta en determinado plazo, el mismo no es de recibo porque no corresponde al supervisor establecer esta clase de requerimientos a los inversores. Sobre que, vencido el citado plazo, el límite autorizado se amplíe automáticamente para todos aquellos inversores que hayan mostrado interés en tiempo y forma, tampoco se entiende conveniente ya que esta condición no contribuiría al propósito de lograr que el emisor y los estructuradores definan términos y condiciones que sean atractivos para la mayor cantidad posible de inversores. No obstante, se reiteran los comentarios realizados respecto a la decisión de mantener los límites y definiciones vigentes, y a explorar mecanismos de mercado alternativos a la reducción de los mismos.</p> <p>Con respecto a las inquietudes vinculadas al cumplimiento de todos los límites, se señala que esta tarea es resorte de los niveles gerenciales correspondientes de cada AFAP. Asimismo, el incumplimiento de los límites se valorará conforme a las normas sancionatorias correspondientes, contenidas en la RNCFP.</p>
	OBLIGACIONES NEGOCIABLES (Art. 79.1 RNCFP)			
	CUOTAPARTES FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS (Art. 79.2 RNCFP)		<p>* La reducción paulatina de los límites se entiende adecuada, en tanto apunta a la generación de una base de inversores más amplia a la determinada por los SFA administrados por las AFAP y permitirá seguir contribuyendo a la dinamización del mercado de valores.</p> <p>* Al requerir mayor cantidad de participantes, es esperable que se haga mayor énfasis en la calidad de los productos ofrecidos.</p> <p>* Con la reducción de los límites se lograría que ningún inversor tenga la participación mayoritaria en una emisión o serie, aspecto que evidenciamos también en otras jurisdicciones.</p>	<p>Si bien el comentario es favorable a la propuesta, se reiteran los comentarios realizados respecto a la decisión de mantener los límites y definiciones vigentes, y a explorar mecanismos de mercado alternativos a la reducción de los mismos.</p>
	FIDEICOMISOS FINANCIEROS (Art. 79.3 RNCFP)	SURA AFAP	<p>PROPONE: impulsar el contenido y alcance de la información relativa a cada potencial proyecto con la antelación necesaria para el correcto análisis y conocimiento, de modo de alcanzar a un mayor número de inversores, así como el otorgamiento de un mayor plazo al período de suscripción.</p>	<p>Con respecto a su propuesta de contar con más plazo para el correcto análisis y conocimiento de los proyectos, se señala que la participación de los inversores en la estructuración de una emisión es de interés del emisor y de los estructuradores, quienes deben contactarlos en instancias más tempranas de la emisión a efectos de definir los términos y condiciones que resulten atractivos a todos los posibles participantes. Pero este aspecto no es resorte del Supervisor.</p> <p>En tanto, con relación al otorgamiento de mayor plazo para la suscripción, este aspecto debe ser definido entre las partes y ser negociado con el estructurador y el emisor al momento de definir los términos y condiciones de la emisión.</p>

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
		Ferrere	Luego de dos años de aplicación del límite actual (70%) se hace bastante complejo poder estructurar emisiones. El efecto en el mercado se nota: muchas menos emisiones que otros años. Si se aplica el límite del 50%, no se podrá hacer ninguna emisión sin que participen al menos 3 AFAP	Respecto a la afirmación vinculada a la disminución de emisiones, no hay evidencia que este aspecto obedezca a la imposición de límites más rigurosos. Durante la pandemia las empresas vieron afectada notoriamente su actividad y lentamente están volviendo a sus volúmenes normales. Lograr el interés de mayor cantidad de participantes del mercado a la hora de definir los términos y condiciones de emisión, es precisamente uno de los objetivos que persigue el proyecto. No obstante, se reiteran los comentarios realizados respecto a la decisión de mantener los límites y definiciones vigentes, y a explorar mecanismos de mercado alternativos a la reducción de los mismos.
