

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ  
ESCUELA DE POSGRADO



PONTIFICIA  
**UNIVERSIDAD**  
**CATÓLICA**  
DEL PERÚ

**MILA: ¿Mejor Intermediación Latinoamericana?**

**Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho Financiero y Bancario con mención en Gestión Financiera**

**AUTOR: Juan Diego Cruz Kamiche**

**ASESOR: Luis Augusto Fernandini Capurro**

**JURADO:**

**Presidente: Jeanette Aliaga Farfan**

**Segundo Miembro: Luis Augusto Fernandini Capurro**

**Tercer Miembro: Rafael Lengua Peña**

**LIMA – PERÚ**

**2014**

**INDICE**

<b>INTRODUCCION .....</b>	<b>3</b>
<b>SECCIÓN I: EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO 4</b>	<b>4</b>
1. CONCEPTO DE INTEGRACIÓN REGIONAL BURSÁTIL.....	4
2. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO .....	5
2.1. AUTONOMÍA EN LA ADMINISTRACIÓN DE CADA MERCADO DE VALORES:.....	6
2.2. DIVISIÓN EN DOS FASES:.....	6
3. INTEGRACIÓN REGIONAL BURSÁTIL, ENFOQUE NORMATIVO.....	7
3.1 SISTEMA DE REVELACIÓN DE INFORMACIÓN POR PARTE DE LOS EMISORES .....	8
3.2 SUPERVISIÓN DE CONDUCTAS: LOS ESTÁNDARES DE INTEGRIDAD Y TRANSPARENCIA DE MERCADO.....	13
3.3 MODELO DE ACCESO DE LOS INTERMEDIARIOS .....	14
4. OBJETIVOS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO.....	14
4.1. OFRECER UNA MAYOR ALTERNATIVA DE INVERSIÓN PARA LOS INVERSIONISTAS 14	
4.2. ESTABLECER UNA PLATAFORMA DE FINANCIAMIENTO REGIONAL MÁS AMPLIA PARA LOS EMISORES .....	15
4.3. OPTIMIZAR EL DESARROLLO DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES.....	15
4.4. INCENTIVAR EL PERFECCIONAMIENTO EN LA PARTICIPACIÓN DE LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN.....	15
4.5. PROMOVER Y FORTALECER LOS MERCADOS DE VALORES LOCALES.....	15
4.6. ALCANZAR ESTÁNDARES INTERNACIONALES.....	16
5. ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO .....	16
6. RELACIÓN BIDIRECCIONAL DE LAS ENTIDADES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES .....	16
<b>SECCIÓN II: EXPERIENCIAS PASADAS DE INTEGRACIÓN REGIONAL BURSÁTIL .....</b>	<b>17</b>
1. CARACTERÍSTICAS COMUNES DE LAS EXPERIENCIAS PASADAS DE INTEGRACIÓN BURSÁTIL CON EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO.....	17
1.1 ENFOQUE CULTURAL SOBRE LOS VALORES DE RENTA VARIABLE.....	17
1.2 DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL DE PORTAFOLIOS.....	18
1.3 LA INTENCIÓN DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE ELIMINAR SUS BARRERAS DE ENTRADA .....	18
2. DIFERENCIAS ENTRE LAS EXPERIENCIAS PASADAS DE INTEGRACIÓN BURSÁTIL Y EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO. ....	19
2.1 FLEXIBILIZACIÓN DE REGULACIÓN DEL MERCADO.....	19
2.2 FLEXIBILIZACIÓN DE REGULACIÓN DE PARTICIPANTES EN EL MERCADO.....	19
2.3 EL SISTEMA OPERATIVO EMPLEADO.....	19
2.4 LA MONEDA .....	22
2.5 FUSIÓN DE BOLSAS.....	22
<b>SECCION III: CIFRAS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO.....</b>	<b>23</b>
3.1. NÚMERO DE EMISORES .....	23
3.2. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN .....	24
3.3. NÚMERO DE OPERACIONES .....	25

4.4. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL.....	25
-----------------------------------	----

## **SECCIÓN IV: FORTALECIMIENTO DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO 27**

4.1. IDENTIFICACION DE FALLAS .....	27
4.1.1. <i>Factores Institucionales</i> .....	27
4.1.1.1. Factores Regulatorios.....	30
4.1.1.2. Factores de Supervisión .....	33
4.1.1.3. Factores de Promoción .....	34
4.1.2. <i>Factores Económicos</i> .....	34
4.1.2.1. Número de emisores.....	34
4.1.2.2. Volumen de negociación.....	36
4.1.2.3. Capitalización Bursátil .....	38
4.2. PROPUESTAS.....	39
4.2.1. <i>Factores Institucionales</i> .....	40
4.2.1.1. Factores de Regulación .....	40
ELIMINAR RESTRICCIONES LEGALES DE INGRESO AL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO .....	40
CREAR NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS.....	41
PERMITIR LA NEGOCIACIÓN CON NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS .....	42
ANALIZAR LA VIABILIDAD DE UN MERCADO DE DERIVADOS DENTRO DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO .....	43
PROMOVER UN SISTEMA DE TRIBUTACIÓN TRANSFRONTERIZO .....	43
4.2.1.2. Factores de supervisión:.....	43
GENERAR UN SISTEMA DE SUPERVISIÓN COMÚN .....	43
HOMOLOGAR SANCIONES DENTRO DE LOS REGLAMENTOS RESPECTIVOS .....	44
4.2.1.3. Factores de promoción:.....	44
INCENTIVAR UN CAMBIO DE ENFOQUE CULTURAL RESPECTO A LA INVERSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES .....	44
FACILITAR UN PROCESO DE COOPERACIÓN, CONSULTA E INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN Y EXPERIENCIAS CON LOS POTENCIALES NUEVOS MIEMBROS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO .....	45
4.2.1. <i>Factores Económicos</i> .....	46
4.2.1.1. Número de emisores.....	46
4.2.1.2. Volumen de negociación.....	46
4.2.1.3. Número de operaciones.....	46
4.2.1.4. Capitalización Bursátil .....	47
4.3. MATERIALIZACION DE LAS PROPUESTAS.....	46

<b><u>CONCLUSIONES .....</u></b>	<b>56</b>
----------------------------------	-----------

<b><u>RECOMENDACIONES.....</u></b>	<b>59</b>
------------------------------------	-----------

<b><u>BIBLIOGRAFIA .....</u></b>	<b>61</b>
----------------------------------	-----------

## INTRODUCCION

El presente trabajo de investigación tiene como finalidad efectuar un análisis apoyado en un enfoque normativo de la estructura del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y las fallas que presenta abarcando factores institucionales que implican aspectos regulatorios, de supervisión y promoción, que se han venido presentando desde el inicio de sus operaciones en mayo del año 2011; así como factores económicos que sirven de sustento técnico, para efectuar propuestas que abarquen cada uno de los aspectos mencionados a raíz de las fallas que serán descritas.

A raíz de la integración regional bursátil en la región latinoamericana, los mercados de valores de Perú, Chile y Colombia abrieron sus plazas bursátiles a un número indeterminado de potenciales inversionistas aun mayor al que anteriormente estaban expuestos; esto gracias a una iniciativa de promoción tanto privada como pública.

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), como veremos a lo largo del presente trabajo de investigación, se ha mantenido con modestos montos de negociación debido a impedimentos normativos, los cuales desde un punto de vista teórico y al mismo tiempo práctico han introducido una tendencia que coloca a algunos mercados de valores en desventaja frente a otros dentro de este modelo de negociación.

Con la finalidad de desarrollar los aspectos mencionados se ha dividido el presente trabajo en cuatro secciones. La primera sección se enfocará en la explicación teórica del funcionamiento del Mercado Integrado Latinoamericano, identificando sus características y objetivos principales, explicando el enrutamiento intermediado dado que resulta elemental para entender la integración regional bursátil en Latinoamérica, así como la relación bidireccional del sistema de liquidación y compensación de valores mobiliarios, para finalmente efectuar el análisis normativo.

En la segunda sección, se explicará, en base a experiencias pasadas de integración bursátil, cuales son las características comunes de aquellas experiencias con la integración materia del presente análisis y posteriormente se detallarán las diferencias entre ambas, con la finalidad de poder identificar claramente el panorama descrito en la sección primera y distinguirlo de las experiencias que se describirán en esta sección.

En la tercera sección se presentarán algunas cifras relevantes, en base a datos oficiales, con los cuales se promociona al Mercado Integrado Latinoamericano dentro de su plataforma virtual, con la finalidad de evidenciar la situación actual del mercado de valores peruano en el actual contexto.

En la cuarta sección, a la que se ha denominado Fortalecimiento del Mercado Integrado Latinoamericano, se identificarán sus fallas, analizando dos factores que considero abarcan los aspectos más importantes, como son los factores institucionales y los factores económicos. Estos mismos factores se emplearán para efectuar propuestas que subsanen las deficiencias descritas, teniendo como base el contexto en el que se desenvuelve esta integración y partiendo desde la experiencia de las integraciones anteriores.

Finalmente, se expondrá una conclusión que puede resultar poco atractiva para quienes mantienen una posición conservadora respecto del Mercado Integrado Latinoamericano, pero que, como se argumentará y demostrará, es la más realista.

## SECCIÓN I: EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

### 1. CONCEPTO DE INTEGRACIÓN REGIONAL BURSÁTIL

La integración regional bursátil consiste en la integración de los mercados de valores de los países que a iniciativa privada<sup>1</sup> o a iniciativa pública<sup>2</sup> promuevan la conformación de una única plataforma regional de inversión mediante la cual los agentes que intervienen en sus respectivos mercados de valores de manera local accedan a los mercados extranjeros.

La integración regional latinoamericana de los mercados bursátiles encuentra el escenario perfecto actualmente al encontrarse en el contexto del desarrollo de la Alianza del Pacífico, proyecto en el que precisamente se encuentran actualmente los mismos países que integran el Mercado Integrado Latinoamericano; es decir Perú, Chile y Colombia. De la misma forma México también forma parte de la Alianza del Pacífico y si bien no estuvo presente en el inicio de las operaciones del MILA ha manifestado su interés de integrar ésta plataforma de inversión para lo cual viene trabajando con las respectivas modificatorias normativas necesarias, tema que describiré en las próximas secciones.

Las autoridades de los países de Perú y Colombia ya venían desde fines del año 2007 e inicios del año 2008 enfatizando en la posibilidad de generar esta integración regional bursátil a raíz de una propuesta que efectuaron los países de Centroamérica, conformados por Costa Rica, El Salvador y Panamá; en reunión de la Federación Iberoamericana de Bolsas<sup>3</sup>. En aquella reunión los representantes de aquellos países centroamericanos presentaron la posibilidad de analizar dicha iniciativa encontrando que era una oportunidad interesante el romper las fronteras a través de la integración de sus mercados permitiéndoles a las empresas el ingreso a nuevos mercados de todos los países que conformaran el futuro proyecto, en aquel momento, a través de sus respectivas Bolsas de Valores.

Los miembros de la Federación Iberoamericana de Bolsas en aquella oportunidad vieron con esperanza y agrado aquella propuesta que esperaban se pudiera concretar pero tenían claro que no sería un trabajo fácil pues se debían adecuar varios aspectos que previamente debían ser modificados en los países de manera local para luego materializar el proyecto.

Es importante indicar que en un principio la integración únicamente comprendía los mercados de valores de Perú y de Colombia los cuales habían venido efectuando propuestas a raíz de la reunión descrita en líneas precedentes pero ninguno de los dos países se ponía de acuerdo sobre la ubicación pues ambos querían que se encontrara dentro de sus territorios, esto es, integrar pero dentro de las plataformas de cada una de sus bolsas que se encontraban ya previamente establecidas por lo que actualmente se puede identificar que en un principio la integración regional bursátil estaba siendo planteada como una fusión de ambas bolsas de valores.

---

<sup>1</sup> Entendiendo el término iniciativa privada como la promoción efectuada por los mecanismos centralizados de negociación en los cuales se efectúan operaciones respecto de los valores mobiliarios y por los agentes de intermediación encargados de remitir las órdenes de sus comitentes a dichos mecanismos, que se encuentren debidamente autorizados para tal efecto por el ente regulador respectivo.

<sup>2</sup> Entendiendo el término iniciativa pública como los pactos, acuerdos, reuniones o negociaciones efectuadas por los Estados, mediante las instituciones respectivas, que manifiesten su interés de formar parte de una integración en concreto.

<sup>3</sup> EL MILA: Palanca de financiamiento para el desarrollo. P. 15

Sin embargo, Chile manifestó su interés de formar parte de la integración condicionando su ingreso a la prevalencia de las plataformas de los tres países, solicitando que se efectúe una integración al mismo tiempo de los sistemas de compensación y liquidación de valores mobiliarios; con lo cual se empezaron a efectuar las labores entre los tres países mencionados.

Es así que posteriormente la Alianza del Pacífico surgió de un acuerdo netamente económico como fue el Foro del Arco del Pacífico Latinoamericano que a raíz de continuas y progresivas negociaciones generó actualmente que en su agenda se incluya la innovación de unir los mercados bursátiles de dichos países<sup>4</sup>. De ésta manera los mandatarios de los países en cuestión ya expresaban su apoyo y la disponibilidad de sus gobiernos de promover las modificaciones que fueran necesarias con la finalidad primordial de consolidar una sinergia de competitividad, defender la democracia y no negarle a sus pueblos la oportunidad de ser incluidos en la parte más activa de la sociedad moderna<sup>5</sup>.

Las razones fundamentales por las que se promovía la integración regional bursátil en la región latinoamericana era el lograr un mercado que fuera lo suficientemente líquido, profundo, desarrollado e inclusivo frente a otros que se encontraban y que actualmente siguen encontrándose muy por encima de los mercados de valores de Perú, Chile y Colombia como son el mercado de valores de México y sobre todo indiscutiblemente el mercado de valores de Brasil.

Esta premisa era importante para el desarrollo y promoción del proyecto pues la liquidez, profundidad, la inclusión financiera y el desarrollo son metas establecidas y definidas en todo mercado de valores, tanto para su mercado centralizado de negociación como aquellas transacciones extrabursátiles considerando un contexto en el que la mayoría de los mercados de valores empiezan a internacionalizarse y adoptar recomendaciones normativas unificadas al ser signatarios de la IOSCO<sup>6</sup>.

Esta integración regional latinoamericana es la forma que los países integrantes consideran la más idónea para generar valor agregado al desarrollo sostenido de sus economías frente a datos realísticos, mas no meramente de romanticismo por pertenecer a la misma región<sup>7</sup>. Dicha premisa se basa en aspectos concretos como el hecho que estos países en su conjunto representan el 55 % de las exportaciones de la región latinoamericana, lo cual acredita la importancia que obtienen como grupo organizado y estructurado.

## 2. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

Como toda plataforma de inversión del mercado de valores, el Mercado Integrado Latinoamericano cuenta con características que lo identifican como una plataforma única y atractiva tanto para los actuales participantes de cada uno de los mercados de valores locales

---

<sup>4</sup> La Alianza del Pacífico: Un Nuevo Modelo de Integración Económica para América Latina. P. 149 -158. Ius Inter Gentes. Revista de Derechos Internacional. Año 9 N° 9 Diciembre 2012.

<sup>5</sup> La Alianza del Pacífico: Un Nuevo Modelo de Integración Económica para América Latina. P. 153. Ius Inter Gentes. Revista de Derechos Internacional. Año 9 N° 9 Diciembre 2012.

<sup>6</sup> International Organization of Securities Commission

<sup>7</sup> La Alianza del Pacífico: Un Nuevo Modelo de Integración Económica para América Latina. P. 154. Ius Inter Gentes. Revista de Derechos Internacional. Año 9 N° 9 Diciembre 2012.

que lo conforman como para los potenciales inversionistas extranjeros que lo convertirían en una plataforma líquida y profunda.

## 2.1. AUTONOMÍA EN LA ADMINISTRACIÓN DE CADA MERCADO DE VALORES:

En base a lo descrito en el punto precedente se puede identificar que si bien la integración resultaba un proyecto aparentemente interesante para los países que manifestaban su interés de promoverlo, también es claro que en un inicio los países de Perú y Colombia querían que la integración se genere de una manera totalmente distinta; esto es a través de una fusión pues solicitaban que la integración se encuentre bajo su territorio.

Teniendo como base esta premisa es claro que en un principio la autonomía en la administración de cada mercado de valores no se encontraba en los planes de negociación. En este aspecto es importante recalcar que la autonomía fue propuesta de las autoridades del gobierno Chileno al señalar que su intención de ingreso a la integración regional bursátil en Latinoamérica se veía condicionada a que prevalezcan las plataformas de los tres países.<sup>8</sup>

Es así que el 8 de setiembre del 2009 a iniciativa privada por parte de las bolsas de valores y de las instituciones de compensación y liquidación de valores de los tres potenciales países integrantes del proyecto se presentó un documento denominado *Acuerdo de Intención* en el cual además de otros aspectos se proponía la independencia de las plataformas tecnológicas de cada bolsa de valores y de los sistema de compensación y de liquidación localmente empleados<sup>9</sup>.

De ésta manera cada mercado de valores local está facultado para emitir la regulación respectiva que establezca las reglas de juego tanto para sus participantes locales como para los potenciales participantes extranjeros que optaran por ingresar a invertir por medio de ésta plataforma única de inversión.

La autonomía en la administración de cada mercado de valores local es fundamentalmente una característica que marca la diferencia entre ésta integración regional bursátil con las anteriores experiencias de éste tipo como describiré en la segunda sección del presente trabajo de investigación referido a las experiencias pasadas de integración que se han dado.

Sin embargo, como identificaré en la tercera y cuarta sección la autonomía de cada plaza bursátil dentro de la integración materia del presente trabajo de investigación, como aspecto diferencial complementario, no ha sido beneficiosa en igualdad de condiciones para cada uno de los países que actualmente conforman la plataforma.

## 2.2. DIVISIÓN EN DOS FASES:

En la ciudad de Lima el 15 de enero del 2010 se estableció la Segunda Mesa de Trabajo de las entidades reguladoras en la que se venía trabajando con la finalidad de identificar un sistema de supervisión idóneo a fin de vigilar el accionar de los agentes participantes de los mercados de valores locales que representarían potenciales participantes al proyecto del Mercado Integrado Latinoamericano, en el cual aún se venía trabajando. Durante ésta reunión se emitió

---

<sup>8</sup> EL MILA: Palanca de financiamiento para el desarrollo. P. 19

<sup>9</sup> Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. Capítulo 7. La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA. Marcela Seraylán. Página 216

un documento denominado *Segundo Memorando de Entendimiento* en el cual se concluyó que teniendo en cuenta el impacto tecnológico y jurídico que implicaba la integración de tres mercados de valores y las consecuentes diferencias de la normativa aplicada localmente a cada uno se proponía reformular el proyecto y establecer una división de dos fases<sup>10</sup>.

Una primera etapa denominada Fase I en la cual se llevaría a cabo el ruteo de órdenes a través del enrutamiento intermediado que implicaba un enfoque transfronterizo de las operaciones bursátiles entre los participantes de los mercados de valores y el evidente reconocimiento de éstas. El reconocimiento de estas operaciones bursátiles transfronterizas teniendo como base la característica descrita en el punto precedente, que es la autonomía de cada plaza bursátil es efectuado por la entidad reguladora del mercado donde se tranzan los valores. Por ejemplo, si el inversionista “A” deseara adquirir valores mobiliarios que se encuentran listados en la bolsa de valores de Perú, Colombia o Chile deberá regirse por las normas de aquel país en el que se encuentre la Bolsa de Valores. Como describiré en la cuarta sección, ésta es una de las consecuencias que en la práctica han sido generadas por la autonomía descrita previamente y que origina ciertas fallas.

Posteriormente luego del desempeño generado por la Fase I se iniciará la Fase II en la cual se espera que, una vez consolidada la integración regional bursátil, se incremente el número de operaciones bursátiles transfronterizas. Asimismo, se espera que generando incentivos a los participantes y potenciales participantes de esta plataforma se permita incrementar la liquidez y profundidad de cada uno de los mercados de valores miembros. Posteriormente, generada la liquidez y profundidad se espera lograr el acceso directo a los mercados de valores extranjeros, reglas de negociación estandarizadas u homologadas y un sistema de compensación y liquidación transfronterizo.

En la Fase II se alcanzarían altos estándares, que permitirían a capitales extranjeros de diversas partes del mundo mirar a la región latinoamericana como una plataforma atractiva de inversión, mostrando una consolidación clara frente a distintas plataformas dentro de la misma región y fuera de la misma. Sin embargo, como describiré en la cuarta sección, esta Fase II se encuentra muy lejos de ser alcanzada debido a las fallas existentes.

