

**Documento de la serie:
"En Ruta hacia la Integración"**

**Integración financiera en
América Latina**

**Realidades, desafíos y propuestas
estratégicas**

Guillermo Larraín Ríos

**Sector de Instituciones para
el Desarrollo**

**División de Mercados de
Capital e Instituciones
Financieras**

**DOCUMENTO PARA
DISCUSIÓN N°
IDB-DP-434**

**Documento de la serie:
"En Ruta hacia la Integración"**

Integración financiera en América Latina

Realidades, desafíos y propuestas estratégicas

Guillermo Larraín Ríos

Marzo de 2016

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2016 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



En Ruta hacia la Integración Financiera

El Banco Interamericano de Desarrollo contempla en su conjunto de objetivos promover y apoyar la integración regional con el fin de impulsar las sinergias y la competitividad ampliada que se pueden alcanzar mediante la cooperación y la coordinación política entre países vecinos. En particular, se quiere ayudar a la facilitación de los procesos de integración económica y financiera de la región de Latinoamérica y el Caribe. Entre la variedad de procesos de esta naturaleza que el Banco ha estado apoyando en los últimos años cabe destacar el trabajo que se ha llevado a cabo en el espacio de la integración de los mercados financieros.

Es ampliamente reconocido que la integración financiera tiene una serie de beneficios potencialmente importantes para los países que participan de ella. Entre ellos cabe destacar que la integración financiera posibilita a los países participantes: i) enfrentar mejor los shocks externos, al facilitar la suavización del perfil inter-temporal del consumo interno, ii) financiar mucho mejor la inversión, al enriquecer la oferta de instrumentos financieros y, por esa vía, mejorar la productividad de las empresas y iii) diversificar los riesgos de los ahorrantes, mejorando de esta manera, el manejo de la riqueza financiera del país.

Estos beneficios, sin embargo, traen aparejados algunos riesgos de carácter macrofinanciero. Este tipo de riesgos son característicos de sistemas donde cada una de las autoridades monetarias y de política económica no tienen completo control sobre todas las jurisdicciones involucradas. Esto, junto a consideraciones de carácter estrictamente fiscal, ha llevado a muchos países a adoptar una actitud relativamente cauta respecto de la integración financiera.

Las dimensiones más relevantes para la integración financiera son la regulación y supervisión de los mercados e instituciones financieras; el tratamiento tributario comparado de los servicios financieros; las posibles restricciones los movimientos de capital; el rol de los inversores institucionales; y la calidad y operatividad de las infraestructuras que apuntalan a los mercados financieros de financiamiento, es decir, los sistemas de compensación, liquidación y pagos.

En el plano regulatorio América Latina y el Caribe tienen aún un cierto espacio para desplazar los estándares que cumplen sus mercados hacia la dirección de las mejores prácticas internacionales. Para impulsar la integración financiera, es importante que las regulaciones en vigor en los países de la región converjan en un sentido sustancial, aunque no necesariamente literal. Es decir, no se trata de que los países sean regidos por las mismas regulaciones, sino que éstas estén orientadas hacia objetivos similares, se usen instrumentos comparables y con un nivel de intensidad parecida. Un esquema de regulaciones que compartan sustantivamente el mismo espíritu y de altos estándares propenderán hacia una mayor eficiencia: dando mayor seguridad a los inversionistas, mejorando la competencia en los mercados locales, favoreciendo la innovación y la integración financiera.

En el área del tratamiento tributario comparado de los servicios financieros, se aprecia una cierta dispersión de enfoques. Esto hace que, en algunos casos, la consideración tributaria domine la toma de decisiones de los inversionistas. Cuando un país, por ejemplo, exime del pago del impuesto a las ganancias de capital a un instrumento o a un tipo de inversionistas, sesga los flujos de capitales, todo lo demás constante, hacia dicho país pero probablemente lo hace en contra de un país con el cual se podría estar integrando financieramente. El objetivo, debiera ser generar condiciones para que los países adopten enfoques tributarios compatibles con la integración y eso solo se puede hacer sobre la base de la identificación de las mejores prácticas.

En cuanto al ámbito de los movimientos de capital, en lo sustancial hoy los países latinoamericanos tienen libertad de movimientos de capital, aun cuando todos los Bancos Centrales retienen la facultad de establecer controles de capital en condiciones extremas. En el caso de la región es muy importante tener presente el elemento de riesgo derivado de la volatilidad de las tasas de cambio de las monedas de los diferentes países, entre sí y con respecto del USD. El manejo de dicho riesgo se beneficiaría mucho del desarrollo de mecanismos de cobertura de variación cambiaria, por ejemplo, contratos de futuros, opciones y swaps sobre tasas de cambio. La experiencia mundial demuestra que los mercados de contado reciben una liquidez inducida de los mercados de derivados de primera magnitud, los mercados de la región, en la práctica, no tienen mercados de derivados. La creación de dichos mercados con cobertura regional o subregional podría aportar la liquidez inducida de la que están faltos.

Los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones, juegan un papel crucial en el desarrollo de los mercados financieros y en la dinámica de su integración. Los fondos de pensiones son entidades de ahorro previsional que, como tales, deben estar bien reguladas para conseguir alcanzar el óptimo para los pensionistas dentro del binomio seguridad retorno. En este sentido, las políticas regulatorias en cuanto a las posibilidades de inversión transfronteriza de estos fondos son uno de los factores más importantes en la determinación del sendero de la integración de los mercados financieros.

Finalmente, respecto a la infraestructura de los mercados, su funcionamiento y operatividad, hay que destacar que es fundamental alcanzar ciertos niveles de eficiencia en la compensación, la liquidación y el pago de las transacciones, disminuyendo sus costos y mejorando la rapidez y seguridad con que se realizan las mismas. Este aspecto es de la mayor importancia, pues es muy difícil extraer los beneficios de la integración de los mercados si no se ha fortalecido la infraestructura sobre la que operan los mismos.

Dentro del marco del apoyo que el Banco está brindando al proceso multidimensional de integración de la Alianza del Pacífico (Chile, Colombia, México y Perú) se ubica el trabajo realizado en el área de integración financiera. En este contexto, se ha venido desarrollando una línea de actividad para apoyar y prestar asesoramiento técnico a los equipos de los agentes públicos y privados encargados de proyectos dirigidos a la promoción de la integración financiera regional en sus distintos ámbitos. Una de las actividades de particular relevancia en esta área ha sido el acompañamiento, desde su creación, los desarrollo del MILA (Mercado Integrado Latino Americano). El papel del

Banco ha consistido fundamentalmente en apoyar a los supervisores y reguladores de los países miembros del MILA (Chile, Perú, Colombia y México) en sus actividades de coordinación, para posibilitar la homologación de procedimientos de supervisión e intervención y los intercambios de información entre las distintas jurisdicciones. Así mismo, desde el Banco se está facilitando el diálogo público privado entre los agentes del mercado y distintas instituciones y estamentos reguladores y supervisores, tanto en el área de mercado de valores, como en la variedad de espacios mencionados anteriormente.

Como resultado de las mencionadas actividades de acompañamiento se ha ido generando un conjunto de diversos productos de conocimiento técnico sobre la problemática específica de la región. Con el objeto de poner todo este bagaje a disposición de la región de Latinoamérica y el Caribe, el presente documento inicia una serie que se denominarán genéricamente “En Ruta hacia la Integración Financiera”.

Resumen

Este informe, que inicia una serie que se denominarán “En Ruta hacia la Integración Financiera”, tiene por propósito principal proponer una estrategia de integración financiera en América Latina. El documento señala los beneficios potenciales de la integración financiera entre los cuales se pueden destacar tres: i) permite enfrentar de mejor manera los shocks externos, al facilitar la suavización del consumo interno, ii) permite financiar mejor la inversión al enriquecer la oferta de instrumentos financieros y, por esa vía, mejorar la productividad de las empresas y iii) diversificar los riesgos de los ahorrantes, mejorando de esta manera, el manejo de la riqueza financiera del país. Este informe se sitúa en una línea de evolución dentro de un contexto de conciencia de los riesgos que la integración financiera puede acarrear. Los países latinoamericanos no dejaron pasar el boom del superciclo de commodities para hacer importantes reformas a sus marcos de política económica y de supervisión financiera. En otras palabras, América Latina está hoy preparada como nunca antes para avanzar en la integración de sus mercados financieros.

Clasificaciones JEL: F15, G15, G21, G28

Palabras clave: Integración financiera, sistemas financieros

INDICE

Agradecimientos y delimitación de responsabilidades	1
Estrategia y Marco Conceptual	2
La estrategia de Altas Cumbres.....	5
Estructura del informe	6
1 Contexto de la Integración en América Latina	7
2 Mapeo de la regulación actual en los mercados financieros de América Latina.....	12
3 Análisis de la regulación en los mercados financieros de América Latina	12
3.1 Argentina	13
3.1.1 Oferta Pública de Valores.....	13
3.1.2 Límites de Inversión.....	14
3.1.3 Protecciones a los inversionistas	16
3.2 Brasil.....	17
3.2.1 Oferta Pública de Valores.....	17
3.2.2 Límites de Inversión.....	19
3.2.3 Protecciones a los inversionistas	20
3.3 Chile.....	21
3.3.1 Oferta Pública de Valores.....	21
3.3.2 Límites de Inversión.....	22
3.3.3 Protecciones a los inversionistas	23
3.4 Colombia	25
3.4.1 Oferta Pública de Valores.....	25
3.4.2 Límites de Inversión.....	27
3.4.3 Protecciones a los inversionistas	28
3.5 México.....	29
3.5.1 Oferta Pública de Valores.....	29
3.5.2 Límites de Inversión.....	31
3.5.3 Protecciones a los inversionistas	32
3.6 Perú.....	34
3.6.1 Oferta Pública de Valores.....	34
3.6.2 Límites de Inversión.....	36
3.6.3 Protecciones a los inversionistas	38
3.7 Elementos comunes y particulares que pueden catalizar o ralentizar los procesos de integración	39

