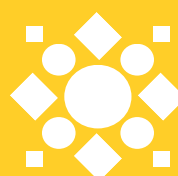




Análisis del Proyecto Normativo PSAV

Comentarios sobre Proyecto
Normativo presentado por Banco
Central del Uruguay

Comisión Activos Virtuales - CUF
Setiembre 2025



CÁMARA
URUGUAY
FINTECH

Introducción

El presente documento se realiza en el marco de trabajo de la Cámara Uruguay Fintech (CUF), dentro de la comisión de trabajo sobre Activos Virtuales (AV).

Se presenta un análisis realizado respecto del proyecto normativo presentado por el Banco Central del Uruguay (BCU) con fecha 21 de agosto de 2025, dentro del plazo previsto para la consulta pública.

El documento se elabora con dos grandes ejes:

I) Análisis definición sobre activos virtuales

- 1) Definición de activos virtuales financieros del proyecto de reglamentación.
- 2) Análisis de la definición de activos virtuales financieros en el contexto del Marco Conceptual elaborado por el BCU en 2021.
- 3) Análisis de los tres criterios definidos por el BCU para clasificar un AV en Financiero
 - a) Análisis de riesgo contraparte.
 - b) Derechos de Titularidad y Prestaciones Dinerarias.
 - c) Fines de Pago o Inversión.



4) Problemas en la interpretación de la definición de activos virtuales financieros con la tokenización de activos reales.

II) Análisis comparativo de costos y exigencias por tipo de agentes

1) Cuadro comparativo sobre requerimientos patrimoniales y de garantía del Proyecto de Reglamentación.

2) Comentarios.

La Comisión de Activos Virtuales de la Cámara Uruguay Fintech está integrada por:

Ec. Martín Larzabal

Ing. Juan Becerra

Lic. Martín Benítez

Ec. Sebastián Musso

Dr. Esc. Rafael Buchelli Oliver



Análisis definición sobre activos virtuales

1) Definición de activos virtuales financieros del proyecto de reglamentación ^[1]

ARTÍCULO 127.24 (ACTIVO VIRTUAL FINANCIERO). NUEVO
Se considera activo virtual financiero la representación digital de valor o de derechos contractuales que puede ser almacenada, transferida y negociada electrónicamente mediante tecnologías de registro distribuido o tecnologías similares, que satisfaga simultáneamente las siguientes características:

- *conlleva implícito un riesgo de contraparte o adopta la forma de instrumento de capital;*
- *permite ejercer derechos de titularidad y obtener prestaciones dinerarias; y*
- *puede ser ofrecido con fines de pago o de inversión.*

Los valores escriturales de registro descentralizado y el dinero electrónico se regirán por la regulación específica en la materia.



2) Análisis de la definición de activos virtuales financieros en el contexto del Marco Conceptual elaborado por el BCU en 2021^[2]

criterio	AV Valores	AV Estables	AV Intercambio	AV Utilidad
1. Riesgo de contraparte o forma de instrumento de capital	Sí, actividad regida por Ley de Mercado de Valores.	Sí, el emisor se compromete a hacer efectiva su reconversión a solicitud del usuario.	No	No
2. Derechos de titularidad y prestaciones dinerarias	Sí, pueden otorgar derechos como la propiedad, el reembolso de una suma específica de dinero o derecho a una participación en beneficios económicos futuros.	Sí, el tenedor obtiene derechos sobre los activos de reserva que respaldan su emisión (en caso de existir).	No proporcionan los tipos de derechos o acceso que proporcionan los activos virtuales valores, de utilidad o estables.	Sí, se pueden canjear para acceder a un producto o servicio específico.
3. Fines de pago o inversión	Sí, se utilizan con fines de inversión.	Sí, se utilizan con fines de pago.	Sí, se utilizan como medio de intercambio o para inversión.	No
# Cumplidos³	3/3	3/3	1/3	1/3

Analizando los tres criterios fijados por el BCU en el Proyecto de Reglamentación para efectuar la clasificación entre AV Financieros y No Financieros, y cruzando para la clasificación la información contenida en el Marco Conceptual de 2021, se observa que solamente los AV Valores y los AV Estables cumplen simultáneamente con los tres criterios.