### 3. INTEGRACIÓN REGIONAL BURSÁTIL, ENFOQUE NORMATIVO

Dentro de la integración regional bursátil se presentan diferencias entre la regulación empleada por cada país miembro de dicho proyecto respecto de un mismo objetivo. Asimismo es importante tener en cuenta que los objetivos primordiales de las entidades supervisoras de los mercados de valores en sus plazas bursátiles locales son velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de la información necesaria para tales propósitos<sup>11</sup>. En base a las dos premisas anteriores es imprescindible identificar que el enfoque normativo en el Mercado Integrado Latinoamericano será el resultado de un conjunto de reuniones entre los representantes de las entidades reguladoras y/o supervisoras con la finalidad de establecer vínculos sólidos de consulta, cooperación e intercambio de información. A partir de éste punto es que se promoverán eficientemente las respectivas modificaciones normativas necesarias para consolidar la integración regional bursátil.

---

<sup>10</sup> Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. Capítulo 7. La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA. Marcela Seraylán. Página 217

<sup>11</sup> Texto único concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, aprobado por Decreto Ley 26126. Artículo 1.

El enfoque normativo a analizar en el presente punto será identificado partiendo de la premisa que son tres Bolsas de Valores que conforman ésta integración como son la Bolsa de Valores de Lima, Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Comercio de Santiago; las cuales al estar dentro de tres países distintos y en base a la autonomía descrita previamente cuentan con reglas de juego distintas sobre las operaciones bursátiles que se efectúan en sus plataformas.

Estableciendo como pilar las tres funciones básicas de toda entidad reguladora y supervisora del mercado de valores independientemente de cualquiera de los tres países que actualmente lo conforman y teniendo claro que ninguna es más importante que la otra, esto es que tanto supervisión como regulación y a su vez promoción fueron precisamente incorporadas en las normas pertinentes para funcionar como un conjunto de piezas que conforman un mismo sistema y que están orientadas a obtener un mercado de valores que cumpla con los objetivos mencionados previamente.

De ésta manera el cambio normativo en el mercado de valores peruano necesario para proceder con la integración materia del presente estudio tuvo su sustento en una Disposición de junio del 2008 que le otorgaba la facultad a la Superintendencia del Mercado de Valores, en aquel momento denominada Comisión Nacional de Empresas y Valores, a flexibilizar ciertos requisitos y obligaciones requeridos por la Ley del Mercado de Valores en casos específicos como los de integración de bolsas estableciendo como requisito sine qua non la existencia previa de un convenio entre dichas bolsas y teniendo ciertas condiciones como pilares generales<sup>12</sup>. Partiendo de ésta modificación efectuada en el 2008 el enfoque normativo a emplear se divide en los siguientes puntos clave:

### 3.1 INSCRIPCIÓN DE LOS VALORES EN EL REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES

La negociación de los valores en el mercado secundario de cada una de las plazas bursátiles que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano se efectúa en el marco de los memorándum de entendimientos suscritos entre las entidades reguladoras de los países miembros. En tal sentido, al efectuar constantemente reuniones de coordinación, consulta y cooperación e inclusive de intercambio de información no debería existir una diferencia en el aspecto regulatorio referido a la inscripción o exoneración de ésta inscripción en el Registro Público que administre cada entidad.

Respecto al mercado de valores peruano, mediante el Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano, aprobado por Resolución CONASEV N° 107-2010-EF/94.01.1 y sus normas modificatorias, se establece en su artículo 9 las disposiciones que resultan aplicables para la inscripción de valores para oferta pública de valores extranjeros. Al respecto, cabe indicar que la obligación de verificar dicha inscripción es responsabilidad de la Bolsa de Valores de Lima previamente a la oferta pública secundaria y su respectiva promoción en el país.

---

<sup>12</sup>El Decreto Legislativo N° 1061 publicado el 28 de junio de 2008 modificó la Ley del Mercado de Valores de Perú señalando en su Segunda Disposición Final y Complementaria:

*“SEGUNDA.- Negociación de valores extranjeros: Para facilitar la integración de las bolsas, y la negociación de valores en forma simultánea en una o más bolsas, nacionales o extranjeras, CONASEV podrá exceptuar de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores a los valores extranjeros así como de cualquier otra obligación o requisito previsto en la Ley, siempre que medien convenios entre las entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados de negociación y cumplan las demás condiciones que CONASEV determine mediante norma de carácter general.”*

Respecto al mercado de valores colombiano, los artículos 5.1.1.1.1 , 5.1.1.2, 5.1.1.3, 5.2.1.1, 5.2.1.1.2, 5.2.4.1.1, 5.2.4.1.2, 5.2.4.1.3, 5.2.4.1.5, 5.2.4.1.6 y 5.2.4.1.7 del Decreto 2555 de 2010 de Colombia, establece que las entidades que ofrecerán públicamente valores deben estar inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores que administra la Superintendencia Financiera de Colombia.

Respecto al mercado de valores chileno, la Ley N° 18.045 del Mercado de Valores en su Título XXIV establece las disposiciones aplicables a la oferta pública de valores extranjeros en dicho país. Asimismo, en el artículo 189 de la citada norma se señala que la Superintendencia de Valores y Seguros podrá dictar las disposiciones que resulten aplicables a la negociación de valores extranjeros correspondientes a emisores bajo la supervisión de entidades con las que haya suscrito convenios de colaboración que permitan contar con información veraz, suficiente y oportuna sobre dichos valores y sus emisores. Sin embargo, se dispuso mediante Norma de Carácter General N° 352 que a efectos de negociar secundariamente valores extranjeros exclusivamente dirigidos a inversionistas calificados debe procederse previamente con la inscripción de los valores en el Registro de Valores Extranjeros. Dicha exigibilidad se presentó hasta antes de la publicación de la Resolución Exenta N° 246 mediante la cual se eximió de la obligación de inscripción a los valores extranjeros que forman parte, entre otros, del Registro Nacional de Valores y Emisores de Colombia, Registro Nacional de Valores de México y Registro Público del Mercado de Valores de Perú.

Evidentemente, no hay la misma aplicación para los tres países considerando que en el mercado de valores chileno no es exigible la inscripción en el Registro Público de su entidad de los valores negociados en el mercado secundario.

### 3.2 SISTEMA DE REVELACIÓN DE INFORMACIÓN POR PARTE DE LOS EMISORES

La finalidad primordial de efectuar una comparación normativa de los sistemas de revelación de información por parte de los emisores establecidos y regulados por las autoridades pertinentes en cada uno de los tres países que actualmente conforman el Mercado Integrado Latinoamericano radica principalmente en identificar cuáles serían las diferencias existentes que podrían estar promoviendo un ambiente de asimetría informativa entre los inversionistas y potenciales inversionistas de cada uno de los mercados de valores de los tres países considerando que como ya he mencionado líneas arriba uno de los principales objetivos de toda entidad reguladora y supervisora es velar por la transparencia de información mediante la revelación que sea necesaria para tales fines.

La importancia en la existencia y regulación de un hecho como relevante y que por ende genere una obligación de presentación a la Institución encargada de supervisar cada mercado de valores local radica básicamente en la implicancia que puede tener para la toma de decisiones de un inversionista o potencial inversionista; distinguiendo claramente entre inversionista sofisticado y sensato en los tres países miembros del Mercado Integrado Latinoamericano.

En el caso del mercado de valores peruano de acuerdo con el artículo 13° de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 y sus modificatorias las personas jurídicas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores y el emisor de valores inscritos, están obligados a presentar la información que la Ley de Mercado de Valores y otras disposiciones de carácter general establezcan, siendo responsables por la veracidad de dicha información.

El artículo 28° de la Ley del Mercado de Valores dispone que el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a la Superintendencia del Mercado de Valores y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna.

El sistema de revelación de información por parte de los emisores está regulado por el Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y otras comunicaciones, aprobado por Resolución CONASEV N° 0107-2002<sup>13</sup> y sus modificatorias<sup>14</sup>. Dicha norma establece la revelación de información periódica y eventual tanto para los emisores como para los valores mobiliarios que tengan inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores y de las ofertas públicas<sup>15</sup> que efectúen con los mismos.

El reglamento en mención califica como hecho de importancia claramente determinados supuestos<sup>16</sup> y establece la obligación expresa de presentar información eventual en éste caso a la Superintendencia del Mercado de Valores a más tardar al día siguiente de acontecido el hecho que es susceptible de ser informado por las vías establecidas previamente y reguladas por el supervisor<sup>17</sup>.

El reglamento en cuestión al mismo tiempo establece la obligación de la remisión de información financiera periódica por cierre de cada trimestre y al cierre de cada ejercicio.

En ese sentido, dentro del mercado de valores peruano con respecto a la presentación de información financiera (auditada anual o trimestral) o memoria anual, la regla es que éstas se deben presentar al día siguiente de haber sido aprobada por el órgano correspondiente siempre con observancia del plazo límite establecido para cada tipo de información. Estas disposiciones se encuentran en las siguientes normas:

---

<sup>13</sup>El Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y otras comunicaciones fue aprobado por Resolución CONASEV N° 0107-2002 publicado en el Diario Oficial el Peruano el 28 de diciembre de 2002.

<sup>14</sup>Las normas modificatorias del Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y otras comunicaciones han sido la Resolución CONASEV N° 049-2004-EF/94.10, Resolución CONASEV N° 00103-2009.

<sup>15</sup>Según la Ley del Mercado de Valores califica como oferta pública la invitación que efectúan una o más personas naturales o jurídicas la cual es dirigida al público en general o a un segmento de éste con la finalidad de efectuar cualquier acto jurídico orientado a la adquisición, enajenación, transferencia o traspaso de valores mobiliarios.

<sup>16</sup> “**Artículo 4 ° HECHOS DE IMPORTANCIA:** Se consideran hechos de importancia: 1. Los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico. 2. La información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV. 3. En general, la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos.”

<sup>17</sup>En el caso del Mercado de valores peruano el sistema de remisión de información regulado por la Superintendencia del Mercado de Valores y que es de aplicación para quienes se encuentran bajo su ámbito de supervisión dentro de los mercados de valores, mercado de productos y sistemas de fondos colectivos es el sistema virtual del MVNET.

- Resolución CONASEV N° 103-1999-EF/94.10 que aprobó el Reglamento de Información Financiera y Manual para la Preparación de Información Financiera.
- Reglamento del Mercado Alternativo de Valores - MAV / Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo Emitidos por Empresas en el MAV, aprobado por Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01.
- Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aprobado por Resolución SMV N° 00021-2013-SMV/01.
- Resolución CONASEV N° 00094-2002-EF/94.10 - Presentación de la Memoria Anual y el Documento de Información Anual.

Asimismo, con respecto a la obligación de presentar información intermedia individual correspondiente al cuarto trimestre es necesario señalar que, en el caso de aquellos emisores que también cuentan con valores inscritos en otros mercados regulados, éstos presentan anualmente y de manera reiterada solicitudes de excepción para la extensión de la fecha límite de presentación en razón de sus obligaciones de presentación de información en los otros mercados.

En el mercado de valores chileno, el artículo 9° de la Ley N° 18045 establece parámetros generales sin llegar a definir taxativamente el concepto claramente con lo cual no se establece una obligación expresamente clara de lo que califica como hecho de importancia; o como en dicho mercado de valores se conoce como hecho relevante<sup>18</sup>. Sin embargo, mediante Norma de Carácter General N° 30 y sus normas modificatorias<sup>19</sup> se establece taxativamente un desarrollo del concepto de hecho relevante indicando que califica como tal aquel hecho o información esencial respecto de las entidades inscritas en el Registro de dicho mercado de valores, de sus negocios, de ellas mismas o de sus valores.

En el mercado de valores colombiano, en el marco de las facultades otorgadas mediante los numerales 11 y 25 del artículo 189 de la Constitución Política y los artículos 40 literales f) y g), y 7 de la Ley 964 de 2005, se emitió el Decreto 3139 del 2006 que emite disposiciones de carácter general relacionadas a la organización y funcionamiento del mercado público de valores<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Ley del Mercado de Valores Chileno – Ley N° 18045

*“Artículo 9°.- La inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda la información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta. Se entiende por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”.*

<sup>19</sup> La Norma de Carácter General N° 30 de fecha 10 de noviembre de 1989 fue modificada mediante Normas de Carácter General N° 38 de fecha 30 de octubre de 1991, N° 44 de fecha 31 de octubre de 1992, N° 73 de fecha 12 de mayo de 1997, N° 129 de fecha 23 de enero de 2002, N° 143 de fecha 11 de junio de 2002, N° 147 de fecha 3 de octubre de 2002, N° 150 de fecha 24 de octubre de 2002, N° 160 de fecha 11 de febrero de 2004 y N° 210 de fecha 15 de enero de 2008.

<sup>20</sup> Concepto 2007073511-001 de fecha 28 de enero de 2008

Es así que la Resolución 400 de 1995, en su artículo 1.1.2.18<sup>21</sup> taxativamente señala una lista de hechos que califican son susceptibles de informar a la Superintendencia Financiera de Colombia, lo cual es reforzado mediante Concepto 2007073511 del 28 de enero de 2008 mediante la cual se efectúa un análisis de la regulación para el suministro de información relevante para el mercado público de valores, específicamente referido al listado de hechos sobre los cuales los emisores poseen el deber jurídico de informar.

Dentro del texto del artículo 1.1.2.18, se indica una lista de hechos sobre los cuales, en el mercado de valores de Colombia se tiene un deber jurídico de informar con lo cual claramente identificamos la primera diferencia normativa. Es importante indicar que si bien es cierto la Superintendencia Financiera de Colombia puede requerir cualquier información adicional, también es cierto que aquello se derivará de una actividad supervisora que pudiera no ser suficiente por el número de empresas que listan en el mercado de valores colombiano.

Del análisis efectuado a las regulaciones de los tres países respecto de éste primer punto se puede identificar que la diferencia primordial radica en que para el regulador peruano el requisito para que un hecho califique como relevante y por ende sea susceptible de informar es que afecte al precio del valor en cuestión, es decir la cotización del mismo que se genera a raíz del grado de afectación que puede darle la información que debe revelarse dejando abierta la posibilidad de ingreso de nuevos hechos de importancia que aunque no se encuentren dentro del listado deben ser informados. Sin embargo, en los mercados de valores de Chile y Colombia las normas analizadas establecen listas taxativas, dejando abierta la posibilidad que a solicitud del supervisor pueda requerirse información adicional.

Considero que el establecer listas taxativas genera asimetría informativa pues un sujeto que se encuentre bajo el ámbito de supervisión al no encontrar específicamente la situación dentro de la norma no la informará al mercado con lo cual un inversionista no podrá identificar la razón de la variación del precio del valor que desea adquirir o que posee teniendo en cuenta que la correcta formación de precios se genera a través de toda la información que sea necesaria y que el valor que se le da a los instrumentos financieros se basa específicamente en la información que se obtiene de él. Ésta situación será descrita en la cuarta sección en lo concerniente a fallas en factores regulatorios.

Resulta necesario indicar que los países miembros del MILA suscribieron un convenio de colaboración denominado “Adenda a los Memorándum de Entendimiento del 28 de octubre de 2009 y 15 de enero de 2010 y otros documentos”, mediante la cual las entidades reguladoras se comprometieron a realizar las gestiones necesarias para mantener en sus portales web, o en los medios de difusión de las bolsas de cada una de esas jurisdicciones, toda la información pública que los emisores de valores bajo su supervisión están obligados a difundir al mercado. Sin embargo, como se ha señalado al no haber una homologación de la regulación en éste aspecto puede presentarse alguna contingencia perjudicando al inversionista o potencial inversionista que desea acceder a una información específica que considera dentro de su mercado local como relevante o de importancia para basar su decisión de inversión.

---

<sup>21</sup> El artículo 1.1.2.18 del referido Decreto 3139, dispone que todo emisor debe divulgar, a través de los mecanismos previstos por esta Superintendencia, *“toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”*

### 3.3 SUPERVISIÓN DE CONDUCTAS: LOS ESTÁNDARES DE INTEGRIDAD Y TRANSPARENCIA DE MERCADO

La finalidad de efectuar una comparación normativa en los sistemas de supervisión establecidos en cada país para supervisar las conductas de quienes se encuentren bajo la jurisdicción de cada entidad de cada país radica en identificar la existencia de diferencias claramente marcadas en el tratamiento sancionatorio asignado a determinadas conductas que en los tres países miembros del Mercado Integrado Latinoamericano califican como infracciones pero que se sancionan de distinta manera en cada una de las tres plazas bursátiles.

En el caso del mercado de valores peruano, las conductas que califican como infracciones se encuentran reguladas en el Reglamento de Sanciones<sup>22</sup> y sus modificatorias<sup>23</sup>. En ésta plaza bursátil las sanciones son establecidas previo análisis del supervisor y de la aplicación de los criterios que establece mediante disposición de carácter general a materias específicas los cuales están orientados a dotar de predictibilidad la potestad sancionadora que posee y al mismo tiempo de desincentivar las conductas que transgredan el bien jurídico protegido que en éste caso es el interés público existente que se materializa en una incorrecta formación de precios y en algunos casos como una manipulación de los mismos.

En el caso del mercado de valores chileno, la situación es similar a la del peruano calificando una conducta como infracción y estableciendo la sanción específica de acuerdo a un análisis del capital humano encargado de tal labor.

Sin embargo en el caso del mercado de valores colombiano, se presenta una característica de importante relevancia. En este mercado, existe la Superintendencia Financiera de Colombia y al mismo tiempo la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores que se constituyó en 2006 con el objeto de agilizar trámites y gestiones orientados a obtener una autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia y supervisar el accionar de los agentes de intermediación. Con autorregulación debe entenderse que es una iniciativa de los participantes del mercado de valores, que autorizados por la entidad reguladora como es la Superintendencia Financiera de Colombia, son facultados a establecer las reglas de juego cuyo incumplimiento genera procedimientos de investigación que concluyen en sanciones pero dentro de los cuales el Estado no tiene intervención.

La característica con la que cuenta el Autorregulador del Mercado de Valores en Colombia que se asemeja a la verificación del cumplimiento normativo que se efectúa en las entidades supervisoras de Perú y Chile es que cuenta con un sistema de control interno que abarca políticas, principios, normas, procedimientos y mecanismos de evaluación y verificación a criterio del Consejo de este organismo. En este sistema de control interno se encuentran finalidades como mejorar la eficiencia y eficacia del mercado, prevenir y mitigar la comisión u omisión de conductas que puedan representar fraudes, velar por una gestión integral de riesgos financieros, dotar de confianza al mercado y velar en su conjunto por el cumplimiento de la normativa que regula al mercado de valores.

Esta autorregulación es una evidencia de la liquidez con la que cuenta el mercado de valores colombiano, sin embargo claramente una supervisión efectuada por los mismos participantes

---

<sup>22</sup>El Reglamento de Sanciones fue aprobado por Resolución CONASEV N° 055-2001.

<sup>23</sup>Las normas modificatorias del Reglamento de Sanciones son: Resolución SMV N° 006-2012-SMV/01 publicada el 16 de abril del 2012 y Resolución de Superintendente N° 101-2013-SMV/02 publicada el 21 de agosto de 2013.

del mercado de valores no tiene punto de comparación con una supervisión efectuada por funcionarios de una entidad supervisora que aplican criterios pre establecidos de manera totalmente imparcial anteponiendo por sobre todo los intereses de los inversionistas y la consecuente transparencia del mercado por sobre sus intereses propios.

En base a lo descrito en el presente punto queda identificado de la comparación normativa que encontramos otra diferencia elemental, la cual posteriormente dará origen a una falla que describiré en la sección cuarta de la presente investigación.

### 3.4 MODELO DE ACCESO DE LOS INTERMEDIARIOS

El acceso de los intermediarios en cada uno de los mercados de valores que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano será uno de los puntos básicos en el establecimiento de diferencias que se ven materializadas en los requerimientos prudenciales que cada institución supervisora y reguladora maneja como requisito que asegure la solvencia de dicho participante.

En el caso del mercado de valores peruano los requisitos prudenciales de acceso al mercado de valores como agente de intermediación se encuentran regulados tanto en el Reglamento de Agentes de Intermediación, como en los respectivos reglamentos de acuerdo a los servicios que se ofrecerán como son de Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos, Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, Sociedades Titulizadoras, Empresas Administradoras de Fondos Colectivos, Empresas Proveedoras de Precios, Sociedades Agentes de Bolsa, entre otras.

En el caso del mercado de valores chileno los requisitos de acceso se encuentran regulados en la Norma de Carácter General N° 16 que establece normas de inscripción para los agentes de valores y corredores de bolsa y su norma modificatoria la Norma N° 106 del 22 de enero del 2001.

La diferencia primordial en éste punto radica en los montos requeridos como capital mínimo para inicio de operaciones, teniendo en cuenta que la documentación requerida en el marco de las solicitudes de organización y funcionamiento en los tres mercados resulta similar. Es cierto que el capital mínimo requerido es importante porque se establece como barrera de entrada para contar con agentes de intermediación que incurran en dichos costos al saber que cuentan con el capital humano y tecnológico necesario para brindar servicios eficientes y de esta manera proteger a los inversionistas; sin embargo en una plataforma única de inversión en la que se pretende beneficiar en igualdad de condiciones a cada uno de los mercados de valores que la conforman es evidente identificar que aquel mercado en el que los requisitos prudenciales sean más beneficiosos para los agentes será el mercado de valores beneficiado para el incremento de número de agentes participantes.