3.7.1	Transacciones en el extranjero por inversionistas locales.....	42
3.7.2	Financiamiento en el extranjero por emisores locales	43
3.7.3	Transacciones en el mercado local por inversionistas extranjeros	43
3.7.4	Financiamiento en el mercado local por emisores extranjeros	44
3.7.5	Financiamiento a través de Latinamerican Depositary Receipts (LADR).....	45
4	Análisis comparativo de la regulación e identificación de estándares más altos	47
4.1	Requisitos para oferta de valores extranjeros	47
4.2	Requisitos para transar valores extranjeros	48
4.3	Restricciones a la inversión en valores extranjeros	48
4.4	Requisitos de Administradoras de Fondos	49
4.5	Protecciones accionistas	49
4.6	Protecciones a Tenedores de deuda	50
5	Integración de los mercados financieros en la Unión Europea.....	51
5.1	Principales hitos de la integración	51
5.2	Políticas y marco normativo de la integración en los mercados financieros.....	54
5.2.1	Financial Service Action Plan	54
5.2.2	Proceso Lamfalussy	64
5.2.3	White Paper en Financial Services Policy	65
5.3	Marco institucional de supervisión en los mercados integrados.....	65
5.4	Integración del mercado bursátil.....	67
5.4.1	Modelo NYSE – EURONEXT	69
5.5	Integración del mercado de fondos.....	73
5.5.1	Marco regulatorio para la integración de fondos UCIT	73
5.5.2	Posibilidades de comercialización que otorga el pasaporte UCIT.....	77
5.5.3	Procedimiento para la autorización de fondos en los países miembros	77
5.5.4	Hechos estilizados del mercado de fondos UCIT	79
5.6	Principales conclusiones del proceso de integración de los mercados financieros en Europaç.....	86
	En síntesis, el proceso de integración financiera en Europa ha sido construido sobre un número básico de herramientas de política, las cuales se repiten en los mercados analizados:	86
6	Hoja de Ruta para la Armonización Conceptual de las Regulaciones.....	89
6.1	oferta de valores y transacciones de valores extranjeros	91
6.2	Desarrollo de un “Segmento de mercado accionario Homogeneo”, (HOLA, Homogeneous Latin American Market).....	92
6.2.1	Un segmento bursátil idéntico: reglas para emisores.....	93
6.2.2	Un segmento bursátil idéntico: reglas para inversionistas	94

6.2.3	Integración operativa de los mercados nacionales: bolsas	95
6.2.4	Desarrollo de un Latinamerican Depositary Receipts (LADR).....	95
6.3	Desarrollo de un mercado de deuda corporativa integrado.....	96
6.3.1	Protecciones para los tenedores de deuda.....	97
6.4	Pasaporte Latinoamericano para Gestores de Fondos.....	98
6.4.1	Condiciones de Solvencia	99
6.4.2	Resolución de Conflictos.....	100
REFERENCIAS		101

AGRADECIMIENTOS Y DELIMITACIÓN DE RESPONSABILIDADES

Este informe fue financiado por Brasil Invetimentos e Negocios (BRAIN). Agradezco los comentarios y sugerencias de los colegas de BRAIN, en particular de André Sacconato.

El equipo de ChileCapital fue dirigido por Alicia Viteri, agradezco además la participación de Juan Ignacio Zucal y Guillermo Yáñez en versiones anteriores de este informe. Un agradecimiento especial a Patricio Valenzuela, Intendente de Regulación de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, por sus profundas observaciones en materia de regulación financiera.

Hemos recibido numerosos aportes e ideas de personas en los diversos países del proyecto y que hay que agradecer y destacar. En Argentina, Valeria Carla Torelli de la Comisión Nacional de Valores (CNV). En Brasil, Adriana Sanches dos Santos de BM&FBOVESPA S.A. En Colombia, Sandra Villota Mariño de la Superintendencia Financiera. En México, Eduardo Flores Herrera de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). En Perú, Carlos Fabián Rivero Zevallos de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Es necesario mencionar a personas por su aporte en versiones anteriores de este informe. En Brasil, Maria Helena Santana (CMV), Edemir Pinto (BMF&BOVESPA), Pedro Guerra (Citi, Brasil) y Frederick Pierru (Boston Consulting Group). En Colombia Carlos Barrios (Bolsa de Valores de Colombia), Carlos Alberto Sandoval (Autorregulador del Mercado de Valores, Colombia), Gerardo Hernández y Jorge Castaño (Superintendencia Financiera, Colombia), Juan Carlos Echeverry y Gerardo Arce (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Colombia), Santiago Gutierrez (Revista Dinero, Colombia), José Darío Uribe (Banco de la República, Colombia). En Chile Javier Jara y Ana María Cáceres (DCV), Guillermo Tagle (IM Trust), Alejandro Montero (Celfín Capital), José de Gregorio, Manuel Marfán y Kevin Cowan (Banco Central de Chile), Carlos Budnevich (SBIF), Fernando Coloma, Hernán López, Armando Massarente, Patricio Valenzuela y Ernesto Ríos (SVS), Pablo Correa (Ministerio de Hacienda), Patricio Parodi (Consortio), José Antonio Martínez y Gonzalo Ugarte (Bolsa de Comercio de Santiago), Solange Berstein (SPensiones), Fernando Cañas y Juan Carlos Spencer (Bolsa Electrónica), En México Agustín Carstens y Pascual O'Dougherty (Banco de México), Gerardo Rodriguez (Secretaria de Hacienda y Crédito Público, México), Guillermo Babatz y Carlos Serrano (CNBV, México,) Luis Tellez y Pedro Zorrilla (Bolsa Mexicana de Valores). En Perú Enrique Arroyo (Asociación de Bancos de Perú), WWW Lorena Masías (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP), Julio Velarde (Banco Central de Reserva, Perú), Roberto Hoyle y Francis Stenning (Bolsa de Valores de LIMA), Ismael Benavides, (IB), Carlos Rivero (CONASEV). En el Banco Mundial Clemente del Valle, Timothy Brennan.

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del autor y no comprometen en ningún sentido a BRAiN, o a las personas antes señaladas ni a las instituciones que representan.

ESTRATEGIA Y MARCO CONCEPTUAL

Este informe tiene por propósito principal proponer una estrategia de integración financiera en América Latina que siga los principios que rigen a BRAiN como organización. La integración financiera tiene beneficios potenciales importantes para los países entre los cuales se pueden destacar tres: i) permite enfrentar de mejor manera los shocks externos, al facilitar la suavización del consumo interno, ii) permite financiar mejor la inversión al enriquecer la oferta de instrumentos financieros y, por esa vía, mejorar la productividad de las empresas y iii) diversificar los riesgos de los ahorrantes, mejorando de esta manera, el manejo de la riqueza financiera del país.

Estos beneficios sin embargo traen aparejados algunos riesgos. En el plano macroeconómico, en algunas condiciones se pueden generar incentivos para la toma de deuda en moneda extranjera que sean excesivos y/o que no puedan estar bien cubiertos por instrumentos de hedge. En función del régimen cambiario, la política monetaria puede perder más o menos grados de libertad y a su vez trasladar el peso de los ajustes macroeconómicos a la política fiscal. Ambos temas han sido problemáticos en América Latina en el pasado. La gran crisis de 1981-82 en Argentina, Chile y México, la de México en 1995, de Brasil en 1998 y Argentina 2002 han estado acompañadas por altos flujos de capitales, mismatch en las denominaciones de activos y pasivos en los balances de empresas y bancos, y problemas de combinación de políticas cambiaria, monetaria y fiscal. Esto ha hecho que muchos países hayan adoptado, respecto de la integración financiera, una actitud cauta.

Este informe se sitúa en una línea de evolución dentro de un contexto de conciencia de los riesgos que la integración financiera puede acarrear. Sin embargo, dadas las experiencias pasadas, los países latinoamericanos no dejaron pasar el boom del superciclo de commodities para hacer importantes reformas a sus marcos de política económica y de supervisión financiera. En otras palabras, en el plano macroeconómico, América Latina está hoy preparada como nunca antes para avanzar en la integración de sus mercados financieros.

En el plano microeconómico sin embargo, hay pocos avances reales y por lo tanto, pocas instancias de mitigación de riesgos efectivas. Hay tres dimensiones microeconómicas que son relevantes para la integración financiera de las cuales este informe se ocupa de una: la regulación financiera. Hay otros dos ámbitos que son muy importantes y sobre los cuales nos remitiremos a hacer comentarios generales.

El primero es el tratamiento tributario comparado de los servicios financieros. Aquí lo que se aprecia es una gran dispersión de enfoques que hace que en algunos casos la consideración tributaria domine la toma de decisiones de los inversionistas por sobre la consideración de variables fundamentales, como los riesgos de un instrumento, el emisor, o la protección efectiva de los intereses de accionistas minoritarios, entre muchas otras. Cuando un país, por ejemplo, exige del pago del impuesto a las ganancias de capital a un instrumento o a un tipo de inversionistas, sesga los flujos de capitales, todo lo demás constante, hacia dicho país pero probablemente lo hace en contra de un país con el cual

se podría estar integrando financieramente. Así, en un proceso de integración financiera existe el riesgo de que se desate una competencia entre Estados que determine una baja en la tasa de tributación efectiva de algunos instrumentos. BRAiN en sus principios excluye generar condiciones para una “guerra tributaria” entre los países que participen del proceso de integración. Este informe respeta dicha inspiración. El objetivo, más bien, debiera ser generar condiciones para que los países adopten enfoques tributarios compatibles con la integración y eso solo se puede hacer sobre la base de la identificación de las mejores prácticas.

El segundo ámbito es el de los movimientos de capital. En lo sustancial hoy los países latinoamericanos tienen libertad de movimientos de capital, aun cuando todos los Bancos Centrales retienen la facultad de establecer controles de capital en condiciones extremas. Este informe parte de la base que esto tiene una lógica entendible. Pero precisamente por lo anterior, dado lo disruptivo que es para la integración financiera la imposición de controles de capital, es que el informe busca evitar que se generen condiciones para la inestabilidad financiera que induzca el uso de estos controles de capital.

En particular, en el plano regulatorio el proceso que aquí se sugiere no pretende generar condiciones de una competencia entre centros financieros regionales que signifique una disminución de los estándares regulatorios actualmente vigentes. Más bien, el ideal es lo contrario. América Latina debe generar condiciones para que los estándares en sus mercados se incrementen, quisiéramos que la competencia entre los centros financieros regionales mejore los estándares para que los inversionistas que sean atraídos a la región sean de mejor calidad.

Como referencia hemos analizado el caso de la integración de los mercados financieros en la Unión Europea que, sin duda, es el mayor ejercicio de coordinación interestatal de la historia. Veremos en los capítulos respectivos que la integración financiera comenzó antes de 1988 cuando se dictó la Directiva que liberalizó los flujos domésticos de capital. Es decir, se trata de una experiencia de muy largo plazo. La UE ha sido sistemática en ir generando regulaciones e innovaciones regulatorias para que las legislaciones nacionales pudieran ir convergiendo. Conceptos como la “armonización mínima”, el “reconocimiento mutuo” y el “control en el país de origen” datan de las regulaciones de 1993.

La creación del Euro vendría después. Pero no cabe duda que el proceso de integración monetaria y financiera europea significó masivos flujos de capital hacia los países del sur de Europa, que durante los años 2000, los impulsó a crecer de manera significativa.

Pero este proceso ha resistido crisis de gran envergadura. Un “aperitivo” fueron los ataques especulativos al Sistema Cambiario Europeo en 1992 que significó en la práctica la salida de la Libra Esterlina del proceso de convergencia hacia el Euro. Luego en 2008, la Unión Europea se contagió de la crisis subprime norteamericana y sufrió, a su vez, su mayor crisis desde 1930, que casi significó el fin de la moneda única.