		BEVSA	La introducción de topes a la compra de estos títulos para las AFAPS generará un desaliento a que una entidad lidere los procesos de diseño de los productos.	El objetivo que persigue el proyecto en materia de establecimiento de topes es lograr la participación de mayor cantidad de actores del mercado y que el estructurador - a la hora de definir los términos y condiciones de las emisiones - tome en cuenta los intereses de aquéllos. Respecto a la disminución de emisiones, no hay evidencia que este aspecto obedezca a la imposición de límites más rigurosos. Durante la pandemia las empresas vieron afectada notoriamente su actividad y lentamente están volviendo a sus volúmenes normales. Se reiteran los comentarios realizados respecto a la decisión de mantener los límites y definiciones vigentes, y a explorar mecanismos de mercado alternativos a la reducción de los mismos.
		Gletir Corredor de Bolsa	* Manifiesta que la implementación de límites de inversión sobre estos productos resultaría contraproducente para el desarrollo del mercado de capitales. * Estas restricciones complejizan la estructuración y generan mayor incertidumbre sobre el éxito de colocación del producto, lo que se traduce en mayores costos y por ende un desincentivo para la generación de éstos.	Se reiteran los comentarios realizados respecto a la decisión de mantener los límites y definiciones vigentes, y a explorar mecanismos de mercado alternativos a la reducción de los mismos.
		RAFAP	* Entiende que el límite propuesto es mucho más restrictivo para RAFAP quien gestiona el 54% del SFA del sistema, en tanto las otras AFAP participan en menos del 19%. En consecuencia, el cambio haría que RAFAP sea la única inhabilitada a tomar una exposición mayor a su participación en el mercado. * Ejemplifica el caso de ingreso de partidas para una licitación en emisiones de oferta pública, en la cual cada inversor debe hacerlo por su máximo potencial. En caso de haber exceso de demanda (cuando la adjudicación es por porcentaje demandado y no por precio), la participación disminuye el monto asignado a cada inversor. El riesgo de dicha "licuación" es inherente al mayor peso relativo de RAFAP, pero la inclusión de topes significativamente menores a 100% induce a una menor participación y de allí endógenamente a una caída del literal B del SFA de RAFAP. * El cambio es notoria y asimétricamente perjudicial para los afiliados de RAFAP ya que atenta contra la canalización de los ahorros de los afiliados hacia activos muy atractivos. * Siendo RAFAP quien mayor predisposición ha mostrado en este tipo de inversiones, incrementa el riesgo que se efectiven algunas emisiones, reduciendo las ya escasas alternativas de renta variable local. * Expresa que el tope de inversión vigente sobre el circulante de cada serie de ON tiene implícito un riesgo de incumplimiento que le es ajeno y que no puede mitigar en su totalidad, dado que en el marco de una emisión de oferta pública se sabe de antemano el monto total a licitar, pero el emisor tiene la potestad de emitir un monto menor en los siguientes casos: - emisiones a cuyas partidas se les asocia un precio, pero en las cuales es posible que los precios o rendimientos de la emisión que los inversores demanden no coincida con aquéllos a los que un emisor está dispuesto a emitir; - casos en los cuales, desde el ingreso de la documentación para su aprobación y hasta la emisión, la necesidad de financiamiento sea menor por motivos ajeno a los inversionistas (ej: emisiones en moneda local donde una parte significativa del financiamiento será destinada a un adquirir un activo nominado en dólares). PROPONE: A) cambiar la redacción de los límites por otra, que sea sobre montos anunciados a emitir y no sobre el circulante. B) generar un cambio normativo que obligue a las bolsas (donde se llevan a cabo las emisiones) a que - al momento de la adjudicación - no se consideren aquellas partidas que llevarían a un inversor a incumplir con el tope de inversión en relación al circulante. Sugiere revisar el antecedente de la Circular 1.940 de 29.09.2005, que atendió en aquel momento una problemática similar.	Con respecto a la propuesta detallada en el literal A), se desestima el cambio en la base de aplicación del límite de inversión de los instrumentos, dado que no se lograrían los objetivos buscados mediante el establecimiento del referido límite. Tampoco se entiende pertinente el establecimiento de obligaciones adicionales a las bolsas de valores tal como se indica en el literal B) de la propuesta, en la medida en que no se han observado inconvenientes en las emisiones realizadas a la fecha. No obstante, y tal como se señaló precedentemente, del análisis en profundidad de los restantes comentarios recibidos, aunado al interés de lograr una mejor valuación de los instrumentos en los cuales invierten las AFAP fomentando la generación de un mercado secundario, se entendió pertinente mantener los límites actualmente vigentes para ON, cuotapartes de FIC y valores de oferta pública emitidos por un mismo FF, así como la definición del tramo minorista en base a los montos ofrecidos, y explorar mecanismos alternativos de mercado que permitan alcanzar los objetivos buscados. Tales mecanismos serán analizados a la brevedad e incluidos en los Planes de Regulación.