## 4. OBJETIVOS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

### 4.1. OFRECER UNA MAYOR ALTERNATIVA DE INVERSIÓN PARA LOS INVERSIONISTAS

Mediante el Mercado Integrado Latinoamericano se genera un incremento potencial de mayor oferta para los inversionistas considerando que en cada uno de los mercados de valores de los tres países existen sectores predominantes. En el caso del mercado de valores peruano predomina el sector de la minería, en el caso del mercado de valores chileno predomina el sector de las telecomunicaciones y de servicios; y en el caso del mercado de valores

colombiano predomina el sector financiero y de hidrocarburos. Bajo ésta premisa indiscutiblemente se genera una posibilidad adicional para los inversionistas y potenciales inversionistas pues se les permite efectuar una mayor diversificación sectorial de sus portafolios de inversión.

#### 4.2. ESTABLECER UNA PLATAFORMA DE FINANCIAMIENTO REGIONAL MÁS AMPLIA PARA LOS EMISORES

Uno de los principales objetivos del Mercado Integrado Latinoamericano fue el generar una plataforma aún más grande de financiamiento para los emisores a nivel de la región latinoamericana. Bajo ésta premisa los emisores inscritos en el Registro Público de cada mercado de valores local puede acceder a colocar sus valores en los otros dos países que conforman el mercado en cuestión, de ésta manera los emisores que necesiten financiamiento para el desarrollo de sus actividades económicas podrán ampliar su perspectiva e incluir un número mayor de potenciales inversionistas al ver a los tres países como un universo único de inversión en mercado de valores.

#### 4.3. OPTIMIZAR EL DESARROLLO DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES.

Al promover el Mercado Integrado Latinoamericano se espera también como objetivo complementario el generar un desarrollo de las operaciones bursátiles que se trazan en cada mercado local, fortaleciendo las relaciones entre los agentes de intermediación locales al establecer relaciones de consulta, cooperación e intercambio de información que estén orientadas a perfeccionar los mercados de valores locales para que en su conjunto al ser visto como una plataforma de inversión alcance estándares internacionales que puedan permitir que tanto en el corto, mediano y largo plazo pueda ser visto como alternativa de financiamiento e inversión para los capitales de resto del mundo y de esta manera se genere un valor agregado a las economías de los tres países

#### 4.4. INCENTIVAR EL PERFECCIONAMIENTO EN LA PARTICIPACIÓN DE LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN

Como bien se recuerda la promoción privada del Mercado Integrado Latinoamericano mencionada en las primeras líneas del presente documento fueron motivadas principalmente por agentes de intermediación que vieron la oportunidad perfecta para, a través de una unificación de reglas, poder acceder a mercados extranjeros, lo que para sus expectativas se materializaría en reducción de costos, barreras de ingreso y ampliación de perspectivas de negocios.

Este objetivo actualmente lo vemos materializado más allá de la regulación de la integración materia del presente trabajo de integración, en el caso del Banco de Inversión Regional Credicorp que está conformado por IM Trust de Chile, Correal de Colombia y BCP de Perú. De ésta manera el objetivo de incentivar el perfeccionamiento en la participación de los agentes de intermediación y de los participantes en general del mercado de valores a nivel de región latinoamericana se viene cumpliendo, lo cual en general para la economía resulta positivo.

#### 4.5. PROMOVER Y FORTALECER LOS MERCADOS DE VALORES LOCALES

La finalidad de éste tipo de proyectos de integración en el que se generan costos para llegar a materializar el resultado y obtener los beneficios deseados únicamente se llevan a cabo si luego del análisis costo – beneficio resultan mejores los beneficios que los costos asumidos. En

el caso del Mercado Integrado Latinoamericano la finalidad es promover y fortalecer los mercados de valores locales de cada uno de los países que conforman ésta integración con miras a ser lo suficientemente líquidos, profundos e integrados. Estas características serán alcanzadas gracias a una mayor rotación de compra y venta de valores mobiliarios que deberían generarse a raíz de implementar la posibilidad de dotar de mayores opciones de inversión a los inversionistas y potenciales inversionistas a través de la diversificación descrita previamente; y por otro lado también gracias a los emisores que potencialmente podrán emitir nuevas ofertas públicas de valores mobiliarios considerando que podrán dirigirlas a un mayor número de inversionistas.

#### 4.6. ALCANZAR ESTÁNDARES INTERNACIONALES

Los objetivos descritos previamente en su conjunto nos llevan a un objetivo final que es el alcanzar altos estándares internacionales a la plataforma única de inversión de la región latinoamericana, permitiendo que capitales extranjeros la vean como una atractiva posibilidad de inversión frente a otras dentro y fuera de la región. De ésta manera gracias a éste último objetivo descrito se identifica que en conjunto los beneficios obtenidos abarcan todos los aspectos tanto por el lado de los emisores, de los inversionistas, de los agentes de intermediación, de los mercados de valores y de la región generando valor agregado en cada participante del mercado.

#### 5. ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO

El enrutamiento intermediado consiste en el medio empleado durante la Fase I del Mercado Integrado Latinoamericano a través del cual los agentes de intermediación de los mercados de valores locales podrán acceder a los mercados de valores extranjeros direccionando las órdenes de sus comitentes. Este mecanismo está fundado en acuerdos de corresponsalía firmados previamente entre los agentes de intermediación de los países integrantes del mercado integrado. Empleando este tipo de ruteo de órdenes la responsabilidad sobre las operaciones efectuadas que deriven de las órdenes emitidas inicialmente por los comitentes extranjeros recae sobre el agente de intermediación debidamente autorizado para operar dentro del mercado en el cual se encuentren inscritos y listados los valores.

#### 6. RELACIÓN BIDIRECCIONAL DE LAS ENTIDADES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Las entidades de compensación y liquidación de valores son participantes imprescindibles en los mercados de valores de los países miembros del Mercado Integrado Latinoamericano toda vez que mediante éstas se efectúa, como su propia denominación indica, la compensación y la liquidación de los valores respecto de los cuales se efectúan operaciones. Sin embargo, al ser las operaciones transfronterizas permitidas mediante el enrutamiento intermediado adquiere cierta complejidad el sistema a emplear razón por la cual se estableció que durante la Fase I del Mercado Integrado Latinoamericano CAVALI, por el lado de Perú; DCV, por el lado de Chile; y DECEVAL, por el lado de Colombia suscriban convenios estableciendo relaciones bidireccionales.

## **SECCIÓN II: EXPERIENCIAS PASADAS DE INTEGRACIÓN REGIONAL BURSÁTIL**

### **1. CARACTERÍSTICAS COMUNES DE LAS EXPERIENCIAS PASADAS DE INTEGRACIÓN BURSÁTIL CON EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO.**

La integración regional bursátil latinoamericana no es la primera integración de mercados bursátiles en el mundo, algunas de las cuales considero que han sido las más importantes son por un lado la integración Euronext en Europa que conformaba a la Bolsa de Valores de París de Francia, la Bolsa de Valores de Bruselas de Bélgica, la Bolsa de Valores de Ámsterdam de Holanda, la Bolsa de Valores de Lisboa e Porto de Portugal, la Bolsa de Valores Internacional de Opciones y Futuros Financieros de Londres (LIFFE) del Reino Unido.

En este punto en mi opinión es importante señalar el proyecto de integración bursátil de los países centroamericanos descrito en la sección primera de la presente investigación el cual es denominado “Proyecto SECMCA – BID Estrategia de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericano – Integración de los Mercados de Valores Centroamericanos” el cual abarca a los países de Panamá, Costa Rica, El Salvador; con potenciales ingresos de Nicaragua, Guatemala y Honduras.

Considero que las experiencias de notable reconocimiento son las europeas en base a las cuales emplearé un sistema comparativo que establezca qué tienen en común éstas con la integración materia del presente estudio tomando como referencia un importante estudio efectuado en The London School of Economics<sup>24</sup>, para posteriormente poder identificar las razones por las que existen fallas en la integración regional bursátil latinoamericana que serán descritas en la tercera sección del presente trabajo de investigación.

Sin perjuicio de ello, considero importante señalar que únicamente se está considerando las experiencias europeas con la finalidad de identificar un punto inicial de referencia considerando que como será descrito en la presente sección hay una marcada diferencia entre una alianza estratégica de mercados y una integración en el marco de la Unión Europea.

#### **1.1 ENFOQUE CULTURAL SOBRE LOS VALORES DE RENTA VARIABLE**

Una característica que mantienen en común el Mercado Integrado Latinoamericano con las integraciones regionales europeas es que el enfoque cultural mantenido sobre el listado de empresas en la bolsa de valores se encuentra en un cambio constante que termina favoreciendo a la amplitud y profundización del mercado de valores con lo cual significan potenciales nuevos valores sobre los cuales puedan efectuarse negociaciones<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> European Stock Market Integration and Economic growth: a theoretical perspective. National and Kapodistrian University of Athens. Department of Economics. 1<sup>st</sup> Symposium of Modern Greece. Anna Vasila. London, June 21, 2003.

<sup>25</sup> Principalmente éste tipo de cambio constante de enfoque sobre la percepción de listar en bolsa y emitir instrumentos representativos de capital que es promovido por la Superintendencia del Mercado de Valores se materializa por ejemplo en la Ley N° 29720 – Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales en su artículo 5, el cual establece la presentación de información financiera de empresas no supervisadas pero que cuyas ventas anuales por venta de bienes o prestación de servicios superen 3000 UIT lo cual incentiva a las empresas a efectuar un cambio cultural respecto del mercado de valores y todo lo que implica como alternativa de financiamiento para el desarrollo de sus actividades económicas.

Ésta primera característica en común es identificable en todas las integraciones descritas en la presente sección, bajo mi criterio las integraciones inician sus operaciones con éste tipo de valores mobiliarios al ser los comúnmente negociados en un mecanismo centralizado de negociación, por ser además representativos de capital de sociedades que se encuentran listadas en bolsas de valores y porque si lo que se desea es una integración efectiva debe iniciarse por el peldaño más simple.

## 1.2 DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL DE PORTAFOLIOS

Una de las características en común es que mediante la integración de mercados se facilita y se promueve una diversificación sectorial en los portafolios de inversión de los inversionistas en base a su rentabilidad esperada y su tolerancia al riesgo como elementos básicos en el horizonte temporal de una decisión de inversión<sup>26</sup>.

La diversificación es una segunda característica que tienen en común las experiencias pasadas de integración regional bursátil con el Mercado Integrado Latinoamericano y se ve explicada básicamente en la existencia de distintos emisores listados en cada mercado de valores local que ofrecen al mismo tiempo distintos tipos de instrumentos financieros.

Al respecto, resulta importante indicar que la integración de mercados bursátiles reduce el riesgo sistémico el cual es inherente a todos los mercados. Esto generado por la diversificación sectorial que los inversionistas efectúan a sus portafolios de inversión. De ésta manera dirigiendo sus capitales hacia nuevos sectores, los cuales se encuentran en mayor desarrollo en los mercados de valores extranjeros, logran reducir el riesgo de sus inversiones y potencialmente elevando sus rentabilidades.

## 1.3 LA INTENCIÓN DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE ELIMINAR SUS BARRERAS DE ENTRADA

Es un claro punto que se mantiene en común con las integraciones europeas bursátiles pues al existir la intención ésta se materializará en reuniones y claros vínculos de cooperación, consulta e intercambio de información con la finalidad de promover eficientemente la integración. Según Miguel Arango el principal avance de esta integración es precisamente que los actores de los tres mercados hayan suscrito un acuerdo con la finalidad de trabajar en este proyecto<sup>27</sup>. En el sentido opuesto una clara diferencia y falta de confianza entre los encargados de promover esta integración se materializará en un fracaso y una ejecución de costos y esfuerzos en vano. Si bien considero que existe la intención y buena disposición de los países miembros, también es cierto que existen hechos que se han venido dando en este contexto y que podrían afectar a los vínculos establecidos<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> En el mercado del mercado integrado latinoamericano la diversificación sectorial radica en el mercado de valores peruano el sector minero, en el mercado de valores colombiano el sector financiero y energético; y en el mercado de valores chileno el sector de servicios y telecomunicaciones.

<sup>27</sup> CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Importantes avances, grandes desafíos: Desarrollos y perspectivas del MILA, p. 12 – 13. Diciembre 2012 N° 53

<sup>28</sup> La bolsa Colombiana pretendía comprar en el 2011 a la Bolsa de Valores de Lima mediante la figura de la fusión de bolsas dejando de lado a Chile dado que no contaba con el marco normativo necesario para llevar a cabo dicha operación. Dicha intención se cayó en agosto del 2011 pero pudo debilitar los niveles de confianza establecidos y que son requeridos para un efectivo proceso de integración bursátil.

En el caso del Mercado Integrado Latinoamericano la intención se manifiesta claramente en el contexto de la Alianza del Pacífico que describí en la primera sección con lo cual desde un inicio se identifica claramente que las reuniones de trabajo que sean necesarias contarán con el apoyo del sector público de cada uno de los países que conforman la plataforma de inversión.

## 2. DIFERENCIAS ENTRE LAS EXPERIENCIAS PASADAS DE INTEGRACIÓN BURSÁTIL Y EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO.

### 2.1 FLEXIBILIZACIÓN DE REGULACIÓN DEL MERCADO

En éste punto según The London School of Economics la importancia radica en el hecho que la desregulación de ciertos aspectos permite que las empresas listadas en los mercados locales y sus respectivos valores representativos de capital puedan competir de una manera efectiva con sus pares extranjeros en la misma plataforma de inversión<sup>29</sup>. Si bien es cierto que en el caso concreto del Mercado Integrado Latinoamericano las entidades implicadas han mostrado una disposición a adecuar las modificaciones necesarias para que la integración regional funcione a cabalidad, también es cierto que dicha voluntad aún no se ha visto materializada en aspectos como por ejemplo la clara diferenciación tributaria, que resulta un factor diferencial complementario, presente en cada uno de los tres países, la falta de unificación de reglas de negociación en cada uno de los mecanismos centralizados de negociación, la homologación de la regulación, entre otros.

### 2.2 FLEXIBILIZACIÓN DE REGULACIÓN DE PARTICIPANTES EN EL MERCADO

Según The London School of Economics flexibilizar los requisitos exigidos a los agentes participantes del mercado permitiría incrementar su competencia en la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano<sup>30</sup>. Este punto sería una clara diferencia en la integración regional latinoamericana considerando que si bien las modificaciones efectuadas hasta el momento han abarcado aspectos de la integración como conjunto, aún no se han reducido los requisitos para que los agentes se vean motivados a acceder a esta plataforma de inversión como reducción de capital mínimo, ampliación de límites y criterios de diversificación, entre otros.

### 2.3 EL SISTEMA OPERATIVO EMPLEADO

Una característica principal de las integraciones regionales europeas radica en el hecho que el sistema operativo de negociación empleado cumple taxativamente con ser simple, rápido, barato y reduce la necesidad de tantos agentes de intermediación<sup>31</sup>. Claramente y a simple

---

<sup>29</sup> El estudio de The London School of Economics está fundado en los diferentes contextos por los que atraviesa cada país que forme parte de una integración que si bien toma como referencia los estándares internacionales establecidos por la International Organization of Securities Comissions al incorporarse como signatario del Memorandum Internacional de Entendimiento entre las comisiones de valores de todo el mundo, éstos no tienen carácter vinculante obligatorio al no estar dentro de dicha organización.

<sup>30</sup> La competencia a la que se hace referencia toma en consideración las diferencias entre los requisitos exigidos a cada uno de los participantes dentro de los tres mercados por independiente marcando así una clara y fuerte diferencia en cada uno y consecuentemente colocándolo en una clara situación de desventaja para ingresar potencialmente al MILA.

<sup>31</sup> Actualmente para poder negociar valores en la Bolsa de Valores de Lima debe efectuarse en el sistema operativo del ELEX al cual se debe suscribir efectuando un previo pago que varía de manera trimestral, semestral o anual y que únicamente sirve como referencia pues debe contarse en todo momento con la intervención de un agente de intermediación que es el responsable de ejecutar las órdenes tanto de compra como de venta.

vista se observa que dicha característica no se cumple en la integración materia del presente estudio dado que el sistema operativo de negociación sigue siendo el mismo en cada mercado local y la única forma de acceder a él para ejecutar las órdenes es mediante el empleo del enrutamiento intermediado y todos los aspectos que éste abarca<sup>32</sup>. En base a ésta premisa se concluye que el sistema operativo empleado actualmente no reduce la necesidad de tantos agentes de intermediación, pero que con medidas como el Acceso Directo al Mercado se puede contrarrestar<sup>33</sup>. Sin embargo, la falta de presencia de ésta medida en los tres países previo al inicio de operaciones de la Fase I denota una clara diferencia en comparación a la homologación de las integraciones europeas. A efectos de comprender éste punto se adjunta el siguiente cuadro:

CAMPO OPERATIVO	BVL	BVC	Bolsa Comercio	COMENTARIOS
Variación Porcentual de Precio	✓	✗	✓	La BVC no envía este campo.
Tendencia marcada por la última operación	✗	✓	✓	En BVL no se difunde indicador de tendencia (que indica cotización al alza o a la baja).
Límite mínimo del rango de precios permitido	✓	✓	✗	En BCS no se aplica control de precios (mediante un rango de precios) como regla general aplicable a todo el mercado o un segmento del mismo, pero se aplica rango dinámico de precios que fija una variación máxima de 20% con respecto a cotización vigente para las órdenes ruteadas hacia su mercado a través de su Gateway FIX.
Límite máximo del rango de precios permitido	✓	✓	✗	
Precio Indicativo de subasta	✓	✓	✗	La BVC no envía este campo.
Precio de Referencia	✗	✓	✗	El precio de Referencia se emplea en BVC para establecer el rango precios permitido (en el segmento de acciones liquidas). En BVL esta función la cumplen el "precio anterior", junto con mejor precio de compra al cierre de ayer y mejor precio de venta al cierre de ayer. El precio de referencia en BVC puede variar durante la jornada, como resultado de adjudicaciones en las denominadas subastas de

<sup>32</sup>Véase sección I

<sup>33</sup> El Acceso Directo al Mercado aprobado por RSMV N° 24-2012-SMV/01 en junio del 2012 el cual permitirá que los inversionistas puedan acceder al sistema operativo a fin de negociar valores de renta variable en operaciones al contado enrutando sus órdenes al mecanismo centralizado de negociación de la BVL a través del ELEX reduciendo así el tiempo entre envío de orden y ejecución de la misma. Éste tipo de medidas ya era empleado anteriormente en Chile y Colombia.

				“volatilidad”.
Precio Ex Derecho	✓	✗	✗	En BVC y BCS no se ajusta las cotizaciones por concepto de precio Ex-Derecho.
Mejor precio de compra al cierre de ayer	✓	✗	✗	Únicamente la BVL reporta éstos campo.
Mejor precio de venta al cierre de ayer	✓	✗	✗	
Periodo Ex-dividendo	✗	✓	✗	En BVL y BVC el precio promedio ponderado se calcula considerando todas las operaciones. En BCS se calcula considerando solo las operaciones que marcan precio.
Mejor Precio de Compra	✓	✓	✓	LA BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Mejor Precio de Venta	✓	✓	✓	LA BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Cantidad acumulada a mejor precio de compra	✓	✓	✓	LA BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Cantidad acumulada a mejor precio de venta	✓	✓	✓	LA BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Precio última Operación que marco cotización	✓	✓	✓	<p>BVL y BCS envían "precio anterior" (ultimo precio de cierre registrado en jornadas previas) en el campo que corresponde al último precio registrado en la jornada actual, cuando no hay ninguna transacción que haya marcado cotización durante dicha jornada.</p> <p>Cuando, durante la jornada actual, se registra la primera operación que marca cotización el campo correspondiente es actualizado con el precio de dicha transacción.</p> <p>En el caso de BCS este esquema es similar al que aplica su sistema de negociación.</p> <p>En el caso de BVL no, ya que en el sistema de negociación de BVL el precio anterior se muestra en un campo separado.</p>
Hora última Operación que marco cotización	✓	✓	✓	La BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Precio Máximo establecido en la jornada	✓	✓	✓	La BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Precio Mínimo establecido en la jornada	✓	✓	✓	La BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Precio promedio				En BVL y BVC el precio promedio ponderado se calcula considerando todas las operaciones. En BCS se

ponderado en la jornada	✓	✓	✓	calcula considerando solo las operaciones que marcan precio.
Variación Porcentual de Precio	✓	✗	✓	La BVC no envía este campo.
Cantidad de acciones negociada en la jornada	✓	✓	✓	La BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.
Monto efectivo negociado en la jornada	✓	✓	✓	La BVL, BCS y BVC contemplan éste campo.

## 2.4 LA MONEDA

Dentro de la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano no se establece como requisito para operar la conversión de todos los montos a una moneda única a diferencia de las integraciones regionales europeas en cuyo caso la única moneda de negociación es el euro, el cual cuenta con aceptación y negociación por todo el continente europeo más allá de la integración bursátil.