A pesar de estos problemas, el proceso de integración europeo prosiguió su camino. No es el espacio este para hacer una revisión crítica de la estrategia seguida, pero es

remarcable considerar la persistencia de las normativas: el *Financial Service Action Plan* de 2005, el *proceso Lamfalussy* y el *White Paper para el período 2005-2010*. De aquí surgieron Directivas de gran importancia como MIFID y MIFID II, construidas sobre los objetivos de proteger a los inversionistas, incrementar la competencia, y mejorar la transparencia.

Luego de la crisis, los problemas de esta estrategia aparecieron (tradeoffs entre protección al inversionista y transparencia, por un lado, y aumento de la competencia, incluyendo innovación financiera, por el otro). Así, aparecieron otros objetivos, como mejorar la gobernanza de las empresas financieras, en particular la gestión de los incentivos económicos y la organización de mercados poco transparentes o desorganizados.

Esta larga introducción a la estrategia que será propuesta aquí es para justificar la adopción en América Latina de una política *totalmente distinta*.

A diferencia de Europa, las razones por las cuales América Latina puede encontrar interesante integrarse financieramente son débiles:

- a) razones políticas no hay, puesto que Latinoamérica ha sido un continente relativamente pacífico internacionalmente. Una razón de fondo tras la integración europea era la prioridad que se le daba a establecer lazos económicos y financieros entre pueblos que se hacían la guerra con asombrosa regularidad y creciente capacidad destructiva;
- b) razones económicas hay pocas, puesto que el comercio intrarregional es escaso dado que, en lo fundamental, los países son exportadores de materias primas, lo que genera poco interés en los vecinos que, muchas veces, disponen de una dotación similar de recursos naturales.

A favor de la integración hay un factor de oportunidad, por cuanto varios países incluyendo Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, entre las economías más grandes de la región, comparten una cierta forma de enfocar su modelo de desarrollo que, dentro de una gran heterogeneidad en el grupo señalado, en lo fundamental apunta a ser economías abiertas, donde el sector privado es un motor fundamental.

Al analizar la situación actual de las regulaciones financieras en la región, veremos que esta oportunidad efectivamente existe: sin hacer un esfuerzo particular, los países bajo análisis han ido convergiendo en términos de requisitos de oferta de y para transar valores extranjeros, quedan restricciones a la inversión en valores extranjeros pero dentro de márgenes razonables, los estándares de protección a los inversionistas minoritarios han ido mejorando y convergiendo y lo mismo pasa con los tenedores de deuda.

Pero esta oportunidad, que por la naturaleza del proceso democrático puede ser transitoria, precisamente es su problema porque dado lo largo del proceso europeo los incentivos de los gobiernos a actuar con rapidez, decisión y persistencia son débiles.

El supuesto que haremos en este informe entonces es que: es mejor no contar con un gran apoyo – en términos de cambios legislativos – al proceso de integración, en particular de todos los países involucrados. Es decir, la probabilidad de que los 6 países contemplados en este estudio hagan reformas legales coherentes y armónicas en un plazo razonable supondremos que es 0.

Sin reformas legales de por medio, ¿cómo avanzar hacia la integración? La estrategia propuesta es sin duda un *second best* pero es realista y de ser exitosa puede viabilizar la estrategia de largo plazo, que es la legal. La estrategia la hemos denominado “Altas Cumbres”.

LA ESTRATEGIA DE ALTAS CUMBRES

Primero, la estrategia debe proveer a los participantes de *quick wins*, éxitos tempranos. Para ello, es imprescindible que las medidas propuestas puedan ser implementadas en plazos breves y por ello hemos priorizado aquellas que requieren los mínimos cambios legales posibles. Obviamente, una mayor solidez del proceso de integración requiere como condición *sine qua non* muchas reformas legales que deberán ser impulsadas en los años que vienen. Sin embargo, los *éxitos tempranos* debieran detonar las voluntades políticas y aumentar el diálogo intergubernamental para caminar en la misma dirección.

Segundo, las medidas que se sugieren deben poder ser aplicadas en todos los países interesados. Pero dados sus marcos jurídicos diversos, que supondremos no pueden cambiar, la única forma posible de avanzar es proponer estándares regulatorios que se puedan adoptar sin cambios legales. Dado que la Ley en cada país fija un estándar mínimo de comportamiento esperado por parte de los participantes del mercado, los estándares que se sugieran en esta estrategia deben – en general – ser superiores a los estándares legales en cada país. La consecuencia de esto es que es necesario estudiar transversalmente los estándares regulatorios y seleccionar dentro de la región los que parezcan como los mejores. Este conjunto de estándares se caracterizará por ser superior a cualquier estándar nacional y, por eso mismo, podría ser adoptado voluntariamente por los participantes del mercado *sin necesidad de cambio legal*.

Tercero, como las propuestas consideradas no tienen entonces fuerza de ley, los participantes del mercado no estarían obligados a cumplirlas. Sin embargo, las instituciones locales, en particular los reguladores y las bolsas, están en condiciones de crear condiciones para que haya una *adopción voluntaria* de estos estándares por los participantes que así lo deseen.

Cuarto, el incentivo que tendrían estos participantes para adherir a un conjunto de estándares regulatorios superiores a los de su país de origen es la posibilidad de acceder a un “mercado latinoamericano integrado”, a falta de un nombre mejor dado su uso por parte de Chile, Colombia y Perú en el MILA.

Quinto, se propone entonces:

- (a) mejorar las condiciones de oferta de valores extranjeros en los mercados locales,

(b) en el mercado de acciones dos propuestas distintas:

- i. La primera consiste en la creación de un *segmento de mercado* con el mismo nombre en todas las bolsas de la región. Este segmento de libre adhesión por parte de los emisores se caracterizaría porque las empresas que ahí se listen tendrían los mismos requerimientos de gobierno corporativo. Dichos requerimientos, por construcción, serían los más altos de la región.
- ii. La creación de un *Latinamerican Depositary Receipt (LDR)* cuyas características serían idénticas en cada país y que permitirían levantar capital

(c) Un pasaporte latinoamericano para gestores de fondos

(d) Un mercado de deuda corporativa integrada.

Estamos conscientes, sin embargo, de que podemos estar en presencia de lo que los economistas denominamos *equilibrios múltiples*: si todos los participantes creen que la potencialidad de este mercado integrado existe y vale la pena invertir en incrementar los estándares propios, subirán los de la industria y la potencialidad se materializará. Pero si no lo creen y nadie invierte en estándares altos, es posible que la integración no avance.

Esto sugiere que quienes están en posiciones de liderazgo político, gremial o académico en los países de la región tienen una responsabilidad no menor en viabilizar una agenda de integración, una de cuyas propuestas se encuentra en estas páginas.

ESTRUCTURA DEL INFORME

El informe se ha estructurado de la siguiente manera. En el primer capítulo, se analiza, a modo de introducción, el contexto actual de la integración en los mercados financieros de América Latina. En el segundo capítulo, se muestra el mapeo de la regulación financiera para Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú, en los mercados: accionarios, fondos y deuda corporativa.

En el tercer capítulo, se analiza la regulación de cada país, en especial, en lo que refiere a oferta pública de valores, protección a los inversionistas y límites de inversión; a partir del análisis de cuatro tipos de transacciones transfronterizas, se identifican los elementos comunes y particulares que pueden catalizar o ralentizar un proceso de integración.

Sobre esta base, en el capítulo siguiente se analiza la regulación en forma comparativa para una serie de aspectos financieros relevantes para la integración y se identifican de esta manera los estándares más altos. El quinto capítulo, se analiza el proceso de integración financiera de la Unión Europea. Finalmente, el sexto capítulo muestra las

propuestas para promover la integración financiera en América Latina, lo que hemos denominado: Hoja de Ruta para la Armonización Conceptual de las Regulaciones.

1 CONTEXTO DE LA INTEGRACIÓN EN AMÉRICA LATINA

En las últimas décadas se ha podido observar mundialmente una fuerte tendencia a la integración regional, especialmente en materia de comercio y finanzas internacionales. Ejemplos de ello incluyen Mercosur, NAFTA, la Unión Europea y ASEAN. Además de estos acuerdos multilaterales, ha habido una proliferación de tratados de libre comercio bilaterales.

La forma más básica de integración es la que ocurre a través de la ***inversión extranjera directa (IED)*** que se ha convertido en los últimos veinte años en una de las principales fuentes de financiamiento externo para los mercados emergentes. Latinoamérica no escapa a esta realidad. El tipo de financiamiento que se genera a través de la IED tiene la característica de proveer fondos de manera más estable que otro tipo de fondos como inversiones de portafolio o préstamos bancarios.

La inversión extranjera directa, durante cada una de las crisis previas en los últimos 20 años, prácticamente se congeló en varios países latinoamericanos. Por el contrario, en la última crisis internacional 2008-09, la IED en la región fue la quinta más alta en la historia (CEPAL, 2009). En el período 2010-2012, los flujos de inversión extranjera registraron tasas de crecimiento en los países de la región, con excepción de México, siendo estas tasas significativas en el caso de Brasil, Colombia, Perú y Chile.

El flujo de IED intra-regional también ha aumentado de manera significativa en la última década de la mano del fuerte crecimiento y mejor entorno económico que muchas de estas economías han logrado. A pesar de esta ventajosa situación, los flujos de inversión intra-regionales son bajos si se compara con el que estos reciben desde otras partes del mundo. En la mayoría de los casos, el porcentaje de IED proveniente de otros continentes supera el 90% del total.

Donde más nítidamente se aprecia los efectos de la IED en el sector financiero es en la presencia de bancos extranjeros. En efecto, la presencia de la banca internacional en los mercados latinoamericanos tuvo un fuerte crecimiento en la década del '90, y luego tuvo un comportamiento dispar en varios países: mientras que la internacionalización aumentó fuertemente para países como México y Perú, disminuyó levemente en el resto de los países a excepción de Venezuela, donde se redujo a niveles similares a los de principios de los '90. Sin embargo, la presencia de bancos latinoamericanos en la región, es todavía baja.

En términos bancarios la marca latinoamericana que más se ha expandido en la región es Banco Itaú de Brasil que ha establecido una sólida presencia en Chile y está en un proceso de fusión con Corpbanca. A través de este banco chileno, Itaú tendrá una importante presencia en Colombia pues Corpbanca compró la licencia de Santander y

luego el Banco Helm adquiriendo de esta forma una participación destacada en el mercado colombiano. En Colombia además de Corp, Scotiabank adquirió Colpatría. Por su parte, Davivienda, compró las operaciones de HSBC en Costa Rica, El Salvador y Honduras mientras que BNG Sudameris hizo lo propio con las sedes del HBSC de Colombia, Perú, Paraguay y Uruguay.

En los últimos años además de la banca, se está produciendo en la región una nueva forma de integración que se asocia a empresas financieras no bancarias que establecen operaciones en países de la región. Estas inversiones aparecen dentro de las cifras de Inversión Extranjera Directa y es interesante destacar casos como la expansión de BTG Pactual de Brasil en Chile comprando Celfin Capital. Una posición similar tiene LarrainVial, que ha armado una red de inversiones en los mercados de valores de los países de la región y Estados Unidos. El Banco de Crédito del Perú, banco comercial, ha adquirido IM Trust, reputado banco de inversión chileno. Finalmente, en el sector asegurador y de pensiones el grupo colombiano SURA ha adquirido los activos en América Latina de ING convirtiéndose en un actor relevante en su país, Chile, Perú y Uruguay.