Si además se introducen al análisis los casos de uso, como lo hizo el BCU en el Marco Conceptual que elaboró para determinar si correspondía o no que estuvieran contenidos en el perímetro regulatorio, se llega a los siguientes resultados:



Tipo operativa	AV Valores	AV Estables	AV Intercambio	AV Utilidad
1. Intercambio y pago	El PSAV que se proponga operar con estos AV estará realizando una actividad regulada en función del marco legal y regulatorio del Mercado de Valores, con los ajustes que se definirán.	Los sistemas de estabilización del valor mediante respaldo en monedas fiduciarias podrían derivar en esquemas fraccionarios suponiendo un alto riesgo para los usuarios y la estabilidad del sistema financiero en ausencia de regulación. De lo anterior se desprende que esta categoría debería estar incluida en el perímetro regulatorio.	Se asimilaría al trueque o pago en especie y, por ende, quedarían excluidos del perímetro regulatorio.	
2.a) Inversión Directa			Se asimila a la inversión en un bien real con expectativas en su valorización, por lo tanto, quedaría excluida del perímetro regulatorio.	
2.b) Inversión Indirecta			Si es realizada a través de un instrumento financiero tradicional que referencia a un AV de intercambio/utilidad: es el caso, por ejemplo, de futuros, opciones u otros contratos donde el subyacente es un AV de intercambio/utilidad. Este caso está comprendido dentro del perímetro regulatorio y deberá cumplir con las reglas establecidas para el instrumento en cuestión. La regulación no recaería sobre el AV de intercambio/utilidad, sino sobre el instrumento financiero.	
3. Captación de capital			Se asimilaría a esquemas de crowdfunding no financiero (por ejemplo, de recompensa o donación), donde el usuario recibe un bien intangible como contrapartida de su contribución, por lo tanto, no integrarían el perímetro de regulación.	Se asimilaría a esquemas de crowdfunding no financiero (por ejemplo, de recompensa o donación), y por lo tanto no integrarían el perímetro de regulación.
	AV Valores	AV Estables	AV Intercambio	AV Utilidad
¿Quedan alcanzados en perímetro regulatorio?	En todo tipo de operativa.	En todo tipo de operativa.	Solo si se usan como Inversión Indirecta.	Solo si se usan como Inversión Indirecta.



Cuando en lugar de analizar los criterios, se analiza el tipo de operativa o casos de uso que se podrían realizar con cada tipo de AV, y se toman las definiciones vertidas por el BCU en el Marco Conceptual, se concluye que:

- AV Valores y AV Estables quedarían comprendidos dentro del perímetro regulatorio en todos los casos de uso, con lo cual se infiere que se deberían considerar AV Financieros.
- AV de Intercambio y de Utilidad solo entrarían en el perímetro regulatorio si se usan como Inversión Indirecta (a través de un instrumento financiero), y la regulación no recaería sobre el AV de Intercambio o de Utilidad sino sobre el instrumento financiero.

Por consiguiente, al analizar de manera conjunta los dos análisis, se concluye que solamente los AV Valores y los AV Estables per se deberían considerarse AV Financieros. Y, por la negativa, los AV de Intercambio y los AV de Utilidad per se deberían considerarse AV No Financieros.



3) Análisis de los tres criterios definidos por el BCU para clasificar un AV en Financiero

3.1) Análisis de riesgo contraparte

El BCU no ofrece una definición única y explícita de “riesgo de contraparte” en sus publicaciones generales, pero el concepto se encuentra implícito en sus normativas sobre gestión de riesgos financieros y clasificación de créditos.

En línea con estándares internacionales, el riesgo de contraparte se entiende como:

“La posibilidad de que la contraparte en una operación financiera no cumpla con sus obligaciones contractuales, generando pérdidas para la entidad que enfrenta dicho incumplimiento”.

Este riesgo es especialmente relevante en operaciones como préstamos, derivados, compromisos contingentes y garantías.

El término “riesgo de contraparte” puede encontrarse también como “riesgo de crédito”.



Deloitte^[4]:

“El riesgo de crédito o de contraparte se define como la pérdida potencial, desde una perspectiva individual y de cartera, a la que se enfrenta la empresa, originada por el incumplimiento de las obligaciones contractuales de sus contrapartes”.