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
VALORES DE OFERTA PÚBLICA O PRIVADA EMITIDOS POR EMPRESAS URUGUAYAS QUE FORMEN PARTE DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS (Art. 79.3.1 RNCFP)		Unión Capital AFAP	Entiende que este tipo de excepciones no deberían de ningún modo ser utilizadas para estructurar fideicomisos cuyo objetivo sea eludir alguno de los límites o restricciones actuales impuestas a otro tipo de instrumentos.	Cuando se trate de inversiones en acciones a través de FF, la propuesta normativa de exceptuar del límite del 20% tiene por objetivo no entorpecer el desarrollo de estructuras financieras que no incrementan sustancialmente los riesgos asociados, a cuyos efectos se establecen las condiciones a cumplir por la sociedad.
		Nobilis Corredor de Bolsa	Este punto lo ve positivo, en el entendido que apunta a que los FF puedan ser dueños de acciones de Sociedades Anónimas.	El comentario está alineado a la propuesta.
		REPÚBLICA AFISA	* Encuentra útil la incorporación de esta disposición, la que viene a despejar dudas sobre la forma de desarrollarse ciertas inversiones por los FF. * La descripción de actividades admitidas podría resultar restrictiva al acotarlas taxativamente a arrendamiento o usufructo. Podrían existir otras, tales como la medianería, pastoreo, etc. PROPONE: A) referirse a "la entrega de inmuebles a terceros mediante la concesión de derechos personales o reales." B) que el requisito referido a que las decisiones relacionadas con los inmuebles sean adoptadas exclusivamente por el Fiduciario se sustituya por uno que determine que "Las decisiones de venta de los inmuebles en cumplimiento de la finalidad del fideicomiso son adoptadas o autorizadas por el Fiduciario". Dicha sugerencia contemplaría estructuras ya existentes (por ej. fideicomisos de desarrollo inmobiliario en los que no se prevé la totalidad de decisiones respecto de los inmuebles. En ciertos casos el fiduciario puede autorizar las ventas de las unidades de propiedad horizontal pero puede no participar de la determinación general de los precios de venta de dichas unidades, los que se fijan conforme a las políticas de inversión establecidas en el contrato de fideicomiso por los operadores o gestores de los fideicomisos y contando con el visto bueno de los comité de inversiones e incluso de vigilancia, previstos en el respectivo contrato de fideicomiso).	Se entendió adecuado modificar la redacción del literal a) del artículo 79.3.1 y hacer lugar al comentario A) que propone una redacción más amplia que la propuesta, sustituyendo la parte final de dicho literal por la expresión "... mediante la concesión de otros derechos personales o reales". Se desestima la propuesta de acotar las potestades del fiduciario exclusivamente a las decisiones de venta los inmuebles, dado que se desea preservar que la totalidad de las decisiones relacionada con los mismos sean adoptadas por el Fiduciario y no por la propia sociedad.
		A. Estrada - Presidente de la CPMV	Comparte la incorporación de este artículo a la reglamentación.	El comentario está alineado a la propuesta.