Los flujos de inversión esconden el verdadero grado de integración que está ocurriendo en los mercados producto de este cruzar fronteras en que se encuentra el sector financiero latinoamericano. La integración potencial debe medirse más bien por las necesidades financieras del creciente número de empresas multilatinas – aquellas que eligen otros países de la región para expandir sus operaciones más allá de sus fronteras nacionales – que están haciendo hoy y seguirán en el futuro que los mercados financieros dentro de la región interactúen entre sí mucho más que en el pasado.

Por su parte, la **emisión de títulos de deuda** local ha crecido significativamente en los países de la región en los últimos años en Chile, Colombia, México y Perú, y en menor proporción en Brasil. El volumen total de títulos de deuda local representa aproximadamente 49% del PIB agregado de estos países, pero una menor proporción corresponde a bonos corporativos. La competencia para los bonos corporativos en los países de la región suele venir del sector público que se financia con deuda en el mercado local poniéndole presión al alza a las tasas domésticas.

Este mercado presenta distinto grado de desarrollo entre los países de la región. Mientras los bonos corporativos han alcanzado un desarrollo notable en Chile, especialmente como alternativa de financiamiento a partir de 2009, luego de la crisis financiera internacional, hay países como Brasil que si bien presenta un importante dinamismo a nivel de emisiones en acciones, no tiene un mercado de deuda corporativa de similar relevancia.

Dentro de las posibilidades más comunes de emisión de deuda corporativa hay dos alternativas. Por una parte, la emisión internacional a través de Eurobonos, es decir, donde la emisión es en un mercado distinto al mercado local pero en una moneda que no coincide con la moneda del mercado de destino o inversión en el extranjero tradicional en que se emite deuda corporativa en la moneda del mercado de destino.

Las emisiones de eurobonos son populares en mercados como Londres donde se dan tanto en el corto plazo (tipo efectos de comercio) como en el largo plazo (tipo bonos propiamente tal). En el segundo caso, se emite en un mercado extranjero pero donde la moneda de destino corresponde a la moneda de circulación de esa economía. A modo de ejemplo, las grandes corporaciones Latinoamericanas han encontrado en Estados Unidos la posibilidad de emitir Yankee Bonds donde el financiamiento está expresado en dólares.

En los últimos años, también ha crecido el interés por este tipo de emisiones en los mercados de la región. Las empresas latinoamericanas, han acudido a los mercados de la región para levantar capitales a través de la emisión de bonos corporativos, en lugar de acudir a los centros financieros tradicionales. El mercado de bonos emitidos en Chile, Perú, México o Colombia en moneda local (Huasobonds, Incabonds o Tequilabonds), ha tenido un significativo, aunque aún muy incipiente, desarrollo desde 2008 en adelante, de la mano del crecimiento de las operaciones comerciales y financieras de las empresas multilatinas en los países de la región.

Sin embargo, existen diversas razones por las que el mercado de bonos (tanto corporativo, bancario como gubernamental) no ha logrado despegar adecuadamente en América Latina [Jeanneau & Tovar (2008)].

En primer lugar, una deficiente situación macroeconómica (particularmente déficit fiscal) que a partir de la década de 1990 ha comenzado a mejorar notoriamente en algunas economías como Chile y con aún más fuerza luego de la crisis asiática en Brasil, Perú y Colombia. En segundo lugar, una baja base inversora, por lo que es necesario abrir también la integración a otras locaciones geográficas. En tercer lugar y un punto que es de especial interés para el presente informe, se refiere a los largos mecanismos de registro y suscripción. Esta situación encarece el costo de emisión aun cuando aparezca aparentemente más económico realizar la emisión en el mercado local en relación a otras plazas (e incluso en otras monedas). En cuarto lugar, aparecen problemas de liquidez del mercado secundario por motivos tales como el control sobre tasas de interés (existencia de interés máximo legal) o una política monetaria muy activa incrementan la volatilidad en el precio de los bonos y reducen el trading. La baja disponibilidad de pactos con promesa de retrocompra o derivados sobre tasas de interés también restringen el interés en este mercado por parte de la demanda (inversionistas).

Finalmente, existe un problema estructural en los mercados latinoamericanos que involucra varias áreas a mencionar. Por una parte, la escasez de bonos gubernamentales que permitan estimar tasas de referencia apropiadas para los bonos corporativos, por otra parte, existe una insuficiente protección de derechos de inversionistas, particularmente si se trata de inversores extranjeros, quienes no ven un adecuado resguardo del riesgo de contraparte, riesgo del emisor y riesgos asociados a fallos en el sistema de compensación. Asimismo, los inversionistas tanto local como extranjero perciben riesgos a nivel de gobierno corporativo tales como sustitución de activos y dilución de pagos [Myers (1984)], a esto se suma que las agencias de clasificación de riesgo no tienen un estándar único de clasificación a nivel regional lo que no permite un marco claro para los límites de inversión de los institucionales en los diferentes mercados.

El **mercado bursátil** es el que usualmente acapara la mayor atención del público. Este mercado ha sufrido grandes transformaciones recientemente, tanto a nivel mundial como en América Latina. La tendencia que se observa en el mundo es hacia la integración de estos mercados, primero dentro de los países, luego dentro de regiones y más recientemente internacionalmente.

En el caso de la integración dentro de un país, un ejemplo llamativo es BMF Bovespa que es el resultado de la fusión de las bolsas brasileñas, en particular de la Bolsa de Mercados Futuros, la Bolsa de Río de Janeiro y la Bolsa de Sao Paulo. La tendencia en los países de concentrar la liquidez bursátil en menos plazas es casi universal. En Estados Unidos ha sucedido lo mismo y hoy sobreviven solo cinco bolsas. En España sobrevivieron varias bolsas pero se agruparon bajo un paraguas común, la BME.

En el plano regional, un evento importante fue la creación en la Unión Europea de Euronext que reunía las bolsas de París, Amsterdam, Bruselas y Lisboa. Asimismo, en el norte de Europa la bolsa sueca OMX se impuso dentro de las riberas del mar Báltico. En América Latina hay dos experiencias pero que están todavía en fases iniciales. La más antigua es la integración de las bolsas en Centroamérica, proyecto que todavía no camina. Más recientemente, Chile, Colombia y Perú desarrollaron la iniciativa denominada MILA¹ (Mercado Integrado Latino Americano) que entró en operación a mediados de 2011.

El MILA no contempla una fusión o integración corporativa de las Bolsas de Valores, cada mercado mantiene su independencia y autonomía regulatoria. Opera el reconocimiento de los valores de cada uno de los países y el libre comercio de acciones mediante el ruteo de órdenes entre casas de bolsa de Chile, Colombia y Perú hacia los mercados de origen. El desarrollo de MILA aún es incipiente, si bien la capitalización bursátil y el número de empresas listadas lo ubican como uno de los principales mercados de la región, las operaciones acumuladas a través de la infraestructura MILA representan una proporción poco significativa en relación con el tamaño agregado de los tres mercados.

Finalmente, en el plano internacional llaman la atención la integración de NYSE con Euronext y la fusión de ambas que está en proceso de integración con la Deutsche Börse, esta misma a su vez producto de fusiones. Por su parte, Nasdaq y OMX tienen propiedades cruzadas así como también ocurre con BMF Bovespa y la Bolsa de Chicago.

La profundidad de los mercados bursátiles regionales es relativamente importante, medida respecto del nivel del PIB de los países. Lo que constituye el mayor desafío regional es la concentración de propiedad accionaria, la baja liquidez, la concentración del mercado y los problemas de gobierno corporativo derivados de ello.

Por su parte, el monto negociado en acciones no es del todo relevante al compararse con otros mercados internacionales tales como el europeo. De acuerdo a Goldman Sachs, el mundo emergente en su conjunto representa cerca de 12% de la capitalización bursátil

¹ A la fecha del presente informe, México estaba en proceso de incorporación al MILA.

global y se estima que esa participación se incrementará de manera considerable en la próxima década. Ciertamente que América Latina estará dentro del grupo de avanzada en esta materia.

Otro aspecto que caracteriza a los mercados accionarios de la región es la baja liquidez que tiene consecuencias negativas para su desarrollo. Una razón es que en este contexto el rol informativo de los precios se resiente de manera sustancial. El mercado también es más vulnerable a manipulaciones de precio que son difíciles de detectar producto de que con mercados ilíquidos pequeñas transacciones tienen impactos importantes en los precios.

El número de sociedades listadas en Bolsa en la región también es limitado y en la mayoría de los países, con excepción de México, se registra una baja participación de empresas extranjeras. Por otro lado, suele existir una subrepresentación de los sectores industriales más relevantes para la economía [Braun (2009)].

Una consecuencia de este descalce entre la importancia dentro la economía y la importancia dentro de la bolsa es que un asset manager no tendrá la facilidad para construir un portafolio de acciones representativo del PIB del país. Esto merma las posibilidades de alcanzar una adecuada diversificación de portafolio, siendo imposible replicar el índice de mercado.

En cuanto al **mercado de fondos**, este representa un sector dentro de la industria particularmente importante para Chile y México. En el primer caso, el desarrollo de la administración de activos tuvo su origen en la reforma del sistema de pensiones en 1982, momento a partir del cual se impulsó el desarrollo de alternativas de inversión de portafolio para los inversionistas retail.

Junto con la importancia de los fondos de inversión, fondos de pensiones y fondos mutuos, destaca la irrupción de los ETF regionales. La mayoría de estos se transan en Estados Unidos donde existe una demanda importante por parte de portfolio managers que requieren construir portafolios Latinoamericanos. Resulta cómodo para este sector de inversionistas (institucionales y grandes patrimonios) construir portafolios regionales adquiriendo directamente una porción de ETF en bolsa. El potencial ajuste de portafolio es sencillo dada la liquidez que se encuentra en bolsa y los bajos costos de transacción producto de menores spreads.

Este mercado constituye esencialmente una competencia relevante para la liquidez de los mercados locales y habrá que examinar cómo pueden éstos reaccionar. Este constituye uno de los desafíos importantes para la integración regional en administración de fondos.