## 2.5 FUSIÓN DE BOLSAS

Quizás uno de los temas principales al hacer referencia a las diferencias entre integraciones bursátiles europeas y el Mercado Integrado Latinoamericano radica en el hecho que las primeras se basan en fusiones de bolsas mediante las cuales se establece un único órgano que la regula, supervisa y promueve. Por el contrario de acuerdo a lo descrito en la sección primera de la presente investigación en la integración regional bursátil se mantiene la administración en cada uno de los mercados locales que la conforman dificultando así aún más la consolidación a largo plazo.

Según Alberto Arregui, CIO de Compass Perú; quizás el caso más exitoso es Euronext, sin embargo en dicho caso la situación fue totalmente diferente a la actual teniendo en cuenta que previo a la integración se consolidaron las condiciones políticas, macroeconómicas, legales, regulatorias, financieras y tributarias y en base a dicho contexto posteriormente se efectuaron y concretaron las fusiones para terminar el proceso en su conjunto con la final y completa integración de los mercados<sup>34</sup>. Teniendo como fundamento ésta premisa se puede identificar que en el caso concreto del Mercado Integrado Latinoamericano la situación está evolucionando partiendo del final lo cual no significa que no funcione a largo plazo pero sí que encontrará un mayor número de obstáculos que identificará poco a poco durante todo el proceso de consolidación y que podría demorar la consolidación esperada.

<sup>34</sup>CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. El MILA: Un largo Camino por recorrer. Marzo 2013 N° 56. Marzo 2013 , p. 15

### SECCION III: CIFRAS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

Partiendo de la premisa que el Mercado Integrado Latinoamericano tiene potenciales objetivos, los cuales ya han sido descritos previamente en la sección primera y considerando que luego de casi tres años de iniciadas sus operaciones, por analogía simple, en teoría los objetivos deberían haber sido materializados en cada plaza bursátil que lo compone, de lo contrario los beneficios que promovieron esta integración no habrían sido bien calculados.

Con la finalidad de llegar a una final perspectiva es necesario efectuar un análisis a las cifras que reflejen el desempeño de la integración en cada uno de los tres mercados de valores, desde aspectos fundamentales como son la variación del número de emisores, del volumen de negociación, del número de operaciones y de la capitalización bursátil en cada uno de los tres mercados individualmente.

#### 3.1. Número de emisores

El número de emisores listados en las Bolsas de Valores brinda a cada mercado una característica principal que lo oferta como una potencial vía de diversificación de inversiones considerando que cada plaza bursátil tiene diferencias marcadas en éste aspecto. Por ejemplo, en el caso del mercado de valores peruano el sector predominante es el sector minero; en el caso del mercado de valores chileno el sector predominante es el sector de servicios; y en el caso del mercado de valores colombiano el sector predominante es el sector de hidrocarburos y financiero.

**GRAFICO N° 1<sup>35</sup>**

Total Emisores	30-May	31-Oct
Total Emisores en Chile	228	228
Total Emisores en Colombia	84	83
Total Emisores en Perú	229	233
Total Emisores MILA	541	544

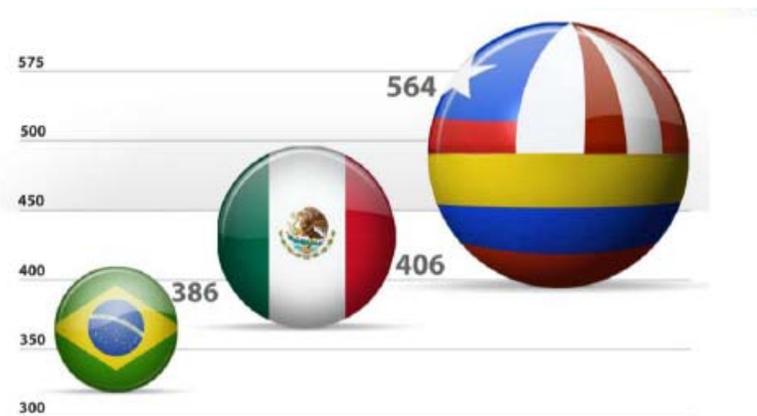
De acuerdo a lo identificado en el **GRAFICO N° 1** se observa que en el caso del mercado de valores peruano contaba con 229 emisores a la fecha de inicio de operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano. En el caso del mercado de valores chileno su número inicial de emisores listados a la fecha de inicio de operaciones de la integración era de 228 y en el caso del mercado de valores colombiano era de únicamente 84 emisores listados.

Si efectuamos una operación simple identificamos que el Mercado Integrado Latinoamericano a la fecha de inicio de operaciones contaba en su conjunto con un total de 541 emisores listados en las tres plazas bursátiles que lo componen, lo cual lo coloca por encima de sus competidores directos.

El número de emisores listados en el Mercado Integrado Latinoamericano como tal dentro de la región implicaba un foco de inversión atractivo pues se esperaba incrementalmente potencialmente la oferta de valores destinado a un número indeterminado de inversionistas y potenciales inversionistas comparándolo con Brasil y México, lo cual se presenta en el siguiente gráfico:

<sup>35</sup> MILA News. Noviembre 2011 / N° 1. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

**GRAFICO N° 2**

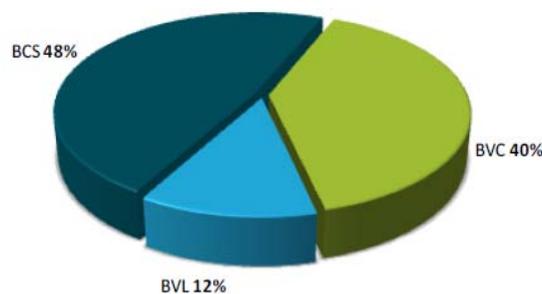


Tal y como se puede apreciar a primera vista de los datos presentados en el **GRAFICO N° 2** el número de emisores del Mercado Integrado Latinoamericano en la etapa de negociación de las entidades reguladoras y supervisoras a diciembre del 2009 se encontraba muy por encima de México y Brasil. Esto implicaba que contaría con un potencial mayor de oferta a comparación de sus pares en la región; haciéndolo atractivo para atraer nuevos capitales y profundizar en teoría cada uno de los mercados que lo componen, sin embargo como se describirá más adelante, esta situación no genera valor agregado a nuestro mercado de valores y no logra el objetivo principal que se promociona en cada referencia que se hace de esta integración.

### 3.2. Volumen de negociación

El volumen de negociación que posee cada plaza bursátil independientemente una de otra, se define específicamente por la liquidez de los valores mobiliarios que se negocian en ellas. Ésta liquidez se ve generada por la demanda que existe, representada por la cantidad de inversionistas y potenciales inversionistas; los mismos que deben verse incentivados a efectuar actos jurídicos que supongan enajenación o adquisición de sus activos. En teoría, el Mercado Integrado Latinoamericano como se ha descrito en la sección primera, incrementa el número de potenciales inversionistas, al considerar como un todo al conjunto de inversionistas y potenciales inversionistas peruanos, colombianos y chilenos, con lo cual en la práctica el beneficio debería verse materializado en un incremento del volumen de negociación, lo que brindaría a cada mercado la tan ansiada liquidez y que los posicionaría, no solo en conjunto sino además individualmente a cada plaza bursátil como un escenario atractivo de inversión de nuevos capitales extranjeros.

**GRAFICO N° 3<sup>36</sup>**



<sup>36</sup> MILA News. Noviembre / N° 1. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

En el Mercado de Valores Peruano, durante los primeros meses de vigencia del MILA, la negociación ascendió a USD \$ 5.390 millones, equivalentes al 12% del total del mercado integrado.

En el Mercado de Valores Chileno, durante el mismo período, se negociaron USD \$ 22.094 millones, equivalentes al 48% del total. En el Mercado de Valores Colombiano, la negociación ascendió a USD \$ 18.827 millones, representando el 40% del total. Tal y como es presentado en el **GRAFICO N° 3** durante los primeros meses de negociación era la plaza bursátil chilena la que contaba con un mayor número de operaciones en el marco del MILA, seguida de la plaza bursátil colombiana y, en último lugar, muy por debajo de sus pares, se encontraba nuestra plaza bursátil limeña.

Una primera interrogante se plantea en éste contexto. ¿Por qué si la plaza bursátil limeña contaba a la fecha de inicio de operaciones con un mayor número de emisores listados, dicha superioridad no se ve reflejada en el volumen negociado durante los primeros meses de la integración?

### 3.3. Número de operaciones

El número de operaciones va ligado a la liquidez mencionada líneas precedentes, sin embargo es indispensable señalar que no necesariamente el número de operaciones define la profundidad del mercado de valores independientemente si se tratase del peruano, chileno o colombiano. Esta situación se fundamenta en que un mismo valor mobiliario puede ser transado innumerables veces durante el mismo día, mes o hasta año, con lo cual únicamente se incrementaría la rotación de los valores mobiliarios pero el mercado de valores visto como un todo seguiría siendo el mismo.

Durante el año 2010 previo a la integración regional bursátil latinoamericana el mercado de valores peruano contaba con 281,465 números de operaciones en valores de renta variable según el Anexo Estadístico 2010 del Boletín Anual 2010 de la Bolsa de Valores de Lima.

### 4.4. Capitalización Bursátil

La capitalización bursátil se encuentra multiplicando la cantidad de valores mobiliarios que posee un mercado de valores por el precio de cada valor, lo cual sirve para comparar al mercado de valores frente a otros en el mismo contexto. En teoría el Mercado Integrado Latinoamericano visto como un todo incrementa la capitalización bursátil de los tres mercados de valores vistos como una única plataforma de inversión y sirve como referencia para atraer capitales extranjeros que estén interesados en invertir en dicha plataforma. Sin embargo, la capitalización bursátil y su incremento visto como un todo únicamente es un dato referencial, pues no implica el incremento de la profundidad o liquidez de cada uno de los mercados individualmente. La única forma de lograr que la capitalización bursátil aumente debido a la integración de bolsas de valores, es debido al ingreso de nuevos capitales extranjeros que propugnen la emisión de nuevas ofertas públicas primarias de valores mobiliarios.

Tal y como se puede apreciar en el **GRAFICO N° 4**, el tema de la capitalización bursátil que se formaba al integrar las tres plazas bursátiles era un punto decisivo, pues se posicionaba en conjunto en el segundo lugar en Latinoamérica por detrás de Brasil, pero por encima de México.

**GRAFICO N° 4**



Es así, que a la fecha de inicio de operaciones de la integración materia de la presente investigación, el total de la capitalización bursátil se presenta en el siguiente gráfico:

**GRAFICO N° 5<sup>37</sup>**

	30-May	31-Oct	% Variación
Market Cap Acumulado Chile	\$ 341.739.000.000	\$ 295.002.000.000	-13,7%
Market Cap Acumulado Colombia	\$ 206.709.330.198	\$ 210.504.906.276	1,8%
Market Cap Acumulado Perú	\$ 130.745.080.000	\$ 120.656.870.000	-7,7%
Total Market Cap Acumulado	\$ 679.193.410.198	\$ 626.163.776.276	-7,8%

De acuerdo a lo descrito en el **GRAFICO N° 5**, el mercado de valores chileno se encontraba muy por encima de su par colombiano y del mercado de valores peruano; situación que al cierre de octubre luego de cinco meses de inicio de operaciones no se veía alterada.

Aquí surge una nueva interrogante ¿Por qué el mercado de valores peruano se encontraba en último lugar en capitalización bursátil si potencialmente contaba con una mayor oferta al tener mayor número de emisores listados en la bolsa de valores de Lima? La respuesta será identificada en la cuarta sección.

Las cifras presentadas en la presente sección representan a cada mercado de valores por independiente previo a concretar el inicio de operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano. A la fecha de redacción de la presente investigación los beneficios ya debieron haberse materializado en cada mercado con lo cual la plaza bursátil limeña debería haber incrementado su profundidad y liquidez, lo que se debería verse reflejado en un incremento de número de emisores a través de nuevas emisiones de valores mobiliarios vía oferta pública, incremento de número de operaciones, incremento del volumen negociado para culminar con el incremento de su capitalización bursátil individual. Sin embargo, como se describirá en la siguiente sección, dicha situación no se ha cumplido, desde mi perspectiva debido a dos factores fundamentales, que son: los económicos y los institucionales.

<sup>37</sup> MILA News. Noviembre / N° 1. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

## SECCIÓN IV: FORTALECIMIENTO DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

Hasta éste momento se ha descrito en la primera sección el aspecto conceptual del funcionamiento del Mercado Integrado Latinoamericano con la finalidad de dejar en claro todo aspecto posible que resulte fundamental para entender su funcionamiento. Posteriormente en la segunda sección, tomando como base experiencias pasadas de integraciones regionales bursátiles, se identificaron similitudes y diferencias que hacen al Mercado Integrado Latinoamericano una integración única, debido básicamente a la administración de cada plaza bursátil local que lo compone. De ésta manera siguiendo esta línea de ideas, en la tercera sección se han presentado las cifras previas a la integración, referidas a cada uno de los aspectos considerados fundamentales en cada mercado de valores y que termina diferenciando a cada uno respecto del otro. Finalmente, en la presente sección se demostrará que el MILA no ha logrado dotar de profundidad al mercado de valores peruano generando únicamente una mejor intermediación entre los países que lo conforman, identificando sus fallas, proponiendo soluciones y fundamentando las razones por las que se consideran son las vías idóneas.

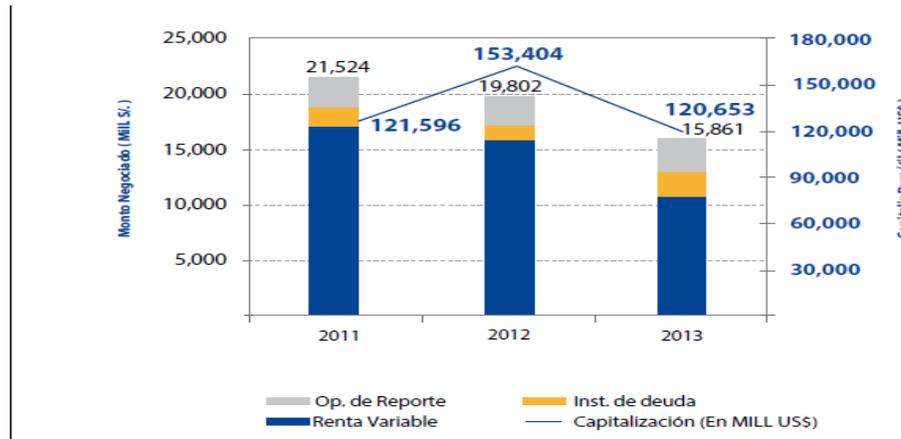
### 4.1. IDENTIFICACION DE FALLAS

#### 4.1.1. Factores Institucionales

El Mercado Integrado Latinoamericano no ha dotado de profundidad al mercado de valores peruano debido a una falla estructural del mismo que consiste en la insuficiente oferta de nuevos valores a través del mercado primario. En virtud de la falla identificada es que el Mercado Integrado Latinoamericano ha generado únicamente una mejor intermediación entre los países que lo conforman, lo cual se acredita con el siguiente cuadro de elaboración propia que muestra los montos negociados en dólares americanos durante el 2011, 2012 y 2013:

Acumulado a Diciembre 2011					
INVERSIONISTAS	VALORES MOBILIARIOS			TOTAL EGRESOS	PORCENTAJE
	Peruanos	Chilenos	Colombianos		
Peruanos		4,530,533	128,878	4,659,411	30%
Chilenos	143,828		7,640,144	7,640,144	50%
Colombianos	14,595	3,095,882		3,095,882	30%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>158,423</b>	<b>3,095,882</b>	<b>7,640,144</b>	<b>15,395,437</b>	<b>100%</b>
Acumulado a Diciembre 2012					
INVERSIONISTAS	VALORES MOBILIARIOS			TOTAL EGRESOS	PORCENTAJE
	Peruanos	Chilenos	Colombianos		
Peruanos		68,522,394	2,283,944	70,806,338	74%
Chilenos	6,663,638		13,192,780	19,856,418	20%
Colombianos	176,795	5,275,206		5,452,001	6%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>6,840,433</b>	<b>73,797,600</b>	<b>15,476,724</b>	<b>96,114,757</b>	<b>100%</b>
Acumulado a Noviembre 2013					
INVERSIONISTAS	VALORES MOBILIARIOS			TOTAL EGRESOS	PORCENTAJE
	Peruanos	Chilenos	Colombianos		
Peruanos		88,640,320	13,352,484	101,992,804	72%
Chilenos	12,095,192		21,340,445	33,435,637	24%
Colombianos	193,983	5,363,157		5,557,140	4%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>12,289,175</b>	<b>94,003,477</b>	<b>34,692,929</b>	<b>140,985,581</b>	<b>100%</b>

Como se aprecia del cuadro precedente los capitales se han direccionado a los mercados de valores colombianos y chilenos en su mayoría. Esta premisa se fundamenta en la falla estructural descrita que es la insuficiente oferta de valores peruanos en el mercado primario. Para la comprensión de dicha falla se presenta el siguiente cuadro que muestra el desarrollo de las ofertas públicas primarias en el mercado de valores peruano durante el 2011, 2012 y 2013.



Fuente : Bolsa de Valores de Lima (BVL)  
Elaboración: Intendencia General de Estudios Económicos - SMV.

Inclusive, al analizar complementariamente los costos de invertir en el mercado de valores peruano se aprecia que efectuando una comparación antes y después del MILA, se identifica que hay una reducción considerable de costos tal y como se aprecia en el siguiente cuadro.

CONCEPTO RENTA VARIABLE al contado	COMISIONES SAB: LIBRE						OBJETO DEL COBRO (aplicable a la BVL)
	RETRIBUCION BVL (1)	FONDO DE GARANTIA (2)	FONDO DE LIQUIDACION	RETRIBUCIONES CAVALI S.A. ICLV (3)	CONTRIBUCION SMV (4)	COMISION NETA SAB	
ANTES del MILA	0.0825%	0.0075%	0.00%	0.0750%	0.0135%	Libre	Sobre el monto efectivo de compra y venta
DESPUES del MILA	0.021%	0.0075%	0.00%	0.04095%	0.00%	Libre	Sobre el monto efectivo de compra y venta

(1) Aplicable a la retribución de la BVL:

Antes: de acuerdo a la Resolución de Gerencia General N° 041-2007-EF/94.11 se aplicaba el porcentaje de 0.0825%. Se aplicaba descuentos mensuales, sin embargo no se aplicaba el descuento a ninguna S.A.B. si la suma del total negociado del mes de todas las S.A.B. era menor al volumen de negociación que sustente el presupuesto para el año en curso dividido

entre 12. De lo contrario se aplicaba el siguiente descuento: i) Aplicado hasta un monto negociado de S/.500 000, corresponde 0.0825%, ii) Del monto negociado por el exceso del monto referido en el tramo anterior hasta S/.100 000 000, corresponde 0.0720%, iii) Del monto negociado a partir del monto referido en el tramo anterior, corresponde 0.055%.

Después: de acuerdo a la Resolución de Superintendente N° 111-2013-SMV/02 se modificó la tarifa quedando el porcentaje de 0.021%.

(2) Aplicable al Fondo de Garantía:

De acuerdo del Directorio de la Bolsa de Valores de Lima, Sesión 825/06, el aporte al Fondo de Garantía es 0.0075% para las operaciones realizadas a partir del 15/09/2006; también aplicable para las operaciones extrabursátiles. Sin embargo, el numeral 17.8 del artículo 17 del Reglamento del MILA señala que las operaciones no se encuentran cubiertas por el Fondo de Garantía.

(3) Aplicable a la retribución de CAVALI S.A.:

Antes: de acuerdo a la Resolución CONASEV N° 0045-2002 la Tarifa era aplicada sobre el monto efectivo liquidado. La tarifa mínima se aplicaba sobre pólizas de montos menores o iguales a S/. 6 666.67.

Después: de acuerdo a la Resolución de Superintendente N° 00119-2013-SMV/02 la Tarifa mínima es de S/.5.00 por póliza o su equivalente en moneda extranjera, al tipo de cambio establecido por la BVL el día de la liquidación. La tarifa se aplica sobre pólizas de montos menores o iguales a S/. 12,210.01.