		SURA AFAP	Considera que la excepción al límite es razonable, dado que la estructura obedece a una cuestión de eficiencia jurídica/tributaria/económica. PROPONE: agregar la siguiente quinta condición: "(e) La sociedad creada no forma parte del conjunto económico de una empresa sujeta al límite del artículo 60 de la RNCFP." De esta forma se buscaría evitar la creación de sociedades sin operativa con el fin de eludir dicha limitación a la exposición máxima a una sociedad anónima y al riesgo inherente de su negocio.	Sobre la sugerencia de crear una condición adicional que disponga que la sociedad creada no forme parte del conjunto económico de una empresa sujeta al límite del artículo 60, se considera que el riesgo que se pretende evitar está mitigado por la condición establecida en el literal d) del proyectado artículo 79.3.1 que exige que se verifique que los riesgos asociados al desarrollo del objeto del fideicomiso no se incrementan sustancialmente por la adquisición de la sociedad. Por tanto, no se entiende necesario modificar la norma propuesta.
		Ferrere	* Manifiesta que es un cambio que no considera la realidad de nuestro mercado. * Obligar a que exista tramo minorista no es el camino adecuado. No puede hacerse aplicable a todo tipo de emisiones, porque no todas son adecuadas para los inversores minoristas. * La exigencia de un tramo minorista entra en cierta contradicción con las normas que obligan a quienes asesoran en la inversión en valores a realizar un perfil de inversión de sus clientes. PROPONE: incentivar la participación de los inversores minoristas otorgando beneficios que hagan más atractivos los productos: pagos periódicos, plazos cortos, estructuras simples. * Puede plantearse un problema de seguridad jurídica: en general, en las licitaciones por precio, el precio se fija en el tramo mayorista y dicha licitación se realiza en primer lugar. En cambio, al desconocerse - al momento de licitar - si la inversión computa con tramo minorista, ninguna AFAP va a arriesgarse a hacer una oferta porque el sistema no permite ofertas condicionales en las bolsas. PROPONE: hacer la colocación minorista antes, pero en tal caso expresan duda acerca del precio que se ofrecería al minorista.	
		Unión Capital AFAP	En el entendido que el desarrollo del mercado de valores no puede sustentarse solamente en un mayor volumen de emisiones cuyo único destinatario sean las AFAP, sin contar con inversores minoristas y sin un posterior mercado secundario, considera que la modificación normativa contribuye a que las preferencias de los inversores minoristas sean tenidas en cuenta en el proceso de estructuración de nuevos productos y que su participación en las emisiones sea fundamental, ya que mejoraría la amplitud y profundidad del mercado, así como el gobierno corporativo de los emisores, entre otros aspectos.	

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
OTROS ASPECTOS		Nobilis Corredor de Bolsa	<p>* Saluda el objetivo de promover la distribución de emisiones en el sector de inversores minoristas. Sin embargo, considera que la obligatoriedad de colocación atenta contra la concreción de emisiones y por ende va en sentido inverso a la promoción del mercado de valores. En un país con mercado de capitales muy reducido, no parece razonable reducir oportunidades a los emisores por falta de minoristas.</p> <p>PROPONE: escalas para montos y monedas (ej: una emisión en UP no es razonable que sea adquirida por inversores minoristas).</p> <p>* El proceso de emisión de oferta pública es largo y hasta que no sea aprobado por el BCU, no se puede hacer publicidad. Por tanto, hasta el momento muy próximo a la emisión no se puede ofrecer a los inversores minoristas y menos garantizar que haya demanda minorista en el producto.</p> <p>* Sí hay que generar un cupo para los minoristas, promover el papel y dar la prioridad de suscripción hasta 10% (como hasta ahora), pero si no se alcanza dicho 10% porque no hay interés de los inversores minoristas, esto no puede perjudicar a las AFAP y computarles para ese 30% como máximo.