2 MAPEO DE LA REGULACIÓN ACTUAL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE AMÉRICA LATINA

El mapeo de la regulación actual comprendió la revisión del marco legal y normativo de los países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La información considerada corresponde a la normativa y legislaciones vigentes al 31 de julio de 2014. La revisión fue estructurada considerando los temas requeridos en los términos de referencia el estudio, los cuales se detallan a continuación:

- **Requisitos de emisión y funcionamiento de los mercados financieros.** Se revisa la normativa de cada país en los siguientes ámbitos: Requisitos Generales para Efectuar Ofertas Públicas, Oferta de Valores Extranjeros en el Mercado Nacional, incluyendo cuotas de Fondos de Inversión, Transacción de Valores Extranjeros, Requisitos de Inscripción Valores Nacionales.
- **Gestión de fondos de terceros.** La revisión comprende límites de inversión de administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguro y fondos de mutuos y de inversión; requisitos para Administradoras de Fondos, en términos de capital, garantías y difusión de información.
- **Mercados accionarios.** Se revisa normativa relacionada con requerimientos de gobernanza: responsabilidad de los directores, directores independientes, comités de Directorio. Además la normativa relacionada con: difusión de Información, Ofertas públicas de acciones, Control corporativo, transacciones con Relacionados, Protecciones a Minoritarios y Oferta pública inicial
- **Deuda corporativa.** Se revisan los requisitos para la emisión de deuda corporativa, los requisitos para intermediarios y colocadores, los requisitos para emisión en el extranjero y los requisitos para emisión de deuda extranjera en el mercado local.

Por la extensión y formato del documento resultante de esta revisión, se muestra como un **Anexo** del presente informe: **“Mapeo de la Regulación Actual de los Mercados Financieros en América Latina”**.

3 ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE AMÉRICA LATINA

Sobre la base de lo desarrollado en el capítulo anterior, en este capítulo del informe se realiza una descripción de los elementos principales de las legislaciones aplicables, en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, a las ofertas públicas de valores y a los inversionistas, y que podrían actuar como catalizadores o ralentizar los procesos de integración de los mercados de esos países.

3.1 ARGENTINA

3.1.1 Oferta Pública de Valores

La oferta pública de valores en Argentina, está regulada por las disposiciones de la ley 26.831, la que establece como criterio general, en sus artículos 80 y siguientes, que corresponde a la Comisión Nacional de Valores (CNV) autorizar la oferta pública de valores negociables, determinar qué ofertas serán consideradas como tal y definir regímenes diferenciados de acuerdo con las características objetivas o subjetivas de los emisores o de los destinatarios de las ofertas, el número limitado de éstos, el domicilio de constitución del emisor, los montos mínimos de las emisiones o de las colocaciones, la naturaleza, origen o especie de los valores negociables, o cualquier otra particularidad que lo justifique razonablemente.

En base a esa facultad legal, la CNV estableció, en los capítulos V, VI, VII y VIII del título II de su compendio de normas (Normas CNV 2013), distintos regímenes aplicables a las ofertas públicas primarias, a las ofertas públicas sobre valores emitidos por la PYMEs, sobre nuevos proyectos, sobre proyectos tecnológicos, y sobre emisores extranjeros. Esta última modalidad, tanto respecto de emisiones directas como a través de Certificados de Depósito (CEDEAR) y Certificados de Valores (CEVA).

En el caso particular de las ofertas públicas de valores nacionales, tanto la legislación como la normativa de la CNV distinguen entre los requisitos aplicables a los títulos de deuda y el resto de los valores negociables, contemplando para los títulos de deuda la posibilidad de efectuar una emisión particular o emitir contra un programa global, siendo la clasificación de riesgo voluntaria.

A su vez, en la normativa de la CNV se contempla un régimen especial para emisiones de títulos de deuda dirigidas a inversionistas calificados, régimen que permite exceptuarse de enviar los estados financieros trimestrales a cambio de la presentación de un estado simplificado. A los títulos de deuda le son aplicables las disposiciones contenidas en la ley 23.576, que autoriza a las sociedades por acciones, las cooperativas y las asociaciones civiles, emitir ese tipo de obligaciones. Esa ley, establece el contenido mínimo que debe tener el contrato de emisión, los deberes de los representantes de los tenedores de esas obligaciones, y las demás condiciones que se deben cumplir para la emisión de títulos de deuda.

Los requisitos generales de autorización de las ofertas públicas de valores consisten en la presentación de información legal, económica y financiera de la entidad, tales como sus estatutos, poderes, principales accionistas, datos del grupo económico de la entidad, los estados financieros de los tres últimos ejercicios, los hechos significativos y el prospecto correspondiente. En el caso particular del régimen de oferta pública de PYMEs, la información que deben remitir es bastante similar a la del régimen general, no obstante que la oferta debe ser dirigida a inversionistas calificados. En el caso del régimen especial de proyectos nuevos y de empresas tecnológicas, la información se reduce

significativamente quedando acotada principalmente a los estados financieros de los últimos ejercicios desde su existencia.

Los requisitos particulares para los emisores extranjeros dependen de si se empleará el régimen general o el especial. En el caso del régimen especial, los requisitos son los mismos exigibles a las emisoras locales, pero adaptados en lo pertinente, no obstante que se requiere contar con una representación conforme a lo establecido en el artículo 118 de la ley 19.550, con domicilio en la república Argentina.

Si bien la normativa contempla un régimen especial, dicha regulación sólo especifica que la CNV puede exigir menores requisitos a emisoras autorizadas para hacer ofertas públicas en: 1) países con cuyas autoridades se hubieren celebrado acuerdos de cooperación contemplando este aspecto o 2) países que no han celebrado tales acuerdos, pero cuyas regulaciones la CNV considere que protegen razonablemente a los inversores locales y aseguran un régimen de información adecuado.

Respecto de los vehículos de inversión colectiva extranjeros, además de las condiciones antes descritas, la Sección II del Capítulo VIII del título II de las normas de la CNV, establecen un conjunto de exigencias y restricciones adicionales, como por ejemplo, la obligación de informar a la CNV el detalle de los recursos captados en el país, la composición resultante de la cartera, no pueden ejercer el derecho a voto de una emisora por más del 5% del derecho a voto, y deben invertir al menos el 75% de los recursos captados en la república Argentina, en el mismo país, considerando como tal los países miembros del MERCOSUR y REPÚBLICA DE CHILE. A los vehículos de inversión colectiva nacionales, denominados fondo común de inversión, les rigen las disposiciones contenidas en la ley 24.083.

Por otra parte, conforme a las normas de la CNV, la colocación primaria de valores negociables debe efectuarse mediante subasta o licitación pública abierta llevada a cabo a través de un sistema informático presentado por un Mercado ante la Comisión para su aprobación previa.

3.1.2 Límites de Inversión

Los límites a la inversión de los fondos de pensiones están contenidos en la Ley 24.241, en sus artículos 74 y siguientes. Ese tipo de inversionistas no pueden invertir más del 40% del activo del fondo en títulos de deuda de más de dos años y otras obligaciones negociables, ni más del 20% de los de menos de dos años. Dentro de esos porcentajes, están considerados aquellos emitidos por sucursales de sociedades extranjeras, autorizadas a la oferta pública por la CNV. Dicho porcentaje se reduce a 10% en el caso de valores emitidos por Estados extranjeros, organismos internacionales y sociedades extranjeras admitidos a cotización en los mercados determinados por la CNV. Además, se faculta a la CNV a establecer límites adicionales en función de la proporción que los valores extranjeros representan en el patrimonio del fondo.

A su vez, conforme a lo establecido en el artículo 78 de la ley 24.241, todos los valores, públicos o privados que puedan ser objeto de inversión por parte de los fondos de pensiones, deben estar autorizados para la oferta pública y ser transados en mercados secundarios transparentes, que brinden diariamente información veraz y precisa sobre el curso de las cotizaciones en forma pública y accesible al público en general, siendo la CNV la que determina qué mercados cumplen esta última condición.

Por su parte, para ser objeto de inversión de los fondos de pensiones, los valores emitidos por Estados extranjeros u organismos internacionales, deben estar previamente aprobados por el Banco Central de la República Argentina como objeto de inversión. Además, todos los otros tipos de valores extranjeros y nacionales, requieren haber sido objeto de calificación de riesgo previa por Sociedades Calificadoras de Riesgo inscritas en la CNV.

En cuanto a la posibilidad que tendría una administradora de fondos de pensiones de subcontratar el servicio de gestión de recursos por parte de entidades extranjeras, no se encontró limitación, ni tampoco facultad expresa, en la ley 24.241.

En el caso de las compañías de seguros, los límites de inversión están establecidos en el artículo 35 de la ley 20.091, el cual permite que las reservas técnicas puedan ser invertidas en títulos públicos de países extranjeros, pero hasta el importe de las reservas técnicas correspondientes a pólizas emitidas en moneda de esos países. Además, las reservas técnicas pueden invertirse en acciones de sociedades anónimas constituidas en el país o extranjeras comprendidas en el artículo 124 de la ley 19.550, o de extranjeras que tengan por principal objeto la prestación de servicios públicos dentro de Argentina, que se coticen en bolsas del país o del extranjero.

Los fondos comunes de inversión están regulados por la ley 24.083, la que establece un conjunto de restricciones a la inversión que están contenidas en los artículos 6 y 7. En particular, el artículo 6 establece que, en el caso que el haber del Fondo consista en valores mobiliarios (y derechos y obligaciones derivados de futuros y opciones) éstos deben contar con oferta pública en el país o en el extranjero debiendo invertirse como mínimo 75% en activos emitidos y negociados en Argentina.

No obstante, el artículo 13 del Decreto 174, el artículo 4º del Título II del Capítulo VIII de la Sección II de las normas de la CNV y el artículo 11º del Título V del Capítulo II de la Sección III de las normas de la CNV, señalan que se consideran emitidos en Argentina, los valores emitidos en países miembros de los tratados internacionales de integración celebrados con la CNV, y los valores negociables que cuenten con autorización para ser emitidos en las repúblicas federativas del Brasil, del Paraguay, oriental del Uruguay o de Chile.

3.1.3 Protecciones a los inversionistas

La ley 26.831, de Mercado de Capitales, contempla un conjunto de protecciones a los inversionistas, dentro de las que se encuentran ciertas obligaciones en materia de transacciones con partes relacionadas y con las tomas de control.

En el caso de las transacciones con partes relacionadas, los artículos 72, 73 y 74 de la ley 26.831, requieren que el comité de auditoría emita un pronunciamiento acerca de si las condiciones de la operación efectuada pueden razonablemente considerarse adecuadas a las condiciones normales y habituales del mercado y que luego de aprobadas sean comunicadas a la CNV con el carácter de información esencial. De presentarse reclamos por parte de los accionistas respecto de la operación realizada, la carga de la prueba queda radicada en la parte involucrada en la operación salvo que ésta hubiese sido aprobada con la opinión favorable del comité de auditoría o por la asamblea sin el voto decisivo del accionista parte de la operación.