Binance^[5]:

“El riesgo de contraparte es un concepto fundamental en el mundo de las finanzas y la inversión. Se refiere al riesgo de que una parte involucrada en una transacción financiera no cumpla con sus obligaciones contractuales, causándole pérdidas financieras a la otra parte. En términos más sencillos, es el riesgo de que la parte con la que estás realizando una transacción no pueda o no esté dispuesta a honrar su parte del trato.

La fuente principal de riesgo de contraparte es el potencial de incumplimiento o insolvencia. Si una contraparte se vuelve insolvente, significa que no es capaz de cumplir con sus obligaciones financieras, lo que puede generar pérdidas financieras para la otra parte. La insolvencia puede surgir por varias razones, como una mala gestión financiera, recesiones económicas, fallas operativas, disputas legales o fraude”.



De acuerdo con la taxonomía y casos de uso planteados por el BCU en el Marco Conceptual de 2021, los AV de Intercambio y los AV de Utilidad son los únicos AV que no generan riesgo contraparte a su tenedor.

3.2) Derechos de Titularidad y Prestaciones Dinerarias

Lo que los AV de Intercambio confieren es el control fáctico del activo digital en virtud de la posesión de la clave privada. Ese control tiene valor económico, pero no se traduce en un derecho subjetivo patrimonial reconocido frente a un sujeto pasivo determinado.

Estos AV de Intercambio no otorgan “derecho de titularidad” en sentido jurídico estricto, porque no hay emisor, no hay derecho subjetivo exigible ni objeto patrimonial tradicional reconocido por el ordenamiento. Lo que confiere es un poder de hecho sobre un activo digital escaso, que tiene traducción económica pero no encaja en la categoría civil de titularidad.

Por consiguiente, dentro de los AV, los AV de Intercambio son los únicos que no otorgan derechos de titularidad ni prestaciones dinerarias en el sentido jurídico tradicional bajo el marco legal uruguayo.



Implicancias prácticas en Uruguay

- El BCU no reconoce a los AV de Intercambio como moneda de curso legal, ni como instrumentos financieros regulados.
- Las operaciones con estos activos virtuales de intercambio (compra, venta, custodia) pueden realizarse a través de PSAV registrados, pero no están respaldadas por garantías legales equivalentes a las de los instrumentos financieros tradicionales.
- En caso de pérdida, fraude o incumplimiento, no hay mecanismos de protección equivalentes a los del sistema financiero formal.

En definitiva, si bien los AV de Intercambio son activos que pueden tener valor de mercado, no confieren derechos jurídicos de titularidad ni prestaciones dinerarias exigibles como lo haría una acción, bono o depósito bancario.

3.3) Fines de Pago o Inversión

Finalmente, en cuanto a la última característica planteada por el BCU de utilizarse los AV Financieros con fines de pago o inversión, cumplirían con la misma los AV Valores, los AV Estables y los AV de Intercambio.



Según las definiciones dadas por el BCU de medio de pago y de inversión que se presentan a continuación, cumplirían con estos roles tanto AV considerados como Financieros como los AV No Financieros:

Sistema de Pagos del Banco Central del Uruguay (BCU)

BCU Medio de pago^[6]:

“Un medio de pago es un bien o instrumento que puede ser utilizado para adquirir bienes, servicios y/o cancelar todo tipo de obligaciones.

El dinero en efectivo es el medio de pago más común y de amplia aceptación, sin embargo, los medios de pago digitales han avanzado mucho en los últimos años”.

BCU invertir^[7]:

“Invertir es comprometer parte de nuestros ahorros adquiriendo ciertos activos, con la esperanza de obtener de ellos un rendimiento en el futuro. Esta decisión conlleva siempre el riesgo de que, por diversas razones, el rendimiento no sea el esperado. Todos los productos de inversión incorporan cierto nivel de riesgo”.