</p> <p>* No entiende por qué no se puede comprar el monto que el inversor desea. Intentar atomizar obligatoriamente una emisión puede terminar atentando contra la obligatoriedad de alcanzar el 10% de la emisión en el tramo, o puede generar irregularidades en la construcción de órdenes. Por otra parte, considera que se está coartando la libertad del intermediario de valores a la hora de manejar su política comercial y de asesoramiento. Nobilis no desea ser colocado en la posición de distribuidor de productos, dado que aplica una filosofía de inversión basada más en el asesoramiento versus el tradicional "corretaje de órdenes".</p> <p>PROPONE: un Fondo Minorista de inversiones, ya que considera que sería mejor que el minorista compre vía fondos a que invierta directamente.</p>	<p>Reiterando lo señalado, del análisis en profundidad de los restantes comentarios recibidos, aunado al interés de lograr una mejor valuación de los instrumentos en los cuales invierten las AFAP fomentando la generación de un mercado secundario, se entendió pertinente mantener los límites actualmente vigentes para ON, cuotas partes de FIC y valores de oferta pública emitidos</p>
		BVM	<p>* Indica que pueden existir dificultades operativas, pero que podrían ser resueltas.</p> <p>* El problema de fondo es que muchos instrumentos no se adecúan al inversor minorista y, consecuentemente, se estarían castigando los montos máximos a ser invertidos por los FAP por una situación que les excede.</p> <p>* Considera que la existencia del tramo minorista y su efectiva colocación, depende fundamentalmente del tipo de producto, de una adecuada divulgación del mismo y de la expectativa de existencia de mercado secundario. Atento ello, manifiesta que debería definirse el tipo de productos adecuados para inversores minoristas, exigirse una efectiva publicidad de parte del emisor para garantizar que el público minorista sea informado sobre la emisión y generarse un compromiso por parte de los grandes tenedores de los instrumentos de fomentar el mercado secundario.</p>	
		REPÚBLICA AFISA	<p>* Cambio que podría resultar inconveniente para el desarrollo del mercado de valores y el acceso y costo del financiamiento para empresas y proyectos de infraestructura e inversión en la economía real.</p> <p>* La generalidad de los productos ofrecidos en el mercado en los últimos años, especialmente en valores de FF, no han sido preferidos por los inversores minoristas (por la moneda, el plazo o por otras circunstancias). Este segmento sí participó en aquellas emisiones que contaban con algún estímulo particular: posibilidad de rescate anticipado o recompra de valores por el fideicomitente, etc., las cuales - si bien han sido esfuerzos loables de los emisores en la búsqueda de llegar al mercado minorista - no han dejado de significar un costo adicional para las emisiones.</p> <p>* De prosperar el proyecto, los inversores institucionales no sabrán - al momento de determinar sus ofertas - si cuentan para el límite del 30% de los SFA o no, lo que no les permitirá hacer una oferta considerando el tope del subfondo sino que deberán hacerlo considerando el 30%, porque no sabrán si el tramo minorista se adjudicará en los porcentajes requeridos o no.</p>	
		BEVSA	<p>* Son pocas las emisiones que efectivamente han contado con tramos de emisión minorista, lo cual evidencia que - hasta el momento - el instrumento no ha resultado eficaz para promover las finalidades que explicarían el proyecto normativo.</p> <p>* La obligatoriedad de asegurar una demanda minorista para que las emisiones se categoricen como "con tramo minorista" generará desaliento en liderar los procesos de diseño de los productos, ya que no sólo exige el convencimiento a otras entidades institucionales a participar, sino también asegurar una demanda minorista, introduciendo esto otras exigencias de características al producto, distintas a las que buscaban aquéllos.</p> <p>* Expresa preocupación de que al imponerse un tramo minorista en cualquier instrumento en que participen las AFAP, se podrá estar incentivando la compra de productos financieros catalogados como "complejos" no acordes a su perfil de riesgo y su horizonte temporal de inversión.