(4) Aplicable a la contribución de la SMV:

Antes: de acuerdo a la Resolución CONASEV N° 095-2000-EF/94.10.0 se aplicaba el 0.0135 %, salvo los siguientes casos: i) La tasa de contribución será de 0% mensual tratándose de Operaciones Secundarias al Contado, de Reporte y a Plazo de valores emitidos por el Gobierno Central y por el Banco Central de Reserva del Perú, siempre que sean realizadas por cuenta del Banco Central de Reserva del Perú, del Ministerio de Economía y Finanzas o del Banco de la Nación. (Resolución CONASEV 014-2001-EF/94.10 del 06.03.2001), ii) Dicha tasa se aplica a los agentes de intermediación que participen en este tipo de operaciones. (Resolución CONASEV 014-2001-EF/94.10 del 06.03.2001)

Después: de acuerdo a la Resolución CONASEV N° 00038-2011 para los emisores extranjeros cuyos valores se inscriban en el Registro Público del Mercado de Valores en virtud de convenios de integración de mercados de valores, la tasa de contribución mensual o anual a aplicar es de cero (0) por ciento; siempre que en los países o sistemas de negociación extranjeros conformantes de los mercados integrados, se aplique un mecanismo de exención o similar, a los emisores de valores que se encuentren inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

En ese orden de ideas, aun cuando los costos de transacción se han reducido queda acreditado que el MILA no ha dotado de profundidad al mercado de valores peruano debido a la falla estructural del mercado mismo, únicamente ha generado una mejor intermediación en beneficio de Colombia y Chile.

Habiéndose identificado la falla principal, resulta importante señalar que existen factores diferenciales complementarios que refuerzan la presente investigación.

#### 4.1.1.1. Factores Regulatorios

El tratamiento tributario diferenciado, como un aspecto complementario, en cada uno de los tres países por separado es un serio problema que implicaría un desincentivo a los inversionistas para acceder a un mercado específico.

De acuerdo a lo explicado previamente en el enfoque normativo ubicado en la primera sección, uno de los aspectos que básicamente se identifica como diferencia en los tres países miembros del Mercado Integrado Latinoamericano dentro del aspecto regulatorio es la tasa impositiva tributaria que cada uno de los tres países le asigna a las rentas y ganancias de capital obtenidos a raíz de inversiones en el mercado de valores.

Ésta situación queda claramente identificada teniendo como base las cifras y datos brindados en la segunda sección en los que claramente las operaciones sobre valores mobiliarios peruanos son las menores y es una secuencia que se ha venido repitiendo en resultados acumulados desde el inicio de operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano.

Teniendo ya una visión clara, en base a la explicación efectuada en la primera sección podemos identificar que la primera falla, que a su vez pone en desventaja al mercado de valores peruano principalmente en comparación con los mercados de valores de Chile y Colombia, considerando que todo inversionista racional buscará obtener la mayor ganancia o rentabilidad esperada de una inversión específica, es este aspecto. Partiendo de este punto, podemos claramente establecer que las entidades regulatorias de cada país debieron tener en cuenta la visión de todo inversionista racional y previo a la promoción de la integración regional latinoamericana homologar al máximo posible las tasas impositivas tributarias de tal manera que se genere efectivamente una sinergia mas no únicamente la suma de las partes como resultado final.

En éste aspecto es claro que el tratamiento tributario, por las consideraciones descritas es una falla institucional del aspecto regulatorio, lo cual se ve plasmado en el siguiente gráfico.

**GRAFICO 6<sup>38</sup>**

EFFECTOS	ACCIONES		
	Peruanas	Colombianas	Chilenas
PERUANOS Operación	<p><u>PPNN</u>: 5%</p> <p><u>PPJJ</u>: No hay retención.</p> <p>*El impuesto a las ganancias de capital para PPNN es de 6.25% y para PPJJ de 30%. La retención del 5% es considerado como crédito contra el impuesto que en definitiva le corresponde.</p>	0% para acciones inscritas en la BVC	0% para acciones con presencia bursátil.
CHILENOS Operación	<p><u>PPNN y PPJJ</u>: 5%</p> <p>*El impuesto a las ganancias de capital es en ambos casos de 5% sobre ganancia de capital neta (Valor de venta menos costo computable, siendo indistinto si el no domiciliado es persona natural o jurídica).</p> <p>*El primer tramo de la ganancia bruta está exonerado hasta por 5 UIT.</p>	0% para acciones inscritas en la BVC	Las ganancias de capital obtenida de la venta de acciones con presencia bursátil adquiridas y enajenadas en Bolsa se consideran un ingreso no renta por lo cual no está afecto a tributación.
COLOMBIANOS Operación	<p><u>PPNN y PPJJ</u>: 5%</p> <p>*El impuesto a las ganancias de capital es en ambos casos de 5% sobre ganancia de capital neta (Valor de venta menos costo computable, siendo indistinto si el no domiciliado es persona natural o jurídica).</p> <p>*El primer tramo de la ganancia bruta está exonerado hasta por 5 UIT.</p>	0% si la venta no supera el 10% de las acciones en circulación de la sociedad emisora en el mismo periodo fiscal. Si supera dicho porcentaje, pagará el total en su declaración de renta.	0% para acciones con presencia bursátil.

<sup>38</sup> Cuadro elaborado empleando el siguiente documento: Efectos Fiscales del MILA. KPMG.

**GRAFICO 7<sup>39</sup>**

EFFECTOS	ACCIONES		
	Peruanas	Colombianas	Chilenas
<b>P E R U A N O S</b> Declaración de Renta	<p>PPNN: 6.25% *El primer tramo de la ganancia de capital neta está exonerado hasta 5 UIT. Sin embargo, previamente debe aplicarse una deducción de 20% a la ganancia de capital bruta y las pérdidas del ejercicio por enajenación de valores.</p> <p>PPJJ: 30% de la ganancia de capital sumándose a los demás ingresos del ejercicio. A esa renta bruta total se deducen los gastos y las pérdidas.</p>	<p>Renta exenta. *Decisión 578 de la CAN.</p>	<p>La utilidad es considerada renta de fuente extranjera gravable. PPNN: 6.25% sobre renta neta. PPJJ: 30% sobre renta neta sumándole la renta neta de fuente peruana.</p> <p>*La renta de fuente extranjera neta se conforma por ganancias de capital de valores extranjeros, luego de deducir de la ganancia de capital bruta de fuente extranjera los gastos y pérdidas incurridas en el extranjero. *Como no hay éste impuesto en Chile, deberá pagarse en su totalidad en Perú.</p>
<b>C H I L E N O S</b> Declaración de Renta	<p>Se considera renta de fuente extranjera gravable en Chile: *17%, 20% o 18,5% sobre la utilidad independientemente de si es gravable o no en Colombia (2010, 2011 y 2012 respectivamente).</p> <p>*0% a 40% si son percibidos por personas naturales chilenas.</p>	<p>Se considera Renta de fuente extranjera gravable en Chile. *17%, 20% o 18,5% sobre la utilidad independientemente de si es gravable o no en Colombia (2010, 2011 y 2012 respectivamente).</p>	<p>Las ganancias de capital obtenida de la venta de acciones con presencia bursátil adquiridas y enajenadas en Bolsa se consideran un ingreso no renta por lo cual no está afecto a tributación.</p>
<b>C O L O M B I A N O S</b> Declaración de Renta	<p>El ingreso es exonerado del impuesto en Colombia en virtud de las normas de la Decisión 578 de la CAN.</p>	<p>Si la venta no supera el 10% indicado es ingreso no constitutivo de renta. Si supera ese porcentaje, el porcentaje aplicable es 33%.</p>	<p>Si la venta no supera el 10% indicado es ingreso no constitutivo de renta. Si supera ese porcentaje, el porcentaje aplicable es 33%.</p>

Como se puede apreciar de los **GRAFICOS N° 6 y 7** se identifican las diferencias en el tratamiento tributario entre los tres países, lo que los coloca evidentemente en una posición de desigualdad a uno respecto de los otros. En efecto, por ejemplo tanto en Chile como en Colombia no se genera una imputación tributaria a las ganancias de capital<sup>40</sup> obtenidas de la enajenación de valores mobiliarios en sus respectivos mecanismos centralizados de negociación. Esta situación, como un aspecto diferencial complementario, ha motivado que los inversionistas extranjeros no direccionen sus excedentes de capital sobre los valores mobiliarios peruanos.

Asimismo, como un dato adicional es importante señalar una diferencia clara en éste contexto que radica en el hecho de que en Chile se promueve la negociación y la participación de creadores de mercado mediante la exoneración del impuesto a la ganancia de capital a los valores más líquidos o con alta presencia bursátil. En Colombia, similar situación se ha establecido al declarar la inafectación cuando se negocie dentro de un periodo de 12 meses, un monto menor o igual al 10% de las acciones en circulación.

<sup>39</sup> Cuadro elaborado empleando el siguiente documento: Efectos Fiscales del MILA. KPMG.

<sup>40</sup> El Impuesto a las ganancias de capital fue sustentado por el Ministerio de Economía y Finanzas teniendo como base una mayor recaudación, sin embargo el único efecto que ha generado es reducir las operaciones transadas en la plaza bursátil limeña.

Evidentemente, la falla institucional en el aspecto regulatorio y como un aspecto diferencial complementario principalmente se ubica en el tratamiento tributario de acuerdo a los datos brindados en el presente punto.

#### 4.1.1.2. Factores de Supervisión

Al promover inicialmente el proyecto de la integración regional bursátil en Latinoamérica, los países miembros establecieron que cada plaza bursátil mantenía la administración respecto de sus participantes locales tal como se describió en la primera sección de la presente investigación, con lo cual no se estableció un sistema de supervisión de conductas único. Ésta situación podría colocar en un futuro en situación de desventaja a determinados agentes respecto de sus pares en los otros dos países.

Si bien es cierto que la idea principal es que los beneficios obtenidos, los cuales han sido previamente descritos en la primera sección de la presente investigación; deben ser superiores a los costos generados, también es innegable que en todo proyecto o negocio todos los participantes esperan que las reglas de juego y los criterios aplicables para la supervisión de sus conductas sean efectivamente las mismas, lo cual claramente considerando que una de las principales características del Mercado Integrado Latinoamericano es la autonomía en la administración de cada mercado de valores local, descrito también en la primera sección; no se cumple.

En este aspecto la falla identificada representa potenciales perjuicios para todos los participantes de la integración regional latinoamericana, pues cada entidad supervisora establece los criterios que aplicará a cada procedimiento que inicie, tanto de oficio o de parte, brindando de esta manera cierta predictibilidad a las personas naturales y jurídicas que se encuentran bajo su ámbito de supervisión.

Asimismo, la facultad discrecional, que posee cada entidad supervisora de cada uno de los tres mercados de valores que componen la plataforma de inversión materia de la presente investigación, será evidentemente diferente cada una de la otra, con lo cual al mismo tiempo los elementos que empleen tanto para proteger a sus inversionistas locales y los elementos preventivos que protejan la integridad de cada uno de sus mercados de valores también serán distintos, por lo que no podrá existir un pronunciamiento unificado que verdaderamente establezca criterios equitativos para todos los participantes vistos como un todo en una misma jerarquía.

Es en este punto importante señalar que, tal como fue descrito en la sección segunda de la presente investigación, la falta de un sistema de supervisión transfronterizo lo diferencia claramente de las experiencias anteriores de integraciones bursátiles a nivel regional, con lo cual los resultados obtenidos también son distintos, lo que se evidencia en los gráficos presentados hasta el momento.

En base a lo descrito, es innegable que la inexistencia de un sistema de supervisión único no genera ningún tipo de incentivo que promueva el desarrollo ni profundidad de los tres mercados de valores en cuestión en la misma magnitud, beneficiando a unos y perjudicando a otros que no obtienen el valor agregado que fundamenta los costos generados en ésta integración regional bursátil.

#### 4.1.1.3. Factores de Promoción

El problema dentro de la promoción del Mercado Integrado Latinoamericano radica en que está orientándose más hacia inversionistas con grandes capitales, esto es dirigiendo su promoción hacia el sector de los potenciales emisores e inversionistas institucionales, sin tener en cuenta que no está enfocándose hacia el sector retail<sup>41</sup>, que puede en su conjunto significar un aumento de liquidez y de número de operaciones, lo cual implicaría el aumento en el volumen negociado.

La falla identificada en cumplimiento de la función promotora, que poseen cada entidad reguladora y supervisora de los mercados de valores que componen el Mercado Integrado Latinoamericano, es clara y bajo mi criterio es una decisión que no genera incentivos al sector retail para optar por recurrir al mercado de valores como alternativa de inversión.

Considero que existe una contradicción entre la función promotora y la función regulatoria. En cumplimiento de la primera, lo que debe generarse es la inclusión financiera motivada por una innovación financiera, es decir la creación de nuevos instrumentos financieros, formas de lograr invertir o diversificar el riesgo que implica toda inversión. Sin embargo, de acuerdo a lo descrito en la primera sección, en lo relacionado al enfoque normativo, claramente se puede identificar que no se está cumpliendo el factor inclusivo.

El aceptar que los inversionistas institucionales son quienes poseen gran parte de las inversiones en cada uno de los mercados de valores, no implica el dejar de generar incentivos para lograr que inversionistas retail puedan optar por invertir en estos mercados, pues de lo contrario sería innecesaria la existencia de entidades reguladoras y supervisoras, ya que los inversionistas institucionales cuentan con tal grado de sofisticación que pueden por sí mismos velar por su integridad, lo que desencadenaría el permitir que cada uno de los mercados de valores locales pueda autorregularse por sí mismo.

En nuestro contexto, evidentemente eso no es favorable pues ni la profundidad ni el desarrollo de los mercados de valores que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano pueden darse el lujo aun de permitir esta situación. Precisamente, fue a raíz de generar el desarrollo de cada uno de los mercados de valores, que se promovió la integración regional bursátil a nivel latinoamericano, pero dicha integración está dejando de lado a un sector que puede representar una importante diferencia en el desarrollo y evolución de la integración materia de la presente investigación.

#### 4.1.2. Factores Económicos

El Derecho y la economía se encuentran ligados indudablemente y cada uno de los aspectos institucionales en los que considero existen fallas se encuentran así mismo ligados a los factores económicos que describiré a continuación:

##### 4.1.2.1. Número de emisores

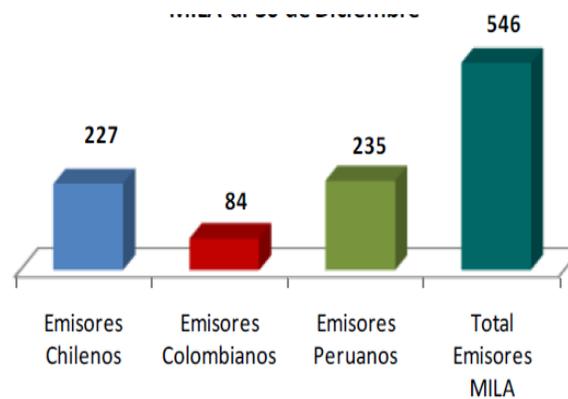
Desde el punto de vista del mercado de valores peruano al cierre de Diciembre del 2011 la situación se presentaba de acuerdo a lo indicado en el **GRAFICO N° 8**

---

<sup>41</sup> La existencia y desarrollo previo del Mercado Alternativo de Valores y del Acceso Directo al Mercado en los países de Chile y Colombia previo y durante los dos primeros años de operaciones del MILA significa una clara desventaja para las empresas peruanas que pudieron haber sido potenciales emisoras dentro de la plaza bursátil limeña.

**GRAFICO N° 8<sup>42</sup>**

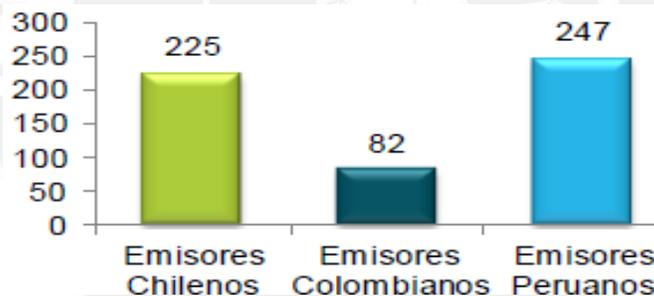
**Total Emisores en el MILA al 30 de Diciembre del 2011**



Al cierre del primer año de operaciones el mercado de valores chileno tuvo una ligera variación que reducía en 2 sus emisores listados y en el caso del mercado de valores peruano el número se elevó a 235.

**GRAFICO N° 9<sup>43</sup>**

**Total Emisores en el MILA a Diciembre del 2012**



Del gráfico presentado al cierre de diciembre del 2012 en comparación con el presentado al cierre de diciembre del 2011 se identifica una variación pequeña en los mercados de valores chileno y colombiano y un incremento en los emisores listados en nuestra plaza bursátil limeña. Estas variaciones se debieron básicamente a que en el mercado de valores peruano se efectuaron nuevas emisiones de las empresas Tradi S.A. y Southern Legacy Minerals Inc<sup>44</sup>.

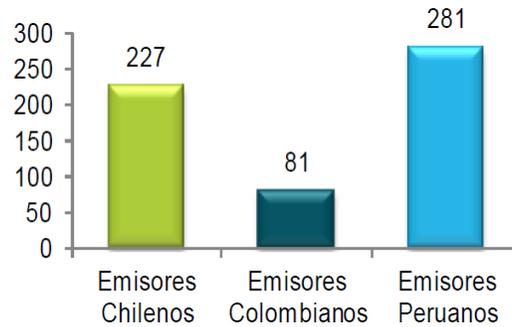
<sup>42</sup> MILA News. Enero 2012 / N° 3. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

<sup>43</sup> MILA News. Enero 2013 / N° 15. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

<sup>44</sup> MILA NEWS Reporte Enero 2013

**GRAFICO N° 10<sup>45</sup>**

**Total Emisores en el MILA a Noviembre del 2013**



Del gráfico presentado al cierre de Noviembre de 2013 se puede apreciar que tanto el mercado de valores chileno como el mercado de valores peruano incrementaron su número de emisores a comparación del mercado de valores colombiano que lo vio disminuido.

4.1.2.2. Volumen de negociación

**GRAFICO N° 11<sup>46</sup>**

**Volumen transado en el MILA acumulado a Diciembre del 2011**



Al cierre del primer año de operaciones el mercado de valores peruano ya empezaba a identificar una clara desventaja en volumen de negociación respecto de sus pares, a pesar de ser la plaza bursátil con mayor número de emisores listados. Es así que el mercado de valores colombiano se posicionó por encima de sus pares con un total de USD \$ 7,769,022; seguido de la plaza bursátil chilena que alcanzó USD \$ 7,626,415 y finalmente muy por debajo la plaza bursátil peruana que únicamente alcanzó USD \$ 158,423.

<sup>45</sup> MILA News. Diciembre 2013 / N° 26. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

<sup>46</sup> MILA News. Enero 2012 / N° 3. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

GRAFICO N° 12<sup>47</sup>

Volumen transado en el MILA acumulado a Diciembre del 2012



Al cierre del segundo año de operaciones el mercado de valores peruano continuaba encontrándose en una clara desventaja en volumen de negociación respecto de sus pares. Es así que el mercado de valores chileno se posicionó por encima de sus pares con un total de USD \$ 73,797,600; seguido de la plaza bursátil colombiana que alcanzó USD \$ 15,476,724 y finalmente muy por debajo la plaza bursátil peruana que únicamente alcanzó USD \$ 6,840,433.

GRAFICO N° 13<sup>48</sup>

Volumen transado en el MILA acumulado a Diciembre del 2013



Al cierre del tercer año de operaciones el mercado de valores peruano continúa aun encontrándose en una clara desventaja en volumen de negociación respecto de sus pares. Es así que el mercado de valores chileno se posicionó por encima de sus pares con un total de USD \$ 94,003,477; seguido de la plaza bursátil colombiana que alcanzó USD \$ 34,692,929 y finalmente muy por debajo la plaza bursátil peruana que únicamente alcanzó USD \$ 12,289,175.

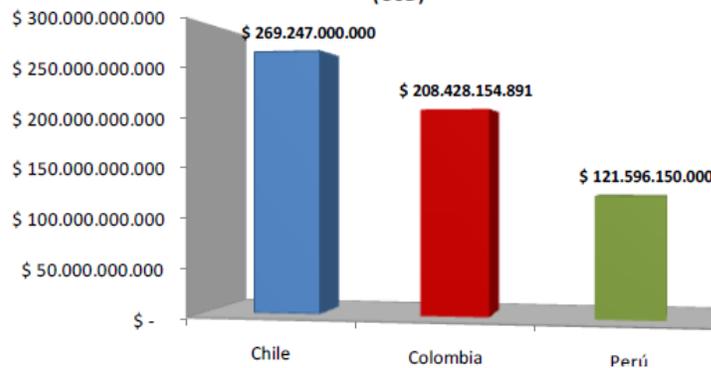
<sup>47</sup> MILA News. Enero 2013 / N° 15. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

<sup>48</sup> MILA News. Diciembre 2013 / N° 26. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

4.1.2.3. Capitalización Bursátil

GRAFICO N° 14<sup>49</sup>

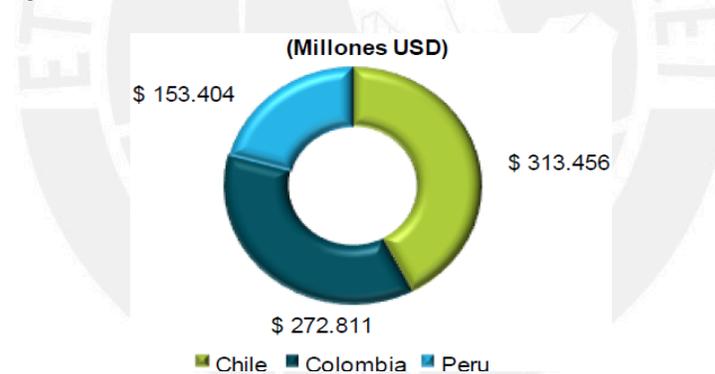
Capitalización Bursátil en el MILA a Diciembre del 2011



Al cierre del primer año de operaciones la situación no se veía alterada en comparación con la presentada previamente en la presente investigación. Nuestro mercado de valores peruano aún se encontraba posicionado en tercer lugar con comparación de sus pares colombiano y chileno.