4) Problemas en la interpretación de la definición de activos virtuales financieros con la tokenización de activos reales

Si se hace un cruzamiento de la definición de AV Financiero contenida en el Proyecto de Reglamentación de la Ley de AV, con el proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCU^[8] para regular empresas que prometen rentabilidad, donde en su exposición de motivos se aclara que todas aquellas transacciones en las que, aún recurriendo a la convocatoria pública para la captación de recursos financieros del público general, si la motivación del aportante no es obtener una rentabilidad financiera (y citan como uno de los ejemplos la adquisición de un inmueble en etapa de construcción), entonces estas no quedarán comprendidas dentro del perímetro regulatorio del BCU.

En el ejemplo planteado por el BCU, si se estructurara un fideicomiso de administración para llevar adelante una obra de construcción y las adhesiones de ese fideicomiso se tokenizaran, de acuerdo con la definición del Proyecto de Reglamentación de Ley de AV, esos token deberían ser considerados un AV Financiero, por cumplir con los tres criterios planteados simultáneamente.



Sin embargo, si las adhesiones no se tokenizaran y los inversores simplemente adhirieran a un fideicomiso de administración, este contrato de inversión no entraría dentro del perímetro regulatorio del BCU, tirando por tierra la neutralidad tecnológica de la reglamentación.



Análisis comparativo de costos y exigencias por tipo de agentes

Cuadro comparativo sobre requerimientos patrimoniales y de garantía del Proyecto de Reglamentación

Tipo de agente	Autorización	Patrimonio Mínimo	Depósito en Garantía BCU	Depósito Vista BCU
Sociedades Administradoras de Fondos	Licencia	1.500.000 UI	1.500.000 UI	
Corredor de Bolsa	Licencia	1.500.000 UI	2.000.000 UI	50.000 UI
Gestor de Portafolios	Licencia	500.000 UI	500.000 UI	50.000 UI
Agente de Valores	Licencia	500.000 UI	250.000 UI	50.000 UI
Casa de cambio	Licencia		USD 80.000 mínimo, más USD 40.000 por cada sucursal adicional.	USD 5.000
Asesor de Inversión	Licencia		250.000 UI	50.000 UI
Plataformas de financiamiento colectivo	Licencia		250.000 UI	
IEDE	Registro	No se especifica públicamente, pero debe ser suficiente para cubrir riesgos operativos.	250.000 UI	
Custodio de valores	Licencia	Variable según volumen y tipo de activos custodiados	Exigido por el BCU, monto depende del riesgo operativo	
Proveedores de servicio de cofre fort	No requiere Registro	No hay exigencias	No hay exigencias	
PSAV Financieros- servicio de exchange	Licencia		2.000.000 UI	50.000 UI
PSAV Financieros- transferencia	Licencia		2.000.000 UI	50.000 UI
PSAV Financieros- participación y provisión de servicios financieros	Licencia		2.000.000 UI	50.000 UI
PSAV Financieros- administración y custodia (art. 127.22 literal e)	Licencia	1.500.000 UI	2.000.000 UI	50.000 UI
PSAV No Financieros- servicio de exchange	Registro			50.000 UI



Comentarios

La exigencia que se le pone en materia de requerimientos de depósito en garantía y patrimonio mínimo a alguno de los proveedores de servicios de activos virtuales financieros es mayor a la que se les exige a licencias hoy ya existentes que tienen alcances similares.

Como se puede observar en el cuadro que se presenta a continuación, los PSAV que brinden servicios de administración y custodia de AV Financieros tienen:

- La misma exigencia en materia de Patrimonio Mínimo que una AFISA, y una obligación en materia de Depósito en Garantía superior en un 33% a la de una AFISA.
- Una solución algo menos exigente podría ser la de igualar a los PSAV que realicen servicios de administración y custodia con los de una AFISA, lo que permitiría reducir a UI 1.500.000 los requerimientos de depósito en garantía en el BCU, manteniendo la exigencia de UI 1.500.000 de patrimonio mínimo.



Si ahora se consideran los PSAV que brinden servicios de Exchange y de transferencia (sin que ofrezcan servicio de custodia) se observa que deben realizar un depósito en garantía en el BCU 4 veces superior al que se le exige a una Casa de Cambio. Una solución algo menos demandante de capital de trabajo para el PSAV podría ser la de reducir a UI 500.000 la exigencia de depósito en garantía (igual que una Casa de Cambio) y requerir un patrimonio mínimo de UI 1.500.000, lo que garantiza la solvencia de la exchange sin estresar las necesidades de liquidez de la misma.