Conforme a la ley 26.831, en las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones debe constituirse un comité de auditoría que funciona en forma colegiada con 3 o más miembros del directorio y cuya mayoría debe necesariamente investir la condición de independiente. La definición de independiente, está contenida en el artículo 11, del Capítulo III, del Título II, de las normas de la CNV. Además de esa función, corresponde al comité de auditoría:

- a) Opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos a contratar por la sociedad y velar por su independencia;
- b) Supervisar el funcionamiento de los sistemas de control interno y del sistema administrativo-contable, así como la fiabilidad de este último y de toda la información financiera o de otros hechos significativos que sea presentada a la CNV y a los mercados en cumplimiento del régimen informativo aplicable;
- c) Supervisar la aplicación de las políticas en materia de información sobre la gestión de riesgos de la sociedad;
- d) Proporcionar al mercado información completa respecto de las operaciones en las cuales exista conflicto de intereses con integrantes de los órganos sociales o accionistas controlantes;
- e) Opinar sobre la razonabilidad de las propuestas de honorarios y de planes de opciones sobre acciones de los directores y administradores de la sociedad que formule el órgano de administración;
- f) Opinar sobre el cumplimiento de las exigencias legales y sobre la razonabilidad de las condiciones de emisión de acciones o valores convertibles en acciones, en caso de aumento de capital con exclusión o limitación del derecho de preferencia;

- g) Verificar el cumplimiento de las normas de conducta que resulten aplicables; y
- h) Emitir opinión fundada y comunicarla a los mercados conforme lo determine la CNV toda vez que en la sociedad exista o pueda existir un supuesto de conflicto de intereses.

Por su parte, los artículos 86, 87 y 88 de la ley 26.831, establecen que toda OPA, sea obligatoria o voluntaria, debe dirigirse a todos los titulares de las acciones con igualdad de tratamiento entre éstos, tanto en las condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición de la adquisición para todas las acciones, títulos o derechos de una misma categoría o clase, y a un precio equitativo.

A su vez, todo quien pretende alcanzar el control de una sociedad cuyas acciones se encuentren admitidas al régimen de la oferta pública, o quiera adquirir una participación significativa de acciones (15% o más, o más del 51%) debe efectuar una OPA. Igual obligación, nace del retiro voluntario del régimen de oferta pública de las acciones de una sociedad o del de negociación en un Mercado.

El precio a pagar en una OPA no puede ser inferior al precio más alto que el adquirente hubiera pagado en las operaciones de compra de los valores objeto de la oferta en los últimos 90 días corridos contados a partir de la fecha del anuncio de la oferta. A su vez, cuando una sociedad cuyas acciones se encuentren admitidas a los regímenes de oferta pública y de negociación en un Mercado, acuerde su retiro voluntario de cualquiera de los mismos debe realizar una oferta pública de adquisición del total de sus acciones, de derechos de suscripción, obligaciones convertibles en acciones u opciones sobre acciones.

Por su parte, en materia de gobiernos corporativos, no se observaron protecciones reglamentarias distintas a las legales y normativas en la reglamentación de la bolsa de valores denominada Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (Merval).

3.2 BRASIL

3.2.1 Oferta Pública de Valores

La oferta pública de valores en Brasil, está regulada por las disposiciones de la ley 6.385 y la Instrucción CVM N°400 de 2003. Dicha ley, crea la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) y establece como requisito general para la distribución de las emisiones públicas de valores que tales emisiones sean previamente registradas en la CVM. Conforme al artículo 19 de esa ley, corresponde a la CVM determinar qué situaciones configuran una emisión pública, los casos en que se pueden exceptuar ese registro en función del interés del público inversionista y establecer los requisitos de inscripción e información de los emisores y valores.

Los requisitos de inscripción e información antes mencionados, están contenidos en la Instrucciones CVM N°480 de 2009 y N°332 de 2000, siendo la primera aplicable a todos los valores y la segunda a los certificados de depósito de valores extranjeros (BDR).

Asimismo, la Instrucción CVM N°471 de 2008, establece un proceso simplificado para la inscripción de ofertas públicas de distribución de compañías abiertas, fondos de inversión y empresas extranjeras de programas BDR, que se amparen en convenios celebrados por la CVM con organismos autorregulados para tales efectos.

Conforme a las disposiciones definidas en la Instrucción 480, quedan exceptuados de la obligación de inscripción, los emisores extranjeros cuyos valores están inscritos bajo un programa de BDRs Nivel I, los emisores de potencial adicional de construcción, las empresas de pequeño tamaño, las micro empresas y los emisores de letras financieras distribuidas en el ámbito de programas de distribución continua regidos por el anexo 7 de la misma instrucción.

Los requisitos generales de inscripción de emisores nacionales y extranjeros contenidos en la Instrucción 480, consisten en la presentación de información legal, económica y financiera de la entidad, tales como sus estatutos, poderes, los estados financieros de los tres últimos ejercicios, actas de los últimos doce meses y los hechos significativos desde el último ejercicio.

Tratándose de títulos de deuda, conforme a los artículos 52 y siguientes de la ley 6.404. A su vez, los representantes de los tenedores de deuda deben estar autorizados por el Banco Central de Brasil y dedicarse a la administración o custodia de valores de terceros y cumplir los demás requisitos establecidos en el artículo 66 de dicha ley. Sus obligaciones están señaladas en el artículo 68 de esa ley. Para ciertos casos particulares, la CVM cuenta con mecanismos simplificados para la inscripción de títulos de deuda, como es el caso del registro automático a que se refiere la Instrucción CVM 429 de 2006.

Los requisitos particulares para los emisores extranjeros que se inscriban bajo la modalidad de BDRs, están contenidos en el Anexo 32 de la Instrucción 480 y en la Instrucción 332. Los requisitos dependen del Nivel escogido para la inscripción, existiendo 3 niveles. El Nivel 1 es el que exige menos requisitos, por estar acotada la negociación a cierto tipo de inversionistas específicamente indicados en el artículo 3, letra d), de dicha Instrucción 332, siendo la principal exigencia que se divulgue la misma información entregada en el mercado de origen. El Nivel 2 exige que la compañía extranjera sea registrada como compañía abierta en Brasil y el Nivel 3 permite la oferta al público en general.

La oferta y distribución de fondos, está regulada en diversas instrucciones de la CVM, dependiendo del tipo de fondo que se trate, siendo la Instrucción CVM N°409 de 2004 la regulación general para fondos. Es así como, por ejemplo, la Instrucción CVM N°472 se refiere a los fondos de inversión inmobiliario, la Instrucción CVM N°209 de 2008 a los fondos que invierten en empresas emergentes, la Instrucción CVM N°444 de 2006 a los fondos que invierten en derechos crediticios no patrocinados y la Instrucción CVM N°406 de 2004 a los fondos en participaciones con apoyo de organismos de fomento, entre otros.

3.2.2 Límites de Inversión

Las principales limitaciones a la inversión de los fondos de pensiones de Brasil, están contenidas en la Resolución 3.792 de 2009, del Consejo Monetario Nacional. Tales restricciones dependen del tipo de segmento, conforme a la clasificación contenida en el artículo 17 de dicha resolución.

En el caso del segmento de renta fija, se contemplan instrumentos de renta fija dentro de los que están los títulos de deuda emitidos en Brasil por organismos multilaterales y los de compañías abiertas (presumiblemente brasileñas) y en el segmento de inversión en el exterior, están los BDR regulados por la CVM y las acciones de empresas constituidas en los países del MERCOSUR.

La condición general para los valores objeto de inversión, es que estén admitidos a cotización en bolsas de valores o registrados en un sistema de liquidación o custodia autorizado por el Banco Central de Brasil o la CVM, y contar con International Securities Identification Number (ISIN).

Los títulos de deuda deben contar con aquella clasificación de riesgo aprobada el órgano de administración competente el cual puede tener en consideración aquella emitida por una agencia clasificadora de riesgo autorizada por la CVM. En el caso de títulos emitidos por organismos multilaterales, la clasificación puede corresponder a aquella emitida por la agencia clasificadora del país de constitución del emisor.

En el caso de la inversión en renta variable, se permite un mayor porcentaje de inversión en aquellos instrumentos listados en el segmento Novo Mercado de BMF&Bovespa (70%), menor en el caso del segmento Nivel 2 (60%), Bovespa Mais (50%), Nivel 1 (45%) y llegando a 35% en el caso de compañías no listadas en esos segmentos, y 3% en otro tipo de instrumentos de renta variable.

En cuanto a la posibilidad de subcontratar la gestión de recursos de los fondos de pensiones, la Ley Complementar N°109 de 2001 y la CMN N° 3.792, del 24 de septiembre de 2009, limitarían esa posibilidad acotándola a administradores de cartera o de fondos de inversión de reconocido prestigio nacional.

En el caso de las compañías de seguros, de acuerdo a lo establecido en el artículo 9 de la Resolución 226 del Consejo Nacional de Seguros Privados, tienen prohibido realizar inversiones en el exterior salvo aquéllas autorizaciones que, para los fondos de inversión, haya autorizado la CVM.

De acuerdo a lo establecido en la Instrucción CVM N°409 de 2004, los fondos de inversión pueden invertir en el valores extranjeros que estén admitidos a cotización en bolsas de valores o registrados en un sistema de liquidación o custodia reconocido por el regulador del mercado de constitución del emisor en la medida que ese regulador haya suscrito acuerdos de cooperación para intercambio de información de las operaciones, con la CVM, o sea signatario del MMOU de IOSCO.

Los emisores de países signatarios del Tratado de Asunción, son considerados para efectos de los límites como emisores brasileños, y los BDR Nivel 1 y las cuotas de fondos de clase “Acciones BDR Nivel 1”, como valores extranjeros.

A su vez, conforme a lo establecido en el artículo 85 de la Instrucción 409, los fondos de clase “Dívida Exterior” y aquellos que requieren una participación por partícipe superior a 1 millón de reales, pueden invertir hasta el 100% en el exterior (debe incluir en su denominación la expresión “Inversión no Exterior”); los fondos de clase “Multimercado” hasta el 20% de su patrimonio líquido; y el resto de los fondos hasta un 10% de ese patrimonio.

3.2.3 Protecciones a los inversionistas

Las principales protecciones a los inversionistas están contempladas en la ley 6.404, ley 6.385, Instrucción CVM 361 de 2002, en lo que se refiere a tomas de control y transacciones con partes relacionadas.

En el caso de las transacciones con partes relacionadas, el artículo 247 de la Ley 6.404, la Deliberación de la CVM n° 642/10 y la Resolución del Consejo Monetario Nacional 3.750/09, requieren que éstas sean divulgadas en las notas a los estados financieros. Además, la ley 6.404 contiene un principio general que requiere al accionista controlador usar su voto en favor de los objetivos societarios, asignándole deberes y responsabilidades para con los demás accionistas de la empresa, su personal, y para la comunidad en la que opera. En particular, el artículo 117 de esa ley, hace responsable al accionista controlador por los daños ocasionados por sus actos cuando hizo abuso de su poder, especificando ciertas situaciones en las que se cometería ese tipo de abusos.

Por su parte, las leyes y la Instrucción CVM 361 antes mencionadas, establecen que debe realizarse una OPA ante la cancelación voluntaria del registro de compañía abierta, ante aumentos de participaciones del accionista controlador y por cambios en el control de la sociedad. El artículo 4 de esa Instrucción CVM, requiere que la OPA siempre sea dirigida por igual a los tenedores de las acciones del mismo tipo y clase de los que son objeto de la OPA, a prorrata entre los aceptantes de la OPA parcial, y que el precio sea uniforme, salvo en el caso de distintas clases y tipos de acciones objeto de la oferta pública, siempre y cuando sea compatible con el modelo de la OPA efectuada y que la diferencia de precios se justifique por un informe de un evaluador de la empresa por declaración expresa del Emisor.