</p> <p>PROPONE:</p> <p>A) Tratamiento diferencial a los instrumentos "plain vanilla" de los "productos complejos" en cuanto a exigencias de límites y colocación entre el mercado minorista.</p> <p>B) Resguardar la participación de inversores minoristas en los "productos complejos" o eliminar la obligación de ofrecer/adjudicar un tramo minorista.</p> <p>* Modificar el actual régimen de exigencia de ofrecimiento de tramo minorista por el de un porcentaje de <i>adjudicación</i> a dicho sector de mercado, puede plantear problemas en materia de los productos que tales inversores accederían a invertir.</p> <p>* Procurar "alinearse" en ciertos instrumentos intereses diferentes, seguramente repercuta en el costo de emisión, desincentivando a los emisores a recurrir al mercado de valores local para ciertos instrumentos.</p> <p>PROPONE:</p> <p>A1) Promover la participación de los inversores minoristas en los productos "plain vanilla" (en particular en títulos de deuda), resguardándolos de "productos complejos".</p> <p>B1) Implementar mecanismos de adjudicación de las suscripciones de valores de oferta pública en los cuales:</p> <ul style="list-style-type: none"> - se permita - en los títulos de deuda "plain vanilla" - una priorización al tramo minorista con potencial incremento o ampliación de la adjudicación de tramo minorista si hay sobredemanda. - en emisiones de productos complejos, realizar licitación con - al menos - 2 tramos mayoristas: uno en el que puedan demandar con topes que plantee el regulador, y otro segundo tramo libre, de forma de asegurar colocación. Como alternativa, que se desarrolle un sistema de adjudicación contemplando topes y montos a adjudicar, de forma de evitar que una institución se lleve más de lo deseado en porcentaje. - Otra alternativa a la existencia de topes es la obligatoriedad de que, aquellos que sobrepasen determinado porcentaje establecido por el regulador, deban ingresar ofertas al mercado como "market makers". <p>C) Que los inversores accedan a "productos complejos" a través de Fondos de Inversión, fomentando la creación / participación de nuevos administradores en este tipo de instrumentos.</p>	

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
	EMISIONES SIN TRAMO MINORISTA (Art. 80.1 lit i RNCFP)	Gletir Corredor de Bolsa	<p>* Manifiesta que es necesario que las características del tramo minorista se adecuen a las necesidades de este tipo de inversor: exigir condiciones iguales para inversores desiguales, atenta contra el principio de igualdad y genera una innecesaria complejidad en el diseño de productos, que deben ser atractivos para intereses y objetivos diferentes.</p> <p>* Si bien comprende que el objetivo del artículo es promover la participación de inversores minoristas en los instrumentos del literal B) del artículo 123 de la Ley 16.713, considera que los siguientes puntos del mencionado artículo atentan contra su objetivo:</p> <p>a. exigir que estos instrumentos cuenten con un tramo minorista que represente al menos un 10% del monto adjudicado (no ofrecido como es a la fecha) del total de la emisión, desincentivará la creación de estos productos.</p> <p>b. establecer un valor máximo de suscripción por inversor puede ser contraproducente ya que exigiría, dependiendo del monto total de la emisión, la participación de gran cantidad de inversores minoristas, lo cual no necesariamente refleja la realidad del mercado ni el apetito de los inversores por el producto en sí mismo.</p>	<p>por un mismo FF, así como la definición del tramo minorista en base a los montos ofrecidos, y explorar mecanismos alternativos de mercado que permitan alcanzar los objetivos buscados. Tales mecanismos serán analizados a la brevedad e incluidos en los Planes de Regulación.</p> <p>En dicha oportunidad, se considerarán las propuestas formuladas por las instituciones en la presente consulta pública.</p>