También es justo decir que si se analiza el costo de la licencia de un PSAV que brinde servicios financieros en la emisión de AV Financieros, y se toma como benchmark a los intermediarios de valores (que muchas veces cumplen ese rol), se observa que a estos PSAV no se les exige patrimonio mínimo como a los corredores de bolsa, pero les exigen el mismo monto de depósito en garantía.



Tipo de agente	Alcance	Autorización	Patrimonio Mínimo en UI	Depósito en Garantía BCU en UI	Depósito Vista BCU en UI	Exceso de requerimientos a los PSAV:		
						Patrimonio Mínimo	Garantía BCU	Dep.Vista
Sociedades Administradoras de Fondos	Custodia y administración de activos, gestión de fondos de inversión, administración de fideicomisos financieros	Licencia	1.500.000	1.500.000		0	500.000	50.000
PSAV Financieros- administración y custodia (art. 127.22 literal e)	Administración y custodia de AV Financieros	Licencia	1.500.000	2.000.000	50.000			
Casa de cambio	Compra/venta de divisas, giros y transferencias internacionales	Licencia		500.000	31.500		1.500.000	18.500
PSAV Financieros- servicio de exchange	Servicio de exchange	Licencia		2.000.000	50.000			
PSAV Financieros- transferencia	Servicio de transferencia	Licencia		2.000.000	50.000			
Corredor de Bolsa	Intermediación financiera, custodia de valores en nombre de clientes, liquidación y entrega de valores	Licencia	1.500.000	2.000.000	50.000	-1.500.000	0	0
PSAV Financieros- participación y provisión de servicios financieros	Provisión de servicios financieros	Licencia		2.000.000	50.000			



El proyecto de reglamentación prevé explícitamente que los proveedores de servicios de activos virtuales no financieros solo puedan dar servicio de exchange, pero no contempla aquellos proveedores que brindan servicio de administración y custodia de activos virtuales no financieros. **Se presentan a continuación algunas preguntas disparadoras para ayudar a aclarar el tratamiento de los PSAV No financieros:**

- Si estos PSAV que realizan servicios de administración y custodia de AV No Financieros quisieran gestionar un fondo de inversión abierto con esta temática de inversión, ¿qué tipo de autorización deberían tramitar?
- ¿Alcanzaría realizar el Registro como PSAV No Financieros?
- ¿O deberían sacar una licencia de Gestores de Portafolio tradicional?
- ¿O sacar una licencia de Gestor de Portafolio tradicional más una licencia de PSAV de administración y custodia de AV Financieros, por más que el subyacente fueran AV No Financieros?
- ¿O deberían ir por el camino de un Fideicomiso Financiero con temática en AV No Financieros como vehículo de inversión, en donde para ser Administrador del mismo no se requieren ni registros ni licencias?



Finalmente presentamos algunos interrogantes que se abren a nivel operativo:

- Una empresa que ya esté registrada ante el BCU (IEDE, casa de cambio, etc), ¿puede usar la misma estructura/razón social para ser PSAV?
- ¿Los PSAV van a acceder a una cuenta en el BCU para poder hacer transferencias internacionales (símil Empresa de Servicios Financieros)?



Referencias

[1] https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Proyectos%20Normativos/Proyecto_PSAV_21082025.pdf

[2] https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Proyectos%20Normativos/Proyecto_PSAV_21082025.pdf

[3] Cumplimiento de criterios para ser considerados AV Financieros.

[4] <https://www.deloitte.com/es/es/services/consulting/services/riesgo-contraparte.html>

[5] <https://academy.binance.com/es/glossary/counterparty-risk>

[6] <https://usuariofinanciero.bcu.gub.uy/medios-de-pago/definiciones/>

[7] <https://usuariofinanciero.bcu.gub.uy/mercado-de-valores/definiciones/>

[8]

<https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/SiteAssets/Lists/Noticias/EditForm/Per%C3%ADmetro%20regulatorio%20y%20rampa%20para%20el%20despegue.pdf>