En cuanto a gobiernos corporativos, BMF&Bovespa contempla distintos segmentos de cotización dependiendo de las reglas de gobierno corporativo aplicables al emisor de los valores (Nivel 1, Nivel 2, Bovespa Mais y Novo Mercado). El caso segmento de mercado que contempla mayores protecciones en materia de gobiernos corporativos, es el denominado Novo Mercado. Para cotizar en dicho segmento, el emisor y el controlador de aquél deben asumir un conjunto de obligaciones relacionadas con la compra al resto de los accionistas de las acciones en ciertas situaciones contenidas en la reglamentación y

que dicen relación con los cambios en el control, el deslistamiento de la entidad o la pérdida de las condiciones de free float (25%), entre otras. A su vez, el emisor no puede tener acciones preferentes (sólo ordinarias y todas con derecho a voto) y deben contar al menos con 5 directores de los cuales el 20% debe ser independiente.

3.3 CHILE

3.3.1 Oferta Pública de Valores

La oferta pública de valores en Chile, está regulada por las disposiciones de la ley 18.045 y las Normas de Carácter General (NCG) de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) N°336, N°345, N°30, N°304, N°352, N°366 y N°367.

Conforme a lo establecido en los artículos 6 y 183 de la ley 18.045, sólo puede efectuarse ofertas públicas de valores cuando esos valores estén inscritos en la SVS. Además, en el caso de valores nacionales, debe estar inscrito el emisor del valor. Por su parte, el artículo 4 de dicha ley, permite a la SVS determinar qué ofertas no son consideradas como públicas y exceptuar de las disposiciones de la ley a ciertas ofertas públicas que cumplan las condiciones que establezca al efecto.

Los requisitos de inscripción para emisores y valores nacionales están contenidos en la NCG 30, los cuales principalmente consisten en la presentación de información legal, económica y financiera de la entidad, tales como sus estatutos, poderes, los estados financieros auditados del último ejercicio, comparativos respecto del período anterior, junto al de sus subsidiarias y asociadas directas, y los hechos significativos desde el último ejercicio.

En el caso de la inscripción de los valores, los requisitos dependen del tipo de valor inscrito, existiendo una sección particular para acciones, títulos de deuda de corto plazo y títulos de deuda de mediano y largo plazo, sin perjuicio que tales requisitos se refieren a la información y documentación relativa a la emisión, como por ejemplo, los contratos de emisión, prospectos y actas de las juntas de accionistas.

En el caso particular de títulos de deuda, el artículo 8 bis de la ley 18.045, requiere que tengan dos clasificaciones de riesgo emitidas por entidades registradas ante la SVS, en el caso de título de mediano y largo plazo, y de una clasificación en el caso de los de corto plazo. No obstante que, en caso de estar dirigida la oferta pública a mercados especiales (inversionistas calificados, por ejemplo), esa clasificación es voluntaria. Además, en el caso de títulos de deuda de mediano y largo plazo, el artículo 104 de la ley regula el contenido mínimo del contrato de emisión y se requiere de un representante de los tenedores de esos títulos.

Por su parte, los requisitos para la oferta pública de valores extranjeros están contenidos en la NCG 352, la cual permite a la SVS eximir del requisito de inscripción a emisores de jurisdicciones con las que ese organismo hubiere suscrito acuerdos de cooperación que permitan a los inversionistas contar con información suficiente, oportuna y veraz.

En virtud de esa facultad, el 6 de octubre de 2014, la Superintendencia emitió la Resolución Exenta N°246, mediante la que resolvió exceptuar de la inscripción a los valores emitidos por los “reporting issuers” de Canadá, y a los inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores de Colombia, en el Registro Nacional de Valores de México y en el Registro Público del Mercado de Valores de Perú. Esta medida, en concreto, permite que pueda hacerse oferta pública de los valores inscritos en esos registros sin requisito adicional ni trámite ante el regulador de Chile, bastando la sola inscripción en dichos mercados.

Los requisitos antes aludidos son independientes del tipo de valor o de si la inscripción fue solicitada por el emisor o por un tercero ajeno a éste (denominado patrocinador) y están acotados a que el solicitante de la inscripción provee la misma información que el emisor entrega en su mercado de origen o de cotización de sus valores. Dependiendo de si el emisor cumple las condiciones contenidas en la Sección III (contar con estados financieros anuales auditados, presentar información en inglés o español, estar registrado en un mercado reconocido y que el regulador del emisor sea miembro de IOSCO, entre otros), la oferta puede estar dirigida al público en general o sólo a inversionistas calificados.

Además, la Sección IV de la normativa permite la inscripción de emisores extranjeros no regulados, bastando que acrediten haber cumplido las exigencias de información que una bolsa nacional haya establecido para cotizar esos valores en un segmento especial para inversionistas calificados.

En el caso particular de los títulos de deuda emitidos por entidades extranjeras, existe una modalidad de inscripción adicional a la contemplada en la NCG 352, la cual está contenida en la NCG 304. Esta última normativa, consiste en una versión simplificada y reducida de la sección respectiva de la NCG 30 pero para entidades extranjeras.

En el caso de fondos nacionales, su oferta pública y distribución está regulada además por la ley 20.712, la que distingue entre tres tipos de fondos: fondos mutuos, fondos de inversión rescatables y fondos de inversión no rescatables, especificando que las cuotas de esos fondos se entienden legalmente inscritas en la SVS con la sola emisión de las mismas.

3.3.2 Límites de Inversión

Las principales limitaciones a la inversión de los fondos de pensiones están contenidas en el D.L. 3.500 y en el régimen de inversiones establecido por la Superintendencia de Pensiones al amparo de esa ley.

Conforme a lo señalado en el artículo 45 de la ley, los fondos de pensiones pueden invertir en todo tipo de valores extranjeros, no obstante que los títulos de deuda requieren ser de Grado de Inversión, y los ETF y valores extranjeros inscritos en Chile deben transarse en un mercado secundario formal nacional.

Las clasificaciones de riesgo de los valores extranjeros antes mencionadas, deben ser efectuadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas, siempre que el Banco Central de Chile las considere para efectos de la inversión de sus propios recursos, salvo que coticen en el mercado local en cuyo caso pueden ser clasificados por clasificadoras inscritas en la SVS.

A su vez, conforme a dicha ley, corresponde al Banco Central de Chile fijar el límite máximo para la suma de las inversiones de los fondos de una misma administradora en el extranjero dentro de un rango que va desde un 30% a un 80% del valor de estos fondos. Asimismo, fija los límites máximos para la inversión en el extranjero para cada tipo de fondo (esquema de multifondos que van del A –renta variable- al E –renta fija-) dentro de un rango que va desde 45% a 100% del Fondo para el Fondo Tipo A; desde 40% a 90% del Fondo para el Fondo Tipo B; desde 30% a 75% del Fondo para el Fondo Tipo C; desde 20% a 45% del Fondo para el Fondo Tipo D, y desde 15% a 35% del Fondo para el Fondo Tipo E.

En cuanto a la posibilidad de subcontratar la gestión de los recursos de los fondos de pensiones, ello sólo puede ser realizado a través de sociedades anónimas (chilenas) de duración indefinida, cuyo objeto exclusivo sea la administración de cartera de recursos previsionales. Esas entidades deben contar con un patrimonio de 20.000 unidades de fomento. No obstante, la normativa de la Superintendencia de Pensiones contempla la modalidad de mandato para la administración de los recursos en el exterior, en cuyo caso la entidad sólo debe cumplir las condiciones establecidas por la propia administradora y el mandato debe contener las materias mínimas señaladas en la misma normativa de la Superintendencia.

En el caso de las compañías de seguros, los límites a la inversión están contenidos en el DFL 251 y en las normas impartidas al efecto por el Banco Central de Chile. En particular, el artículo 21 y 23 de esa ley, establece un límite máximo del 5% a la suma de la inversión en títulos de deuda que no cuenten con clasificación de riesgo o que ésta sea inferior a Grado de Inversión, y de entre 10% y 20% en inversiones en el exterior, según lo haya establecido el Banco Central entre esos dos porcentajes. Con todo, la suma de inversiones en renta variable en el exterior no puede superar el 10%.

En el caso de fondos mutuos y de fondos de inversión, las limitaciones están contenidas en la ley N°20.712, no obstante que no existen mayores limitaciones a la inversión, habiendo una facultad general establecida en el artículo 56 a la SVS, para establecer condiciones de información, regulación o supervisión mínima que deben cumplir las inversiones (a la fecha no ha sido emitida esa normativa).

No obstante lo anterior, el artículo 182 de la ley 18.045, permite al Banco Central de Chile imponer límites o restricciones a los cambios en la posición neta de inversiones de instrumentos en el extranjero que posean los inversionistas institucionales.

3.3.3 Protecciones a los inversionistas

Las principales protecciones a los inversionistas están contenidas en la ley 18.045 y la ley 18.046, en lo que se refiere a tomas de control y transacciones con partes relacionadas.

En el caso particular de las transacciones con partes relacionadas, el artículo 104 de la ley 18.046 regula el procedimiento que deben cumplir las sociedades anónimas abiertas para poder celebrar transacciones con partes relacionadas. Este procedimiento requiere que los directores y ejecutivos que tengan un interés en una operación deban explicitar ese hecho al directorio, la operación debe ser aprobada por la mayoría de los directores sin interés, y los acuerdos adoptados deben ser comunicados en la próxima junta de accionistas.

Se exceptúan de ese procedimiento las operaciones de montos no significativos y las operaciones habituales que hayan sido especificadas en la política aprobada por el directorio para esos efectos. A su vez, en las sociedades anónimas abiertas que conforme al artículo 50 bis de dicha ley deben contar con Comité de Directores, dicho Comité debe examinar las operaciones con partes relacionadas y evacuar un informe con su opinión al respecto. La mayoría de los directores del Comité debe ser independiente y dicho Comité, además de la función antes descrita cuenta con las siguientes funciones:

- 1) Examinar los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros presentados, y pronunciarse respecto de éstos;
- 2) Proponer al directorio nombres para los auditores externos y clasificadores privados de riesgo;
- 3) Examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad;
- 4) Preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas;
- 5) Informar al directorio respecto de la conveniencia de contratar o no a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos de conformidad a lo establecido en el artículo 242 de la ley N° 18.045, en atención a si la naturaleza de tales servicios pueda generar un riesgo de pérdida de independencia; y
- 6) Las demás materias que señale el estatuto social, o que le encomiende una junta de accionistas o el directorio, en su caso.