GRAFICO N° 15<sup>50</sup>

Capitalización Bursátil en el MILA a Diciembre del 2012



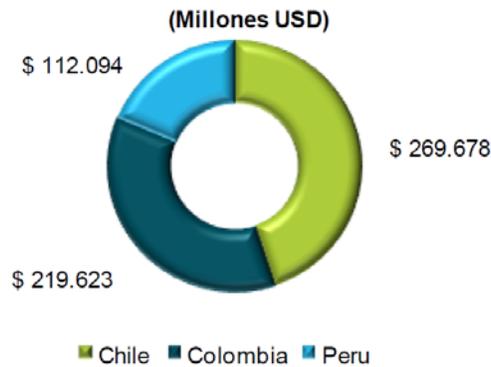
Es evidente de la presentación del **GRAFICO N° 15** que al cierre del segundo año de operaciones el mercado de valores peruano sigue en la misma posición. Lo cual implica que si bien se identifica un ligero incremento en los montos, la situación sigue siendo la misma.

<sup>49</sup> MILA News. Enero 2012 / N° 3. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

<sup>50</sup> MILA News. Diciembre 2013 / N° 26. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

GRAFICO N° 16<sup>51</sup>

Capitalización Bursátil en el MILA a Noviembre del 2013



Claramente se identifica de la presentación del **GRAFICO N° 16** que al cierre del tercer año de operaciones el mercado de valores peruano sigue en la misma posición.

En base a los gráficos presentados en ésta sección, se puede identificar claramente que el mercado de valores peruano ha sido el menos beneficiado en el contexto del Mercado Integrado Latinoamericano, lo cual se resume básicamente en el cuadro de montos de ingresos y egresos presentado al principio de la presente sección.

Evidentemente, el mercado de valores peruano ha sido el menos beneficiado en lo que respecta a inversión de capitales extranjeros dentro de su plataforma, lo cual no genera una profundización del mercado de valores sino más bien una mejor intermediación entre los países que lo conforman y en su defecto debido a la falla estructural señalada precedentemente promueve los mercados de valores chileno y colombiano, dejando relegada a la plaza bursátil limeña, en base a las cifras oficiales y factores descritos.

4.2. PROPUESTAS

En virtud de las fallas identificadas, las propuestas que serán desarrolladas considero que tienen como eje principal a la Superintendencia del Mercado de Valores, la cual debe comenzar replanteando la estrategia de participación del mercado de valores peruano en el Mercado Integrado Latinoamericano. Para tal efecto, se propone el siguiente esquema:

SOLUCIÓN: REPLANTEAMIENTO DE LA PARTICIPACIÓN DE PERÚ EN EL MILA	
ETAPA INTERNACIONAL	ETAPA LOCAL
I. Suscripción de Adendas 1.1. Incorporar el numeral 10 al MoU en materia de consultas, cooperación e intercambio de información para facilitar la supervisión de los mercados de valores, del 15 de junio de 2011. <u>Objetivo:</u> Implementar el sistema de	I. Promoción de los nuevos regímenes implementados (MAV, MII)  <u>Objetivo:</u> Incentivar Un Cambio De Enfoque Cultural Respecto A La Inversión En El Mercado De Valores

<sup>51</sup> MILA News. Diciembre 2013 / N° 26. Portal web del Mercado Integrado Latinoamericano

<p>supervisión común transversal.</p> <p>1.2. Incorporar el numeral 11 al al MoU en materia de consultas, cooperación e intercambio de información para facilitar la supervisión de los mercados de valores, del 15 de junio de 2011.</p> <p><u>Objetivo:</u> Dotar de carácter vinculante a las recomendaciones del Comité de Supervisión Común Transversal.</p> <p>1.3. Incorporar el numeral 6 al Protocolo para el intercambio de información, documentación, consultas y la obtención y remisión de pruebas a ser aplicado por el Comité de Supervisión, del 15 de junio de 2012.</p> <p><u>Objetivo:</u> Solicitud y remisión de información aplicable al sistema de supervisión común transversal.</p> <p><u>Objetivo:</u> Facilitar un proceso de cooperación, consulta e intercambio de información y experiencias con potenciales nuevos miembros del MILA.</p>	<p>II. Modificación del Reglamento del MILA</p> <p>2.1. Modificar el artículo 3 e incorporar el artículo 9-A. <u>Objetivo:</u> Eliminación de restricciones legales de ingreso al MILA.</p> <p>2.2. Incorporar el numeral 3.12 al artículo 3, modificar el artículo 5, incorporar el numeral 17.10 al artículo 17 y modificar el Título VI, Capítulo II. <u>Objetivo:</u> Implementar el sistema de supervisión común transversal.</p> <p>2.3. Modificar el numeral 75.5 del artículo 75. <u>Objetivo:</u> Habilitar la creación de nuevos instrumentos financieros, permitir la negociación de éstos y analizar la viabilidad de implementar un mercado de derivados en el MILA.</p> <p>III. Replantear el Proyecto de Ley N° 2936/2013-CR, Proyecto de Ley que promueve la competitividad del mercado de valores, en el marco de la incorporación al Mercado Integrado Latinoamericano. <u>Objetivo:</u> Promover un sistema de tributación homologado.</p>
---	---

A continuación detallaré las propuestas siguiendo el esquema empleado para la identificación de las fallas.

#### 4.2.1. Factores Institucionales

##### 4.2.1.1. Factores de Regulación

### ELIMINAR RESTRICCIONES LEGALES DE INGRESO AL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

Una vez identificadas las restricciones legales que han sido observadas durante los primeros dos años de operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano, debe procederse a incentivar una situación lo más próxima a una situación de homogeneidad entre la normativa de los tres países en los aspectos fundamentales para la operación dentro de la integración regional bursátil y que de esta manera equilibre los beneficios para los tres países miembros, sin colocar en situación de desventaja a alguno respecto de otros.

Eliminar las barreras de ingreso que actualmente existen en el Mercado Integrado Latinoamericano, las cuales están representadas por desincentivos que se materializan, como ya se ha explicado anteriormente en la sección primera, en lo relativo al enfoque normativo. La tarea de las entidades reguladoras en éste sentido es generar la mayor homogeneidad posible en las reglas de juego que abarcan a todas las personas naturales y jurídicas que sean

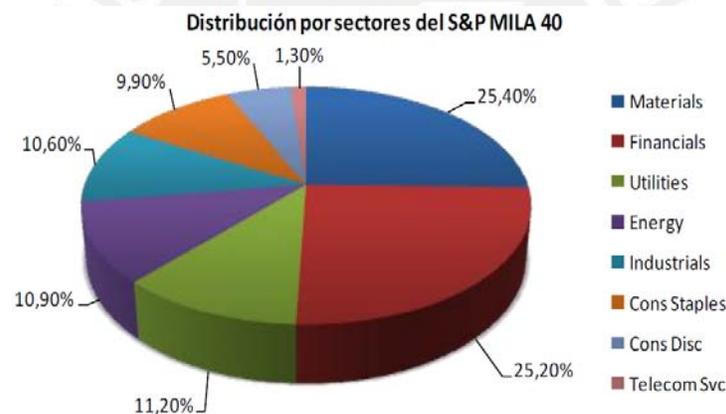
actualmente inversionistas en ésta plataforma única de inversión o que al mismo tiempo representen potenciales inversionistas.

### CREAR NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Teniendo en cuenta que durante los dos primeros años de operaciones ha podido observarse cuál es la preferencia de los inversionistas en el Mercado Integrado Latinoamericano, podrían obtenerse datos referidos al tipo de tolerancia al riesgo que prefieren respecto de ciertos instrumentos financieros, con lo cual podría promoverse la creación de nuevos ETF<sup>52</sup> y una nueva clase de ADR<sup>53</sup> que puedan servir como medio de inversión colectiva en activos de renta variable con lo cual podría brindarse una mayor diversificación sectorial a los inversionistas, incentivándolos a incrementar su tenencia de valores en el Mercado Integrado Latinoamericano.

La creación de los ETF deberá estar basada por ejemplo en acciones similares que componen actualmente el S&P MILA 40<sup>54</sup>, lo cual se presenta en el siguiente gráfico.

**GRAFICO 20<sup>55</sup>**



Tomando como base los datos del **GRAFICO N° 20**, la propuesta es optar por la creación de un paquete que conforme los valores de renta variable más representativos y líquidos identificados hasta el momento, para de esta manera poder otorgar una mayor diversificación a las inversiones que se efectúen y generar incentivos para atraer a nuevos potenciales inversionistas.

<sup>52</sup> Los ETF o Exchange Traded Fund son paquetes de inversión que cotizan en bolsa de valores tal y como lo hace una acción, son susceptibles de actos jurídicos de adquisición y enajenación durante una misma sesión de rueda de bolsa a lo largo del día.

<sup>53</sup> Los ADR o American Depositary Receipts es un certificado negociable que representa un número de acciones de una sociedad que no ha sido constituida en Estados Unidos emitido por un banco depositario de los Estados Unidos en otro banco del país que emite las acciones.

<sup>54</sup> Resulta importante indicar que a la fecha de redacción y presentación de la presente tesina aún no se había aprobado el ETF que es mencionado. En virtud de ello, considero que ésta propuesta es reforzada por haber sido materializada con posterioridad a su redacción.

<sup>55</sup> MILA NEWS. Boletín Informativo Noviembre 2011 / N° 2

Al igual que en toda relación de inversión, existe un riesgo de pérdida y no recuperación del capital invertido, razón por la cual debe efectuarse una correcta gestión de riesgos financieros, teniendo en cuenta los aspectos coyunturales de cada uno de los tres países<sup>56</sup>.

Respecto de la nueva clase de ADR que se propone, resulta importante señalar que la finalidad es permitir el ingreso de empresas que no coticen en ninguno de los tres mercados de valores que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano, a través de un instrumento de inversión colectiva dentro de la plataforma de inversión materia de la presente investigación. Es así, que con esta nueva clase de instrumento financiero dentro de la integración regional bursátil latinoamericana se abrirá la posibilidad de acceso a potenciales emisores que no necesariamente tendrán que tener sus valores listados en los mercados de valores peruano, chileno o colombiano lo que implica una clara reducción de costos administrativos.

Esta reducción de costos administrativos, generados por la inexistencia de la obligación de inscribirse en el Registro Público de cada mercado de valores local, se constituye en un verdadero incentivo para el desarrollo del Mercado Integrado Latinoamericano.

De esta manera, en cumplimiento de la función regulatoria de las entidades de cada uno de los países que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano, se propone habilitar la creación de los nuevos instrumentos financieros descritos.

### PERMITIR LA NEGOCIACIÓN CON NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Una vez creados los nuevos instrumentos financieros tales como ETF y la clase de ADR que se proponen, las entidades reguladoras correspondientes deben autorizar mediante la norma respectiva que se pueda transar dichos instrumentos dentro de la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano.

Teniendo en cuenta que el bajo volumen de negociación registrado en el Mercado Integrado Latinoamericano, puede responder a los limitados instrumentos de renta variable en los que se permite invertir, debe tenerse como alternativa más viable el permitir transacciones con otros instrumentos financieros. Por ejemplo, los ETF son una alternativa muy atractiva teniendo como base que su valorización se asemeja mucho a una acción, dado que se efectúa constantemente durante el día<sup>57</sup>.

Siguiendo con la propuesta de los ETF como instrumento financiero que podría impulsar las transacciones del Mercado Integrado Latinoamericano, al inversionista le podría resultar mucho más atractivo invertir en éste, pues tendría un conjunto de activos de distintas características.

En el caso peruano podría crearse un ETF que tenga como respaldo los commodities, dado que en la bolsa de valores peruana el sector predominante es el sector minero. Ésta iniciativa incentivaría y promovería un mayor número de transacciones en nuestro mercado, aportándole mayor liquidez.

---

<sup>56</sup> Descripción del comportamiento, obstáculos e inconvenientes presentados por el Mercado Integrado Latinoamericano (Mila) en el año 2011. Jhon Fredy Pelaez Toro, Francisco Alberto Aguirre Jimenez, Miguel Angel Herrera Pardo. Cundinamarca, p. 77

<sup>57</sup> Instrumentos financieros impulsores del MILA. Gustavo Bernal Torres, Hernán Alfonso Camargo. P. 25

## ANALIZAR LA VIABILIDAD DE UN MERCADO DE DERIVADOS DENTRO DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

Los derivados financieros, en el marco de las inversiones en mercados de valores, pueden servir para mitigar riesgos, por lo que partiendo de la premisa del enfoque normativo explicado en la primera sección de la presente investigación y habiendo identificado que de los tres mercados de valores que componen el Mercado Integrado Latinoamericano, el más líquido es el mercado de valores de Colombia, puede considerarse a futuro el incluir éste tipo de instrumentos financieros.

Teniendo en cuenta que el mercado de valores colombiano cuenta con liquidez, por lo cual fue viable contar con un mercado de derivados, una vez aumentado el número de operaciones y el volumen de negociación dentro de la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano<sup>58</sup>, el mercado tendrá la suficiente liquidez como para promover un mercado de derivados, con lo cual considero básico el solicitar un tipo de consultoría al ISDA con la finalidad de observar, desde el punto de vista de dicha organización especializada, si es viable o no la propuesta del presente punto.

## HOMOLOGAR EL SISTEMA DE TRIBUTACIÓN

Tal y como ha sido identificada en la presente sección, una de las fallas, como aspecto diferencial complementario dentro de la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano, es la tributación aplicable, pues continúa siendo diferente en cada mercado en el que se llevan a cabo las operaciones.

Ésta situación coloca en clara desventaja al Perú, al tener el impuesto a las ganancias del capital, ya que los inversionistas del Mercado Integrado Latinoamericano se sujetan al régimen tributario y cambiario de cada país, en base al mercado en el que se ejecute la operación<sup>59</sup>.

Por esta razón, se propone como medida factible el tratar de impulsar una homologación lo más próxima posible a los sistemas de tributación de los pares chilenos y colombianos. Esta situación ya viene siendo identificada como un reto a afrontar, de tal manera que permita que aumenten los flujos de inversión y acuerdos<sup>60</sup>.

4.2.1.2. Factores de supervisión:

## GENERAR UN SISTEMA DE SUPERVISIÓN COMÚN

Habiendo identificado en el aspecto supervisor la inexistencia de un sistema de supervisión común que genera los desincentivos descritos en la presente sección, resulta necesario tener claro que los supuestos se encuentran fundamentados en base a la facultad discrecional descrita también previamente, que genera interpretaciones distintas en cada mercado de valores local.

---

<sup>58</sup>Inversión. Boletín N° 5. Febrero de 2011. Descripción de los Mercados de Derivados en Chile, Colombia y Perú. P. 10 Universidad EAFIT. Laboratorio Financiero. Grupo de análisis de Coyuntura Económica.

<sup>59</sup>Metodología de Supervisión Mercado Integrado Latinoamericano MILA. Rosita Esther Barrios Figueroa. Lima, p. 30

<sup>60</sup> MILA. CorpResearch, Serfinco Comisionistas de Bolsa, Inteligo SAB. Bogotá, p.19

Es importante que se genere un sistema de supervisión común, para que exista uniformidad en la vigilancia del accionar de los agentes participantes en la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano, con la finalidad de establecer un trato igualitario transfronterizo que posicione a los tres países miembros en la misma situación.

Esta unificación de criterios generará una mayor predictibilidad de las conductas de los participantes de la integración materia de evaluación de la presente investigación. Asimismo, colocará en igualdad de condiciones a los tres países, Perú, Chile y Colombia, al momento de obtener los beneficios que han sido previamente descritos, pues no se encontrarán en una incertidumbre de saber dentro de cual mercado de valores aplicaran qué criterios y directrices, en caso se encuentren previamente establecidas.

### HOMOLOGAR SANCIONES DENTRO DE LOS REGLAMENTOS RESPECTIVOS

Con la finalidad de complementar la propuesta del acápite anterior, resulta necesario establecer uniformidad, o la máxima aproximación posible, en los criterios aplicables y montos de las sanciones a imponer, por las infracciones de los reglamentos de sanciones de cada entidad supervisora. Ésta propuesta puede llevarse a cabo mediante una adenda al memorando de entendimiento inicialmente suscrito.

La homologación requerida irá de la mano con la propuesta descrita en el punto precedente, con la finalidad de reforzar la predictibilidad descrita y sobre todo para establecer claramente los elementos de protección y prevención en el procedimiento administrativo sancionador, que deberá seguirse en caso se suscite alguna omisión o comisión que provenga de algún participante del mercado de valores, sin importar en cuál de los mercados de valores se encuentra inscrito o sus valores mobiliarios listados.

Con esta supervisión común y su consecuente homologación, se logrará que el Mercado Integrado Latinoamericano, se constituya en un mercado de valores transfronterizo en el que las reglas de juego del mismo sean también transfronterizas.

#### 4.2.1.3. Factores de promoción:

### INCENTIVAR UN CAMBIO DE ENFOQUE CULTURAL RESPECTO A LA INVERSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

El Mercado Integrado Latinoamericano debe ser promovido no únicamente como una alternativa de financiamiento para inversionistas institucionales o emisores, sino también para el sector Retail, que con un adecuado asesoramiento y mediante una difusión de su estructura, puede empezar a mirarlo como un proyecto interesante.

Esta labor recae específicamente sobre las entidades supervisoras de los tres mercados que conforman esta integración regional bursátil. Tomando como referencia el caso del mercado de valores colombiano; según Juan Pablo Córdoba, Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia, la inversión bursátil en Colombia dejó de ser un privilegio del sector de las élites para volverse un medio de inversión popular, generado por un cambio de enfoque cultural y de reestructuración de estrategias comerciales por parte de las sociedades comisionistas de bolsas<sup>61</sup>, con lo cual se le brindó liquidez al mercado. Sobre la base de esta experiencia es que

<sup>61</sup>CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Un Mercado en continuo crecimiento: El Mercado de Valores de Colombia, Junio 2012 N° 47. p. 12 – 13

la plaza bursátil colombiana, representada debidamente por las instituciones respectivas, puede asesorar a Chile y Perú para establecer los lineamientos a seguir, en el proceso de promoción que brinde la solidez y consolidación esperada al Mercado Integrado Latinoamericano.

La solidez y consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano permitirá que el valor agregado esperado se materialice y que el resultado no sea únicamente la suma de las partes, esto es de cada uno de los tres mercados de valores que lo conforman actualmente; sino más bien que se genere una sinergia.

Este tipo de incentivos puede generarse promoviendo instrumentos financieros como los descritos previamente o, apoyando a la industria de los fondos mutuos, considerando que el sector Retail en su mayoría puede no contar con el tiempo ni conocimiento de efectuar un seguimiento de sus inversiones en bolsas de valores, por lo que mediante esta industria confiarán a sociedades administradoras de los fondos sus excedentes de dinero esperando una rentabilidad adecuada.

El apoyo a la industria de los fondos mutuos será un trabajo que deberán efectuar cada una de las instituciones de cada país, a través de charlas, conferencias y seminarios que permitan a la población conocer esta posibilidad de inversión, lo que les permitirá diversificar los riesgos en base a los distintos sectores que predominan en cada mercado de valores; los cuales han sido descritos previamente.

#### FACILITAR UN PROCESO DE COOPERACIÓN, CONSULTA E INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN Y EXPERIENCIAS CON LOS POTENCIALES NUEVOS MIEMBROS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

Establecer un proceso de cooperación, coordinación e intercambio de información entre los potenciales nuevos miembros del Mercado Integrado Latinoamericano resulta muy atractivo para el desarrollo a largo plazo de esta plataforma, tendiendo en consideración que actualmente la plaza bursátil mexicana ha manifestado su interés en unirse a esta integración.

El ingreso de la Bolsa de Valores Mexicana al Mercado Integrado Latinoamericano elevaría el nivel de esta integración aún más considerando que México, según Liliana Casafranca, representa el 112% del volumen actual de los tres países miembros del MILA, que las exportaciones de los cuatro países equivalen a USD 500,000 millones de dólares y como economía unificada ésta plataforma de inversión implicaría más del 30% del PBI producido en la región latinoamericana, colocándolo como la novena economía de mayor importancia a nivel mundial<sup>62</sup>.