		A. Estrada - Presidente de la CPMV	<p>* Al cierre Julio/2022, el literal B del total del sistema de fondos de pensión (inversiones en activos de riesgo privado: ON, FF, Acciones, con oferta pública, que financian proyectos/sectores/empresas de la economía real del país) fue del 27,6% de las inversiones totales del sistema. Este porcentaje es bajo, fruto sin duda de la poca oferta de productos con oferta pública.</p> <p>* Limitar las inversiones en este literal, de acuerdo con la participación o no de inversores minoristas, es contrario a los objetivos que se persiguen en materia de desarrollo de mercado de valores local.</p> <p>PROPONE:</p> <p>A) establecer un orden de prelación en la asignación del tramo minorista por sobre el mayorista, evitando la prorratea (si así fuere el caso) para todos los inversores por igual.</p> <p>B) fomentar esquemas de colocación tipo "Book Building" para favorecer la participación minorista, así como de mayor cantidad de inversores, dado las características que este proceso tiene en la asignación de la propia colocación, en las emisiones con oferta pública futura.</p> <p>* No ve que se obtenga éxito en el objetivo propuesto (fomentar la participación minorista) por el sólo hecho de incluir exigencias en la reglamentación. Por el contrario, es necesario dotar de incentivos para que los minoristas participen - directamente o por intermedio de fondos de inversión - como así también a los estructuradores, facilitando la colocación de los distintos instrumentos.</p> <p>* El interés de inversores institucionales no está alineado con el del inversor minorista: los primeros buscan en general instrumentos de renta variable, de largo plazo, nominados en moneda local, en tanto los segundos son atraídos mayoritariamente por títulos de deuda, nominados en dólares, de plazo corto o medio, con flujos periódicos y predecibles.</p> <p>* Adicionalmente, establecer la limitante en base al monto efectivamente adjudicado complejiza aún más la colocación: sólo logrará reducir los montos de emisión dada la imposibilidad de conocer el éxito o no de la colocación en el momento de otorgar la orden (oferta) por parte del administrador de portafolio. La misma será menor a la deseable buscando evitar excesos. En extremo, la reglamentación propuesta establece que quien finalmente decide si una emisión es realizada o no, es el conjunto de órdenes minoristas, independientemente de lo atractiva que la misma pueda ser para el inversor institucional.</p> <p>PROPONE: fomentar una mayor y mejor comunicación, estableciendo la obligatoriedad de informar sobre la nueva emisión a los mercados e intermediarios por mayor tiempo y canales adecuados, sin que esto implique mayores costos de emisión. Inmediatamente que el prospecto correspondiente sea autorizado por el BCU, promover la comunicación efectiva de manera tal de otorgar tiempo suficiente para informar a los inversores minoristas.</p> <p>* Una de las condiciones de la reglamentación actual estipula que no es posible contar con términos y condiciones diferenciales para distintos tipos de inversores en la colocación de certificados de participación de un FF. Esta condicionante es contraria a la propia naturaleza y mecanismos de decisión de inversión de los distintos tipos de inversores, ya que el inversor institucional no busca los mismos términos y condiciones que un inversor minorista para un mismo tipo de riesgo en el cual invertir.</p> <p>PROPONE: para una misma fuente de repago (FF) permitir la emisión de distintas series, con diferentes términos y condiciones de colocación habilitando, por ejemplo, el cobro anticipado de una serie (la colocada al público minorista) frente a una segunda o tercera serie.</p>	

COMENTARIO				RESPUESTA/CURSO DE ACCIÓN
TEMA	SUBTEMA	INSTITUCIÓN	SUGERENCIA / CONSULTA	
		SURA AFAP	<p>* Entre junio 2020 (entrada en vigencia del límite del 70%) y agosto 2022 existieron 4 emisiones que cumplen con una colocación del 5% del fondo y 3 emisiones cuya demanda al menos duplicó el límite establecido para dicho tramo minorista.</p> <p>* Aquellas emisiones que no cumplen con el límite propuesto ascienden al 72% del total de transacciones realizadas (se trata de emisiones que carecen de incentivos para una efectiva adjudicación del tramo minorista).