Las relaciones de cooperación, consulta e intercambio de información son efectuadas ya por varios países que se encuentran como signatarios de la IOSCO, con lo cual lograr ésta propuesta no será difícil en un contexto en el que los tres países poseen las cifras y datos que han sido presentados en la presente investigación y son conscientes que los beneficios obtenidos hasta el momento no están siendo distribuidos equitativamente.

Específicamente, el mercado de valores peruano es el que actualmente se está beneficiando menos, en comparación con sus pares de Chile y Colombia; es aquel que debe incentivar este tipo de relaciones, con la finalidad de generar el crecimiento del mercado de valores para

---

<sup>62</sup>CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Un nuevo partícipe del mercado integrado: La Bolsa Mexicana de Valores y el MILA, p. 13

contar con la liquidez y profundidad esperada, que por lo menos lo coloque a la par de los demás países de la región.

#### 4.2.1. Factores Económicos

Como en todo proyecto normativo, las propuestas que formularé en la presente sección representan un sustento técnico que definitivamente va ligado de la mano con un enfoque normativo que ha sido analizado en la presente sección, durante la identificación de fallas en los factores institucionales y respecto de las cuales he generado las propuestas ya descritas.

##### 4.2.1.1. Número de emisores

Tal y como he descrito en la presente sección, con la finalidad de incrementar el número de emisores en el mercado de valores peruano y lograr profundizar el mercado a través de la emisión de nuevas ofertas públicas primarias, la Superintendencia del Mercado de Valores debe comenzar replanteando la estrategia de participación en el Mercado Integrado Latinoamericano. Debe establecer etapas, una de manera local en la que se promueva el desarrollo del mercado local mediante el financiamiento a través de la bolsa de valores de nuevos proyectos de inversión y una externa de manera internacional. Esta promoción debe ir de la mano con incentivos adecuados para las corporaciones interesadas, como por ejemplo exoneraciones de la carga impositiva tributaria, reducción de costos, otorgamiento de garantías adicionales a nombre del Estado, entre otros.

##### 4.2.1.2. Volumen de negociación

El volumen de negociación es importante, pues como he señalado en base a los cuadros presentados previamente, es uno de los criterios que atrae a potenciales capitales extranjeros hacia nuestro mercado de valores. En vista de dicha situación y habiéndose identificado las fallas respecto a este punto, la propuesta que presento va ligada al problema regulatorio del factor tributario.

En nuestro mercado de valores fue un error normar que las ganancias de capital se encuentren sujetas al pago de impuestos, considerando que es una plaza bursátil pequeña en comparación de sus pares en la región y que lo que ansía lograr es atraer capitales, mas no ahuyentarlos por la carga impositiva tributaria que ha sido presentada en la presente investigación.

Actualmente, el gobierno peruano se encuentra discutiendo un proyecto de ley que modifica la imputación tributaria a las ganancias de capital en el contexto del Mercado Integrado Latinoamericano, lo cual reafirma esta propuesta como la más adecuada para lograr obtener los beneficios que potencialmente deberían haberse obtenido, los cuales han sido presentados en la presente investigación.

##### 4.2.1.3. Número de operaciones

En base al análisis realizado a lo largo de la presente investigación, se aprecia que el mercado de valores peruano, a pesar de haber obtenido un incremento del número de sus operaciones, éste ha sido menor que aquellos de los mercados de valores colombiano y chileno. Por ello, la propuesta se centra en el hecho que la entidad reguladora no debe necesariamente ligar el número de operaciones con una profundización del mercado de valores, pues el incremento o reducción del número de operaciones no determina la liquidez de los valores mobiliarios que en él se encuentran inscritos

#### 4.2.1.4. Capitalización Bursátil

Finalmente, el mercado de valores visto como un todo, entendiendo por dicho concepto el producto obtenido de multiplicar el precio por la cantidad de cada valor mobiliario listado, se incrementa promoviendo efectivamente los proyectos que buscan atraer nuevos potenciales emisores extranjeros a la plaza bursátil limeña. Es así que la tarea del mercado de valores peruano desde sus distintos sectores, tanto el privado como el público, se encuentra básicamente en promover eficientemente el resultado inicial de los nuevos regímenes de emisiones de ofertas públicas mencionados previamente, de tal manera que al efectuarse nuevas emisiones de valores mobiliarios pueda incrementar la capitalización bursátil, para atraer un mayor número de capitales extranjeros que vean a nuestra plaza bursátil, en el contexto del Mercado Integrado Latinoamericano, como un foco de inversión y que no se vea relegada por sus pares.

#### 4.3. MATERIALIZACIÓN DE LAS PROPUESTAS

Las propuestas como se han detallado se centran en el hecho de que la Superintendencia del Mercado de Valores debe comenzar replanteando la estrategia de participación en el Mercado Integrado Latinoamericano estableciendo una etapa de desarrollo internacional y una etapa local.

A efectos de comprobar la viabilidad de las propuestas efectuadas en el presente documento procederé a detallar el medio idóneo para materializarlas.

Como se ha señalado, los participantes del Mercado Integrado Latinoamericano han suscrito memorándums de entendimiento y convenios de cooperación entre ellos con la finalidad de facilitar el proceso de integración<sup>63</sup>. Sin embargo, como ha sido presentado y fundamentado a lo largo del presente trabajo de investigación el Mercado Integrado Latinoamericano no ha logrado su objetivo principal.

Adicionalmente, también se ha señalado que mediante Resolución CONASEV N° 107-2010-EF/94.01.1 y sus modificatorias se aprobó el Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano estableciendo las condiciones, requisitos, obligaciones y aspectos operativos exigibles para el funcionamiento del MILA.

En consecuencia, al haberse identificado la necesidad de plasmar las propuestas en documentos deberán ser éstos los documentos que surtirán las modificaciones que serán descritas en las siguientes líneas.

---

<sup>63</sup> El 15 de enero de 2010, la SMV, la SFC y la SVS suscribieron un MOU en materia de intercambio de información, consultas y cooperación con el objeto de establecer mecanismos de intercambio de información, consultas y de colaboración para lograr la mayor asistencia posible con el fin de asegurar el cumplimiento y aplicación de sus legislaciones y regulaciones de valores para facilitar el ejercicio de las funciones de supervisión.

El 15 de junio de 2011, la SMV, la SFC y la SVS suscribieron la Adenda al MOU indicado con el objeto de crear al Comité Ejecutivo de Autoridades, cuya finalidad es constituirse en la máxima instancia de coordinación entre las Autoridades, teniendo como función principal la definición de objetivos, lineamientos y políticas que las mismas aplicarán en su función de regulación y supervisión de los mercados de valores bajo su jurisdicción.

El 15 de junio de 2012, la SMV, la SFC y la SVS suscribieron el "Protocolo para el intercambio de información, documentación, consultas y la obtención y remisión de pruebas" a ser aplicado por el Comité de Supervisión.

### Respecto a la etapa internacional:

1. La implementación de un sistema de supervisión común en el Mercado Integrado Latinoamericano, la homologación de las sanciones dentro de los reglamentos respectivos y facilitar un proceso de cooperación, consulta e intercambio de información y experiencias con potenciales nuevos miembros del MILA

Se recomienda la suscripción de una Adenda al Memorándum de Entendimiento en materia de consultas, cooperación e intercambio de información para facilitar la supervisión de los mercados de valores, suscrito el 15 de junio de 2011, mediante el cual se creó el Comité de Supervisión con la finalidad de incorporar disposiciones aplicables al Sistema de Supervisión Común propuesto, quedando redactada dicha referencia de la siguiente manera:

#### *“10. SISTEMA DE SUPERVISIÓN COMÚN TRANSVERSAL*

*El Comité de Supervisión creado en el presente memorándum de entendimiento adicionalmente a las funciones detalladas en el numeral 4 del presente documento con la finalidad de efectuar un sistema de supervisión común transversal cumplirá las siguientes funciones:*

*10.1. Recepcionar las solicitudes que le dirijan las autoridades solicitantes.*

*10.2. Iniciar investigaciones preliminares, previa evaluación de los argumentos expuestos en la solicitud a que se refiere el numeral precedente.*

*10.3. Analizar el tratamiento sancionatorio de todos los países miembros que suscriben el presente documento aplicable a la conducta que originó la solicitud a través del sistema de supervisión común transversal.*

*10.4. Determinar y establecer, dentro del marco de los protocolos aprobados por las Autoridades, los canales más adecuados, seguros y expeditos para remitir las recomendaciones de los resultados de las investigaciones preliminares solicitadas.*

*10.5. Emitir una recomendación a la Autoridad Solicitante.*

*10.6. Emitir una recomendación a las demás autoridades que suscriben el presente documento con la finalidad de homologar el tratamiento sancionatorio en los reglamentos respectivos.*

#### *11. DEL CARÁCTER VINCULANTE DE LAS RECOMENDACIONES DEL COMITÉ DE SUPERVISIÓN*

*Las Autoridades que suscriben el presente documento manifiestan expresamente su voluntad de aplicar las recomendaciones emitidas por el Comité de Supervisión a través del Sistema de Supervisión Común Transversal en la medida que su legislación local lo permita.*

*De igual manera, las autoridades señalan expresamente que la no adecuación en la medida de lo legalmente permitido en cada una de sus jurisdicciones implicará la contravención a los memorándums de entendimiento, convenios de cooperación y demás documentos suscritos en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano. En tal sentido, las partes acuerdan que dicho incumplimiento implicará la exclusión de la integración regional bursátil latinoamericana de los participantes de dicho país.”*

Las modificaciones propuestas como se ha señalado generarán que como condición de permanecer en la integración deban homologarse las situaciones descritas por intermedio del Sistema de Supervisión Común Transversal promoviendo la igualdad de condiciones en los países miembros.

Asimismo, se recomienda la suscripción de una Adenda al Protocolo para el intercambio de información, documentación, consultas y la obtención y remisión de pruebas a ser aplicado por el Comité de Supervisión, suscrito el 15 de junio de 2012 por los miembros del Comité de Supervisión.

En dicha Adenda deberá incorporarse un numeral 6 al texto del protocolo inicialmente aprobado, el cual quedará redactado de la siguiente manera:

#### **“6. SOLICITUD Y REMISIÓN DE INFORMACIÓN APLICABLE AL SISTEMA DE SUPERVISIÓN COMÚN TRANSVERSAL**

##### **6.1. Solicitud de inicio de investigaciones preliminares**

**6.1.1. El Funcionario de Contacto de la Autoridad Solicitante formulará la solicitud de inicio de investigaciones preliminares al Comité de Supervisión, por cualquier medio idóneo de comunicación que sea verificable.**

**6.1.2. El medio verificable podrá ser una carta suscrita por el Funcionario de Contacto de la Autoridad Solicitante, la cual debe ser digitalizada y remitida a través de correo electrónico, utilizándose las direcciones de los correos electrónicos institucionales de los miembros del Comité de Supervisión. En cualquier caso el medio de comunicación empleado debe reunir las condiciones de seguridad a que se refiere el numeral 2.4 de la sección 2 del presente Protocolo.**

**6.1.3. Si la solicitud es realizada por un medio diferente del correo electrónico, y conforme a lo señalado en el numeral precedente, el medio verificable debe ser remitido en el más breve plazo posible y de acuerdo a los recursos disponibles.**

**6.1.4. La solicitud de información deberá contener como mínimo lo siguiente:**

**a) Fecha y hora del país de la Autoridad Solicitante**

**b) Identificación de los miembros del Comité de Supervisión, así como del funcionario de contacto que solicita la información.**

**c) Detalle de la solicitud, en donde se identifique:**

**i. La conducta que fundamenta la solicitud de inicio de investigaciones preliminares**

**ii. Nombre de la persona natural o razón social de la persona jurídica objeto de las investigaciones preliminares solicitadas.**

**iii. De ser el caso, cualquier información conocida o en posesión de la Autoridad Solicitante que pueda ser de utilidad al Comité de Supervisión para atender la solicitud.**

**d) Plazo estimado en el que se desearía la recepción de la información referida a las investigaciones preliminares solicitadas.**

6.1.5. *Para efectos de la tramitación de la presente solicitud, el Comité de Supervisión podrá efectuar una evaluación transversal del tratamiento sancionatorio aplicable a la conducta descrita.*

6.1.6. *En el marco del MOU y de acuerdo al presente Protocolo, el Comité de Supervisión podrá requerir información a cualquier participante de la integración del MILA a través de la entidad respectiva.*

6.1.7. *El Comité de Supervisión emitirá una recomendación a la Autoridad solicitante y a las demás autoridades miembros del MILA con la finalidad de:*

*i. Recomendar el tratamiento sancionatorio a emplear por la Autoridad Solicitante.*

*ii. Recomendar a las demás autoridades de los países miembros del MILA homologar el tratamiento sancionatorio aplicable a la misma conducta en todas las jurisdicciones.*

6.1.8. *La información referida a investigaciones preliminares serán únicamente recomendaciones. Sin embargo, la no aplicación de éstas contraviene lo acordado de común acuerdo por las autoridades respectivas dejando sin aplicación su respectiva adhesión al MILA.*

6.1.9. *La remisión de la información se sujetará a las disposiciones aprobadas en el presente Protocolo para el sistema de supervisión local, en lo que resulten aplicables.”*

De manera concordante, se recomienda incorporar el numeral 3.12 al artículo 3 al Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano, aprobado por resolución CONASEV N° 107-2010-EF/94.01.1 y sus modificatorias; cuyo texto quedará redactado de la siguiente manera:

*“Artículo 3.- Alcance*

*(...)*

*3.12. Sistema de Supervisión Común Transversal”*

Asimismo, se recomienda modificar el artículo 5 del citado Reglamento con la finalidad de definir el término implementado, quedando redactado de la siguiente manera:

*“Artículo 5.- Terminología*

*Para los efectos del presente reglamento, los términos que se indican a continuación y sus respectivas formas derivadas, tendrán los significados siguientes:*

*(...)*

*5.17. Sistema de Supervisión Común Transversal: Es el sistema de supervisión empleado para las conductas efectuadas en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano por el Comité de Supervisión, cuya finalidad es la emisión de recomendaciones con carácter vinculante.*

*5.18. (...).”*

Adicionalmente, se sugiere incorporar el numeral 17.10 al artículo 17 referido a la información que deben brindar las SAB a sus clientes de manera general, quedando redactado de la siguiente manera:

*“Artículo 17.- Relación de las SAB con los clientes*

*(...)*

*17.10. Que las operaciones efectuadas en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano se encuentran supervisadas adicionalmente por el Sistema de Supervisión Común, cuyas disposiciones son establecidas en el Capítulo II, Título VI del presente reglamento.*

*(...)”*

Finalmente, se propone modificar el Título VI, Capítulo II del citado reglamento, quedando redactado de la siguiente manera:

*“Título VI*

*Sistemas de Supervisión*

*Artículo 31.- Sistema de Supervisión Local*

*(...)*

*Artículo 32.- Sistema de Supervisión Común Transversal*

*Adicionalmente a la supervisión local, en función de los convenios de colaboración que haya suscrito la SMV con instituciones supervisoras de mercados de valores extranjeros, a solicitud de parte o de oficio puede solicitar al Comité de Supervisión efectuar investigaciones preliminares sobre una conducta específica de manera transversal.*

*En cuanto al referido sistema de supervisión común del Mercado Integrado Latinoamericano se observará lo siguiente:*

*32.1. La BVL, CAVALI y las SAB, de manera individual o conjunta, podrán remitir a la SMV un escrito debidamente fundamentado comunicando las irregularidades observadas respecto de la negociación de valores extranjeros en el mecanismo centralizado de negociación local o respecto de valores peruanos en algún mecanismo centralizado de negociación extranjero; con quienes tengan suscrito algún convenio de integración.*

*Para tal efecto la SMV, previa evaluación de los fundamentos expuestos, podrá remitir el referido escrito al Comité de Supervisión.*

*32.2. La SMV podrá solicitar de oficio al Comité de Supervisión efectuar investigaciones preliminares.*

*Artículo 33.- Comité de Supervisión*

*El Comité de Supervisión se encuentra conformado por los titulares de las instituciones supervisoras de los mercados de valores con los que la SMV haya suscrito convenios de cooperación.*

*Su finalidad es emitir recomendaciones, cuyo carácter vinculante se encuentra expresamente establecido en los Convenios de integración suscritos entre las instituciones supervisoras que lo conforman. El carácter vinculante citado únicamente se encuentra referido a la adecuación del tratamiento sancionatorio que voluntariamente la entidad respectiva efectuará en la medida que su legislación local lo permita.*

*En cuanto sus funciones se encuentran las siguientes:*

*33.1. Recibir y evaluar los fundamentos de las solicitudes de investigaciones preliminares que les remitan las autoridades supervisoras.*

*33.2. Solicitar la información que sea necesaria a las entidades reguladoras a que se refiere el numeral precedente.*

*33.3. Evaluar de manera transversal el tratamiento sancionador regulado en cada uno de los mercados de valores de sus miembros que lo conforman.*

*33.4 Remitir recomendaciones a la entidad solicitante.*

*33.5. Remitir la recomendación a que se refiere el numeral precedente a las demás instituciones reguladoras y/o supervisoras con la finalidad de sugerir la adecuación voluntaria al tratamiento sancionatorio empleado.*

*33.6 Otras que acuerden expresamente las instituciones reguladoras y/o supervisoras pertinentes.”*

Las modificaciones propuestas establecen como se aprecia el procedimiento aplicable al sistema de supervisión común transversal generando al mismo tiempo la homologación del tratamiento sancionatorio derivado del carácter vinculante de las recomendaciones emitidas por el Comité de Supervisión, aprobado por los países miembros.

Respecto a la etapa de desarrollo local:

1. La eliminación de restricciones legales de ingreso al Mercado Integrado Latinoamericano:

Modificar el artículo 3° del Reglamento del MILA con la finalidad de incorporar el supuesto de exoneración de la inscripción de valores extranjeros en el Registro Público del Mercado de Valores, quedando redactado de la siguiente manera:

*“Artículo 3.- Alcance*

*El presente reglamento comprende los procesos que se detallan a continuación y las personas que intervienen en ellos:*

*(...)*

*3.3. Exoneración de la inscripción de valores extranjeros en el Registro Público del Mercado de Valores de conformidad con lo señalado en el presente reglamento.*

*(...)”*

Asimismo, de manera concordante se propone incorporar el artículo 9°-A, referido exclusivamente a la exoneración referida precedentemente.

*“Artículo 9°-A.- Exoneración de la inscripción de valores extranjeros en el Registro Público del Mercado de Valores de conformidad con lo señalado en el presente reglamento*

*Se exonera de la obligación dispuesta en el artículo 9 del presente reglamento a aquellos valores de empresas emisoras extranjeras cuya oferta se encuentre dirigida únicamente a Inversionistas Institucionales.”*

Estas modificaciones en concordancia con el mercado de Inversionistas Institucionales vigente, permitirá eliminar las barreras de ingreso en principio a las ofertas dirigidas a dicho sector. No se está considerando la oferta pública dirigida al público en general en función del interés público existente por lo que la verificación de su inscripción previa negociación secundaria debe seguir siendo responsabilidad de la Bolsa de Valores de Lima.

2. La creación de nuevos instrumentos financieros, permitir la negociación de éstos y analizar la viabilidad de implementar un mercado de derivados dentro del MILA:

Mediante Resolución CONASEV N° 021-99-EF/94.10 y sus modificatorias se aprobó el Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, el cual incluye dentro de su Título VII el reconocimiento de la aplicación de las disposiciones del referido reglamento establecidas en sus artículos precedentes en lo que resulte aplicable al mercado integrado latinoamericano. En ese sentido se recomienda modificar el numeral 75.5 del artículo 75 del citado reglamento, quedando redactado de la siguiente manera:

*“75.5. Valores admitidos del Mercado Integrado*

*Del conjunto de valores listados en la BVL, podrán estar incluidos en el Mercado Integrado, los siguientes:*

*(...)*

*\*Otros que acuerde expresamente la BVL con las demás Bolsas participantes y cuya aprobación de la SMV dependerá de la previa recomendación de viabilidad emitida por el Comité Ejecutivo de Autoridades.*

*(...)”*

3. Con referencia a incentivar un cambio de enfoque cultural respecto a la inversión en el mercado de valores

La SMV debe incentivar el ingreso de los potenciales emisores, representados en su mayoría por dos sectores. El primero representado por pequeñas y medianas empresas (PYMES), las cuales podrían optar por el mercado de valores como alternativa de financiamiento al tradicional financiamiento bancario.

En el sector de las PYMES, la labor del regulador peruano está establecido en los regímenes especiales creados mediante Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01, del 26 de junio del 2012, que creó el Mercado Alternativo de Valores y la Resolución SMV N° 021-2013, de fecha 19 de agosto del 2013, que creó el Mercado para Inversionistas Institucionales. Ambos regímenes de emisión de ofertas públicas tienen como finalidad primordial el lograr la tan ansiada

profundidad, promoviendo el acceso de nuevos emisores mediante la reducción de requisitos, plazos de inscripción, costos, entre otros. Si el regulador peruano hubiera desarrollado este tipo de proyectos, la situación en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano hubiera sido distinta a la que actualmente se ha mostrado anteriormente. El segundo sector se encontrará representado por corporaciones que requieran el financiamiento de sus proyectos de inversión de gran envergadura, como por ejemplo la construcción de centros comerciales, aeropuertos, edificios, entre otros. El regulador deberá generar los incentivos descritos en el presente punto.