</p> <p>* Las emisiones con tramos minoristas exitosos cuentan con alguna de las siguientes características:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Horario de suscripción ampliado (mayor a 24 horas). • Opción de amortización acelerada a solicitud del tenedor (de una porción del instrumento al menos). • Esquema de repago amortizable, en el caso de títulos a mediano o largo plazo. • Incentivos para agentes colocadores mediante pago de comisión por monto adjudicado. • Unidades indexadas y dólares, como moneda de emisión. <p>* Entiende oportuno el cambio normativo en el entendido que el desarrollo del mercado de valores, asimilado como una cantidad y volumen de emisión creciente por año, no puede estar supeditada en su mayoría a los FAP como los únicos inversores.</p> <p>PROPONE:</p> <p>A) En las suscripciones de oferta pública incorporar “tramos intermedios” (dado que el tramo minorista representa un porcentaje marginal del total de la emisión).</p> <p>B) Establecer, tanto para el tramo minorista como para los tramos intermedios, condiciones diferentes a las planteadas para los tramos mayoristas.</p> <p>C) Establecer un tratamiento diferenciado para los llamados de capital (“capital calls”) en cada tramo, así como para las garantías solicitadas para dichas integraciones, estableciendo un régimen específico de distribución y rentabilidad en función de dichas diferencias.</p> <p>D) Incorporar opciones de venta al emisor (“PUTs”) que permitan la salida anticipada del tramo minorista para títulos de renta fija, dado su horizonte más acotado.</p> <p>E) Establecer un mecanismo formal y detallado de “<i>underwriting</i>” para que los agentes colocadores lleven a cabo un proceso que les permita asegurarle la emisión del tramo minorista y de un tramo diferencial para inversores calificados que no sean los FAP, previo a la emisión del tramo institucional.</p> <p>F) Establecer un régimen de “<i>book building</i>” y asignación preferencial para tramos de inversor calificado y tramo minorista.</p> <p>G) Ampliar el monto máximo de suscripción en la definición del tramo minorista al equivalente a USD 100.000.</p> <p>H) Establecer un régimen regulado de representación de beneficiarios finales o “<i>proxy voting</i>” para las asambleas de tenedores, de forma de facilitar la dinámica de asambleas cuando la base de tenedores está muy atomizada y para que los minoristas puedan ser fácilmente representados por una institución previamente designada a tales efectos.</p>	
		RAFAP	<p>* La generación de un tramo minorista en las emisiones de oferta pública de activos del literal B) no fue suficiente para lograr una participación significativa por parte de inversores minoristas en las mismas.</p> <p>* La evidencia refleja un perfil de inversión muy distinto entre inversores minoristas e institucionales: el minorista busca instrumentos nominados en dólares de plazo corto o medio y con flujos periódicos y predecibles en el tiempo, en tanto el institucional prefiere instrumentos de renta variable y de largo plazo nominados en moneda local.</p> <p>* Considera que estructurar productos que contemplen dos perfiles tan diferenciados es un desafío, máxime que la normativa establece que las condiciones de ambos tramos deben ser similares.</p> <p>* Manifiesta que, para el público minorista, la complejidad de las características de algunos de los activos implicará inevitablemente que deban asumirse costos de comisiones a quienes los ofrezcan y distribuyan, lo cual encarecerá estas estructuras y las hará menos atractivas.</p> <p>* Manifiesta que se incrementa el riesgo de incumplimiento de límites y márgenes asociados, ya que hay elementos que son desconocidos previo a la participación de las licitaciones.</p>	

AFAP	Administradora de Fondos de Ahorro Previsional
BCU	Banco Central del Uruguay
BEVSA	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay
BSE	Banco de Seguros del Estado
BVM	Bolsa de Valores de Montevideo
CPMV	Comisión de Promoción del Mercado de Valores
FAP	Fondos de Ahorro Previsional
FIBRAS	Fideicomisos de Infraestructuras y Bienes Raíces de Méjico
FF	Fideicomisos Financieros
FIC	Fondos de Inversión Cerrados
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas
ON	Obligaciones Negociables
RNCFP	Recopilación de Normas de Control de Fondos Previsionales
SFA	Sub Fondo de Acumulación