De esta manera los potenciales emisores locales, en ambos sectores, sentirán que la administración cumple con los principios de equidad, igualdad, razonabilidad y predictibilidad en su trato; lo cual genera incentivos para el ingreso a nuestro mercado de valores, logrando la tan ansiada profundización, incrementando a su vez el número de emisores y logrando a mediano plazo incrementar el número de nuevas emisiones de ofertas públicas primarias.

En ese orden de líneas, considero que la identificación de la falla se encuentra reforzada por el hecho de haber implementado dichos regímenes de manera posterior a la implementación del Mercado Integrado Latinoamericano. Por lo tanto, considero que ésta etapa de desarrollo local dependerá del dinamismo de la función promotora de todos los participantes del mercado de valores mas no solo de la SMV.

#### 4. Con referencia a la homologación del sistema de tributación:

De acuerdo a lo señalado en el presente documento actualmente en el Congreso de la República se encuentra el Proyecto de Ley N° 2936/2013-CR, Proyecto de Ley que promueve la competitividad del mercado de valores, en el marco de la incorporación al Mercado Integrado Latinoamericano; presentado por el Grupo Parlamentario Partido Popular Cristiano-Alianza por el Progreso, PPC-APP en uso de las atribuciones que les confiere la Constitución Política y el Reglamento del Congreso de la República.

Dicho proyecto de ley reconoce la falla identificada en el presente documento al señalar que en Chile se exonera del impuesto a la renta las ganancias de capital y en Colombia se encuentran inafectas, mientras que en el Perú son gravadas desde el 2010 lo cual genera que se pierda la gran oportunidad de lograr un mercado desarrollado líquido, profundo, integrado e inclusivo que cumpla con estándares internacionales.

Asimismo, el referido proyecto de ley señala que es necesario equiparar el tratamiento de la aplicación del Impuesto a la Renta a la de los países que conforma el Mercado Integrado Latinoamericano para cuyo efecto propone mantener el impuesto a las ganancias de capital obtenida en operaciones de negociación solo cuando se efectúen sobre valores de baja liquidez, quedando inafecta aquella que es obtenida en valores de alta liquidez. Para tal efecto, será considerada como alta liquidez aquellos valores con presencia bursátil que será determinada en función a la frecuencia y a los volúmenes de negociación del valor en un periodo de tiempo determinado.

En ese sentido, recomienda modificar el Artículo Único del Texto Único Ordenado de La Ley del Impuesto a la Renta, aprobado por Decreto Supremo N° 179-2004-EF y sus modificatorias; al incluir el literal i) al artículo 18° del referido cuerpo normativo, quedando redactado de la siguiente manera:

*“Artículo 18°.-*

*(...)*

*Constituyen ingresos inafectos al impuesto:*

*(...)*

*i) Las ganancias de capital proveniente de la enajenación de valores mobiliarios emitidos por sociedades constituidas en el Perú o el extranjero, siempre que se cumplan concurrentemente los siguientes requisitos:*

*(i) Los valores deben encontrarse inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores del Perú.*

*(ii) La enajenación de valores se realice a través de una bolsa de valores del Perú o de algún país miembro del Mercado Integrado Latinoamericano, debidamente autorizado por el correspondiente órgano supervisor o regulador; y*

*(iii) Los valores mobiliarios tengan presencia bursátil.*

*Se entiende que los valores mobiliarios poseen presencia bursátil cuando su ratio de liquidez es mayor a 25%. Para efectos de determinar el referido ratio se tendrán en cuenta lo siguiente:*

*(a) Dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles en los que se haya producido una operación en rueda de bolsa, se determinará el número de días en que las transacciones bursátiles totales diarios del respectivo valor, hayan alcanzado un monto mínimo, equivalente en soles a 100 Unidades Impositivas Tributarias.*

*(b) Dicho número será dividido entre ciento ochenta.*

*(c) El cociente así resultante se multiplicará por cien, quedando expresado en porcentaje. (...).”*

En mi opinión la propuesta presentada posee un problema al dotar de dicha inafectación únicamente a los valores que posean presencia bursátil pues de esa manera no se está abarcando todo el sistema tributario al favorecerse únicamente a los valores que continuamente tienen rotación y no a aquellas nuevas acciones o aquellas que actualmente son listadas pero respecto de las cuales los inversionistas y potenciales inversionistas no poseen un incentivo para negociarlas.

En tal sentido, en el marco de la propuesta de promoción de un sistema de tributación transfronterizo definida en el presente documento se sugiere eliminar dicha referencia. El procedimiento a emplear será hallar el comentario vía consulta ciudadana al Congreso de la República de tal manera que sea considerado al momento de debatirse dicho proyecto de Ley. De esa manera se estaría equiparando el tratamiento tributario a los demás países miembros y se estaría generando incentivos para que se negocien también valores adicionales a los que actualmente ya poseen liquidez.

## CONCLUSIONES

La presente investigación se basó en un análisis de la estructura del Mercado Integrado Latinoamericano, apoyado en un enfoque normativo, en la cual se emplearon factores institucionales que comprenden tres pilares fundamentales, que son la regulación, supervisión y promoción; y factores económicos que comprenden aspectos como el número de emisores, número de operaciones, volumen de negociación y capitalización bursátil. El Mercado Integrado Latinoamericano fue promovido por el sector privado y por el sector público, por lo que las fallas descritas en la presente investigación son responsabilidad de ambas partes, las cuales fueron generadas en la Fase I. En la Fase I se esperaba lograr la consolidación, que hasta el momento, en base a las cifras y datos presentados en los gráficos, no se ha obtenido, con lo que es innegable que no se ha podido llegar a la Fase II, en la que se espera que las operaciones y el sistema de compensación y liquidación de valores mobiliarios se efectúe de manera transfronteriza.

Dentro de las características principales del Mercado Integrado Latinoamericano se encuentran la presencia del enrutamiento intermediado, que permite, durante la Fase I, a los intermediarios locales dirigir las órdenes de sus comitentes a los intermediarios de mercados de valores extranjeros, con los que cuentan con acuerdos de corresponsalía. La segunda característica fundamental, que distingue al Mercado Integrado Latinoamericano del resto de integraciones y alianzas que se han dado previamente, es la autonomía en la administración de los mercados de valores que lo componen.

La principal razón por la que el Mercado Integrado Latinoamericano no ha generado el incremento en la profundidad que el mercado de valores peruano esperaba obtener, se debe a una falla estructural del mismo mercado. La inexistencia de oferta no encaja con el incremento de la demanda representada por inversionistas y potenciales inversionistas de los tres países en una única plataforma de inversión. Los excedentes de capital del mercado de valores peruano, del mercado de valores chileno y del mercado de valores colombiano se direccionan hacia el mercado que los canalice a través de emisión de valores mobiliarios, por medio de nuevas ofertas públicas primarias. Siendo esta premisa comprobada a través del análisis realizado en la presente investigación, se concluye que el mercado de valores peruano no ha obtenido, ni obtiene ni obtendrá la profundización requerida, mientras siga formando parte del Mercado Integrado Latinoamericano en el enfoque que actualmente posee.

Una segunda conclusión se identifica en los aspectos complementarios que marcan un tratamiento distinto en cada uno de los tres países miembros del Mercado Integrado Latinoamericano, que complementados a la razón principal y de mayor importancia descrita en el párrafo precedente, refuerzan la razón por la que el Mercado Integrado Latinoamericano más que una integración; genera en realidad una mejor intermediación. Estos aspectos complementarios son generados a raíz de la autonomía que se mantiene actualmente y que en realidad debió ir de la mano con una homologación de situaciones concretas como el tratamiento tributario de los países, el sistema de supervisión a emplear así como la homologación de las sanciones a imponer con la finalidad de brindar predictibilidad al procedimiento sancionador a emplear, en caso de comisión u omisión de conductas que posteriormente califiquen como infracciones y generen una sanción administrativa.

La autonomía, implementada bajo esta modalidad de integración de mercados bursátiles, vista como un aspecto complementario y sumada a la principal razón de la falta de profundidad de nuestro mercado de valores que es la inexistencia de ofertas públicas primarias de valores mobiliarios que pudiera canalizar los excedentes de capital colombianos y chilenos generó que

el mercado de valores peruano se haya visto menos beneficiado. En comparación con el mercado de valores chileno y colombiano tomando como referencia cifras de volumen negociado respecto de valores mobiliarios hasta la fecha, aun cuando el mercado de valores peruano en número de emisores se encuentre muy por encima de los países restantes.

Reforzando ésta premisa se identifica que desde la perspectiva del mercado de valores peruano la finalidad primordial por la que se promovió la integración latinoamericana fue precisamente para dotar de profundidad y desarrollo a su plaza bursátil, otorgar liquidez a los valores mobiliarios que en ella se negocian y generar al mismo tiempo una integración que promoviera la inclusión financiera y le permitiera alcanzar altos estándares internacionales con la finalidad de resultar atractivo para el ingreso de capitales extranjeros. Este ingreso debió verse materializado en la emisión de nuevas ofertas públicas primarias de valores mobiliarios, sin embargo tal y como ha sido presentado en la presente investigación dicho objetivo no se ha conseguido.

Al respecto, en la presente investigación se ha acreditado, con los argumentos expuestos y las cifras presentadas, que el Mercado Integrado Latinoamericano más allá de una integración lo que en realidad ha generado es una mejor intermediación a nivel de la región Latinoamericana, pues ha promovido la canalización de los excedentes de capital hacia los mercados de valores que poseían la suficiente oferta requerida por el mercado en su conjunto.

Asimismo, de acuerdo a lo descrito en la tercera sección relacionada a cifras oficiales y posterior identificación de fallas en aspectos económicos en la sección cuarta, es claro identificar que el Mercado Integrado Latinoamericano no ha funcionado para el mercado de valores peruano como un proyecto que atraiga capitales extranjeros, lo cual no solo se acredita con la inexistencia de un número considerable de ingreso de nuevos emisores y emisiones de ofertas públicas primarias; sino también con la inexistencia de liquidez sus valores mobiliarios, el cual hasta el momento no ha incrementado su profundidad.

La etapa de duración de la Fase I se excedió más allá de lo esperado y hasta el momento no se puede hablar de una posible Fase II en la práctica pues los pasos que se vienen dando para mejorar éstas situaciones no han obtenido los resultados esperados. Al respecto, según lo identificado en la presente investigación se ha concluido que el enfoque mismo del Mercado Integrado Latinoamericano actualmente se encuentra en una etapa distinta a la esperada. Resulta ineficiente seguir promoviendo ésta integración bajo la premisa de dos Fases. Los representantes de nuestro mercado de valores deben replantear la participación del Perú en esta integración estableciendo etapas nuevas y propias, siendo una primera etapa en la que no existe profundidad y una posterior en la que se empieza a promover localmente.

La conclusión final que deseo aportar y que motiva mi investigación es que el integrar mercados de valores a través de la autonomía de sus plazas bursátiles no le genera profundización asegurada a cada uno de los mercados de valores. Muy por el contrario, lo que realmente genera el Mercado Integrado Latinoamericano es una mejor intermediación en la región, liberando la presión de los excedentes de capitales en el mercado de valores peruano que se direccionan a la compra de valores mobiliarios chilenos y colombianos.

El Mercado Integrado Latinoamericano no le otorga al mercado de valores peruano la tan ansiada profundización, bajo el enfoque actual pues el incrementar la demanda no implica un incremento implícito de oferta de valores mobiliarios a través de nuevas ofertas públicas primarias. Cada mercado que compone y lo componga en el futuro buscará atraer la mayor cantidad de capitales extranjeros hacia su plaza bursátil, pues el desarrollo real que cada quien

desea es el de su mercado local. La forma correcta de lograr los objetivos que forman parte del discurso inicial para la promoción de este tipo de integración únicamente se logra en mercados de valores que cuenten con la oferta suficiente que calce con el incremento de demanda que generan los nuevos inversionistas extranjeros, en éste caso representados por colombianos y chilenos.

Deseo que la presente investigación permita reconocer que el Mercado Integrado Latinoamericano, actualmente para el mercado de valores peruano, no genera los beneficios que debería. Lo que realmente está generando es una mejor intermediación, permitiéndole a los excedentes de capitales peruanos direccionar sus inversiones hacia valores mobiliarios chilenos y colombianos, como si éstos fueran locales.

Nuestro mercado de valores debe replantear su estrategia dentro de esta integración. Establecer etapas locales en vía a lograr la tan ansiada profundidad, una primera etapa de desarrollo en la que debe promover el financiamiento en la bolsa de valores local para el desarrollo de nuevos proyectos generando los incentivos correctos. Así, finalmente llegaremos a una etapa en la que al existir un incremento de oferta frente al incremento de demanda generado por el Mercado Integrado Latinoamericano se podrán identificar finalmente los objetivos que en teoría deben producirse. De ésta manera valdrá la pena haber incurrido en los costos normativos, para que los beneficios puedan materializarse en nuestro país y no sirvamos únicamente como una palanca que incremente mercados de valores extranjeros.



## RECOMENDACIONES

El presente análisis, apoyado en un enfoque normativo de la estructura del Mercado Integrado Latinoamericano, empleando como base factores institucionales y factores económicos, ha permitido identificar una serie de propuestas, las cuales son detalladas en el siguiente listado:

1. Eliminar las restricciones legales mediante la desregulación de ciertos aspectos, como la homologación de capital mínimo requerido como requisito prudencial para contar con autorización de funcionamiento de agente de intermediación, ya que constituyen barreras de ingreso al Mercado Integrado Latinoamericano.
2. Crear y permitir la negociación con nuevos instrumentos financieros tales como ETF o una nueva especie de ADR, pero orientados a invertir únicamente en la plataforma del Mercado Integrado Latinoamericano, una vez identificado el nivel de riesgo asumido y las preferencias de los inversionistas a lo largo de este periodo de operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano.
3. Analizar la viabilidad de contar con un mercado de derivados dentro del Mercado Integrado Latinoamericano, considerando que el mercado de valores de Colombia cuenta con uno, lo cual le permitiría a los inversionistas poder mitigar aún más los riesgos asumidos en sus inversiones en bolsa, una vez lograda la consolidación de la integración.
4. Promover un sistema de tributación homologado que permita un nuevo tratamiento a las ganancias de capital obtenidas de inversiones en valores mobiliarios en bolsa, a fin de resolver el problema del tratamiento tributario, como aspecto diferencial complementario en el Mercado Integrado Latinoamericano, lo cual coloca actualmente al mercado de valores peruano en desventaja.
5. Generar un sistema de supervisión común, con la consecuente homologación de la cuantificación de las sanciones cometidas en el marco de esta integración regional bursátil, a fin de eliminar los posibles desincentivos a los participantes actuales y potenciales, al no contar con la suficiente predictibilidad sobre sus conductas.
6. Incentivar en el sector de inversionistas sofisticados, representados por inversionistas institucionales, un cambio de enfoque cultural respecto a la inversión en mercado de valores, de tal manera que le permita mirar con atracción el colocar sus excedentes de dinero en esta plataforma de inversión regional.
7. Incentivar el ingreso de nuevos potenciales emisores a través de la emisión de nuevas ofertas públicas primarias, con la finalidad de promover la profundización, desarrollo, liquidez, integración e inclusión de los mercados de valores que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano.
8. Incentivar la labor promotora de acceso a nuevos emisores del mercado de valores peruano en su plaza bursátil, a través de la promoción de financiamiento de nuevos proyectos en la bolsa de valores, generando incentivos como por ejemplo la exoneración de imposiciones tributarias, reducción de costos, entre otros. De esta forma se logrará obtener la suficiente oferta que sea el complemento perfecto del incremento potencial de la demanda, generado a través de la integración. Esto debido a que se ha identificado que el mercado de valores peruano no cuenta con la oferta necesaria para canalizar los excedentes de capitales colombianos y chilenos, por lo que debe replantearse la estrategia local de participación.

Actualmente el Mercado Integrado Latinoamericano más allá de lograr integración lo que realmente genera es una mejor intermediación direccionando los excedentes de capitales peruanos hacia inversiones en valores mobiliarios chilenos y colombianos. .

9. Finalmente, se recomienda facilitar un proceso de cooperación, consulta e intercambio de información y experiencias con potenciales nuevos miembros del Mercado Integrado Latinoamericano, con la finalidad de incrementar el tamaño del mercado integrado y que su posicionamiento, como plataforma de inversión sea lo suficientemente grande como para competir considerablemente con los demás países de la región y de otros continentes.



## BIBLIOGRAFIA

1. CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Analizando las oportunidades del mercado integrado: Beneficios de MILA para el Perú, p. 10 – 11

Autor: Liliana Casafranca

2. CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Un nuevo partícipe del mercado integrado: La Bolsa Mexicana de Valores y el MILA, p. 13

Autor: Liliana Casafranca

3. CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Analizando el mercado integrado: Primer Año de Operaciones del MILA, p. 8 – 9

Autor: Liliana Casafranca

4. CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Un mercado en continuo crecimiento: El Mercado de Valores de Colombia, p. 12 - 13

Autor: Juan Pablo Córdoba

5. CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Reacomodos en los mercados de valores internacionales: Razones e implicancias de la integración de los mercados bursátiles, p. 15

Autor: Felipe Morris Guerinoni

6. MILA: Mercado Integrado Latinoamericano. Enero 2013.

Autor: CorpResearch, Serfinco Comisionistas de Bolsa, Inteligo SAB

7. Instrumentos Financieros impulsores del MILA. Artículo presentado para el concurso de Arquitectos del Mercado de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) con estrategias para el desarrollo del Mercado Integrado Latinoamericano.

Autor: Gustavo Bernal, Torres Hernan, Alfonso Camargo.

8. Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. Capítulo 7. La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA. P. 215 – 232

Autor: Marcela Seraylán

9. Descripción del Impacto del Mercado Integrado Latinoamericano “MILA” para las acciones de dos emisores del sector de hidrocarburos en Colombia. Junio 2011.

Autor: Juan David Pablón Gutierrez, Natalia Molina Castilla.

10. Inversión. Boletín N° 5. Febrero de 2011. El conocimiento es la inversión que más se valora. MILA: Un nuevo polo de desarrollo bursátil en la región. P. 1 – 2

Autor: Juan Nicolás Pardo Ayala

11. Inversión. Boletín N° 5. Febrero de 2011. MILA, Estrategias de internacionalización que favorecen el desarrollo doméstico. P. 7

Autor: Universidad EAFIT. Laboratorio Financiero. Grupo de análisis de Coyuntura Económica

12. Inversión. Boletín N° 5. Febrero de 2011. MILA, Estrategias de internacionalización que favorecen el desarrollo doméstico. P. 10

Autor: Universidad EAFIT. Laboratorio Financiero. Grupo de análisis de Coyuntura Económica

13. Metodología de Supervisión Mercado Integrado Latinoamericano MILA

Autor: Rosita Esther Barrios Figueroa

14. Descripción del comportamiento, obstáculos e inconvenientes  
Autor: Jhon Fredy Pelaez Toro, Francisco Alberto Aguirre Jimenez, Miguel Angel Herrera Pardo

15. Entrevista a Roberto Flores, jefe de análisis de la casa de bolsa de Intercorp. “Diez acciones de peso para invertir en el MILA” Gestión. 23 de Noviembre

Autor: Diario Gestión

16. Empresas peruanas no alcanzan estándar de transparencia en MILA. Gestión. 19 de noviembre

Autor: Diario Gestión

17. Financial Times: “El MILA no ha tenido el tremendo debut que se esperaba”. Gestión. 14 de noviembre

Autor: Diario Gestión

18. Entrevista a André Esteves, CEO de BTG Pactual. “En el Perú queremos ser la mejor banca de inversión”. Gestión. 29 de octubre

Autor: Diario Gestión

19. El MILA duplicaría su nivel de capitalización en el 2014. Gestión. 27

Autor: Diario Gestión

20. Continental SAB: “Capitales llegarán buscando seguridad más que rentabilidad”. Gestión. 30 de julio

Autor: Diario Gestión

21. Más bolsas de América Latina muestran interés de incorporarse al MILA. Gestión. 29 de julio

Autor: Diario Gestión

22. Supervisores del MILA firman acuerdos para fortalecer integración de las bolsas. Gestión. 17 de junio

Autor: Diario Gestión

23. Mineras peruanas pilares del MILA para el 2013. Diario el Economista. México. 20 de febrero de 2013

Autor: Diario El Economista

24. El MILA: Palanca de financiamiento para el desarrollo

Autor: José Fernando Romero

25. CAPITALES, LA REVISTA DE PROCAPITALES. Balance positivo para la intermediación de valores: Incremento de las operaciones de las casas de bolsa, p. 11

Autor: Gustavo Urrutia