Por su parte, de acuerdo a lo establecido en el artículo 198 de la ley 18.045, las adquisiciones que permitan controlar una sociedad o superar los dos tercios de las acciones con derecho a voto, obligan a realizar una OPA conforme a las reglas del Título XXV de dicha ley, salvo que el premio por control sea inferior al 10% del precio de mercado (promedio de las transacciones efectuadas entre el trigésimo y nonagésimo día

en que se realice la adquisición) y la acción tenga presencia bursátil (ratio de liquidez definido por la NCG 327).

De acuerdo al artículo 201 de la ley, la OPA debe ser a prorrata de los accionistas participantes y si dentro del plazo que media entre los 30 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 90 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación, el oferente, directa o indirectamente, adquiriese de las mismas acciones comprendidas en la oferta en condiciones de precio más beneficiosas que las contempladas en ésta, los accionistas que le hubieren vendido antes o en la oferta tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado. En tales casos, el oferente y las personas que se hubieren beneficiado serán obligados solidariamente al pago.

Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir acciones objeto de la oferta a través de transacciones privadas o en bolsas de valores, nacionales o extranjeras, sino a través del procedimiento establecido en este Título. En caso de ofertas dirigidas a una serie específica de acciones, ellas deberán ser hechas en iguales condiciones para los accionistas de dicha serie. Por su parte, en el caso de cancelaciones voluntarias al régimen de oferta pública, la ley 18.046 señala que las sociedades anónimas que dejan de cumplir las condiciones para estar obligadas a inscribir sus acciones en el Registro de Valores, continúan afectas a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas, mientras la junta extraordinaria de accionistas no acordare lo contrario por los dos tercios de las acciones con derecho a voto. En este caso, el accionista ausente o disidente tiene derecho a retiro.

En cuanto a normas de gobierno corporativo, no se observaron disposiciones particulares establecidas por la bolsa de valores principal del mercado (Bolsa de Comercio de Santiago), no obstante que la Norma de Carácter General N°341 de la Superintendencia de Valores y Seguros, requiere que las sociedades anónimas listadas en bolsa entreguen anualmente información respecto a las prácticas de gobierno corporativo que hayan decidido voluntariamente adoptar de aquellas enunciadas en la misma normativa.

3.4 COLOMBIA

3.4.1 Oferta Pública de Valores

La oferta pública de valores en Colombia, está regulada por las disposiciones del Decreto Único N°2.555, específicamente en la Parte 6, la que contempla Libros especiales para los requisitos aplicables a cada tipo de valor, tanto para emisores nacionales como extranjeros.

En cuanto a las normas aplicables a las ofertas de valores nacionales, éstas están contenidas en los Libros 1 al 9, y los requisitos de inscripción para emisores y valores están contenidos en la Parte 5 del Decreto Único N°2.555, los cuales exigen información financiera, económica y legal del emisor, como lo son los estatutos, certificados e

existencia, prospecto, estados financieros y hechos esenciales. Por su parte, el Libro 12 permite a las entidades constituidas en Colombia emitir valores para ser ofrecidos en el exterior o inscribir valores emitidos en Colombia en bolsas internacionales sin que medie una oferta, en cuyo caso sólo están sujetas a la normativa externa aplicable, sin perjuicio del cumplimiento de las normas colombianas que resulten aplicables en materia tributaria, cambiaria y de inversiones de capital del exterior. Además el Libro 13 permite a las entidades constituidas en Colombia que estén habilitadas para ser emisores de valores, ofrecer los valores de forma simultánea en los mercados internacionales y en el mercado local, previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia en lo que se refiere a la oferta local.

En el caso particular de títulos de deuda, el Libro 4 establece los requisitos aplicables a los bonos distinguiendo entre bonos normales y “bonos de riesgo” y exigiendo que la emisión mínima para el caso de los primeros sea de 2.000 salarios mínimos mensuales. La emisión de bonos requiere de representante de los tenedores de bonos los cuales no deben estar en las situaciones establecidas en el artículo 6.4.1.1.5 y cuentan con las funciones señaladas en el artículo 6.4.1.1.9.

Cuando se trata de emisiones de bonos que vayan a circular en Colombia y en el exterior, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) puede autorizar que el nombramiento del representante legal de tenedores de bonos se sustituya por alguna otra figura jurídica. A su vez, el artículo 6.4.1.1.7 señala el contenido mínimo del contrato de emisión. El Libro 6 establece los requisitos aplicables a los papeles comerciales los cuales tampoco pueden ser colocados por un monto inferior a 2.000 salarios mínimos mensuales y deben estar inscritos en bolsas de valores.

Por su parte, los requisitos para la oferta pública de valores extranjeros están contenidos en Libros 10, 11 y 14. En particular, el Libro 10 permite a los gobiernos y entidades públicas extranjeras ofrecer títulos de deuda en Colombia, para lo cual requiere que una institución domiciliada en el país actúe como administrador de la emisión, que los títulos estén calificados por una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia o por una sociedad calificadora sometida a la inspección y vigilancia de dicha entidad, que estén inscritos en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, y en una bolsa de valores de Colombia.

El Libro 11 regula la oferta pública de valores emitidos por otras entidades extranjeras, requiriéndose a los títulos de deuda las mismas condiciones de administración de la emisión y calificación de riesgos antes mencionada, y a los títulos en general, que sean ofrecidos públicamente en su mercado de origen y que el emisor tenga inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia. Este último requisito puede sustituirse acreditando todos los requisitos del artículo 6.11.1.1.1 (que la entidad extranjera esté domiciliada en una jurisdicción aceptable por la SFC, y que la matriz, filial o subsidiaria de la entidad cuente con domicilio en Colombia, desarrolle actividades económicas en el país y tenga valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, entre otros).

El Libro 14 permite a los organismos multilaterales de crédito creados en virtud de un tratado o acuerdo internacional del cual sea parte la República de Colombia ofrecer valores en ese país, siempre que se designe en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión y que haya obtenido en el curso de los doce meses inmediatamente anteriores a la fecha de realización de la oferta una calificación que corresponda por lo menos a grado de inversión, de parte de una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la SFC. La calificación debe mantenerse actualizada hasta que se extinga la emisión, y que los valores se inscriban en una bolsa de valores colombiana. La emisión a ser ofrecida en Colombia no requiere de ninguna calificación.

En el caso particular de fondos colombianos, el artículo 5.2.2.1.3 establece que quedan automáticamente inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, los valores que emitan las carteras colectivas cerradas, las escalonadas y los fondos bursátiles, así como autorizada su oferta pública, una vez la SFC autorice su constitución y el reglamento respectivo. Mismo tratamiento tienen los documentos representativos de participaciones de los fondos de capital privado, una vez se remita a la SFC la documentación relativa a su constitución.

3.4.2 Límites de Inversión

Las principales limitaciones a la inversión de los fondos de pensiones están contenidas en el Título 12 del Libro 6 de la Parte 2 del Decreto Único 2.555. Conforme al artículo 2.6.12.1.2 de dicho Título, los fondos de pensiones pueden invertir en todo tipo de valores nacionales y extranjeros, no obstante que en el caso de fondos extranjeros se requiere que su administradora esté constituida en una jurisdicción con grado de inversión según las escalas de calificación de una sociedad calificadora reconocida internacionalmente, debe tener un mínimo de mil millones de dólares (US\$1.000 millones) en inversiones o activos administrados, y acreditar por lo menos cinco años de operación en la administración o gestión del (los) activo(s) subyacente(s) del fondo, entre otros requisitos.

Además, tratándose de fondos, la calificación de la deuda soberana del país donde esté constituida la administradora del fondo y la bolsa o el mercado en el que se transan las cuotas o participaciones, en el evento en que se transen, debe corresponder a grado de inversión otorgada por una sociedad calificadora reconocida internacionalmente; la administradora del fondo y el fondo deben estar registrados y fiscalizados o supervisados por los organismos reguladores/supervisores pertinentes de los países en los cuales se encuentren constituidos; la administradora del fondo o su matriz debe acreditar un mínimo de diez mil millones de dólares en activos administrados por cuenta de terceros y un mínimo de cinco años de experiencia en la gestión de los activos administrados.

En cuanto a la posibilidad de delegar la gestión de los recursos de los fondos de pensiones, no se encontró prohibición o autorización en el Decreto Único.

En el caso de los fondos mutuos, la AFP debe verificar al momento de la inversión que el fondo mutuo cuente por lo menos con diez aportantes no vinculados a la administradora del fondo y un monto mínimo de cincuenta millones de dólares en activos, excluido el valor de los aportes efectuados por la AFP y sus entidades vinculadas. A su vez, en el fondo mutuo de inversión ningún partícipe o adherente puede tener una concentración superior al diez por ciento del valor del referido fondo.

En el caso de títulos de empresas colombianas, pero emitidos en el exterior, éstos requieren una calificación no inferior a la de mayor riesgo asignada a la deuda pública externa de Colombia por una sociedad calificadora reconocida internacionalmente. Por su parte, los títulos de deuda extranjeros y algunos tipos de fondos extranjeros, requieren una calificación de grado de inversión otorgada por una sociedad calificadora reconocida internacionalmente para ser objeto de inversión (excepto cuando en total los títulos de deuda con menor clasificación representan menos del 10% del portafolio total de títulos de deuda del fondo). Con todo, los artículos 2.6.12.1.5 y siguientes establecen un límite agregado para la inversión en valores extranjeros que, dependiendo del fondo (esquema multifondos), puede ser de un máximo de 40%, 60% o 70%.

En el caso de las compañías de seguros, las principales limitaciones están contenidas en el Título 2 del Libro 31 de la Parte 2 del Decreto Único 2.555. El Artículo 2.31.2.1.2 de dicho Título, requiere que las reservas técnicas correspondientes a las pólizas en moneda extranjera sean respaldadas por títulos de deuda pública externa de Colombia, o representativos de moneda extranjera expedidos por el Banco de la República de Colombia, o en bonos o papeles emitidos en moneda dura y calificados internacionalmente como "triple A". A su vez, los artículo 2.31.3.1.2 y siguientes, establecen las mismas limitaciones mencionadas en el párrafo anterior respecto de los fondos de pensiones, no obstante que el límite global para la inversión en el exterior es 40%.

En el caso de fondos mutuos y de fondos de inversión, la regulación está contenida en la Parte 3 del Decreto Único 2.555, no observándose limitaciones a la inversión en el exterior. No obstante, el artículo 3.1.4.1.4 restringe la inversión de las carteras colectivas a valores inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores, títulos valores, valores emitidos por entidades bancarias del exterior, valores emitidos por empresas extranjeras del sector real cuyas acciones aparezcan inscritas en una o varias bolsas de valores internacionalmente reconocidas, bonos emitidos por organismos multilaterales de crédito, gobiernos extranjeros o entidades públicas, participaciones en fondos de inversión extranjeros o fondos que emulen índices nacionales o extranjeros, documentos representativos de participaciones en otras carteras colectivas nacionales, divisas e inmuebles.

3.4.3 Protecciones a los inversionistas

Las principales protecciones a los inversionistas, en lo que se refiere a tomas de control, están contenidas en el Título 2 del Libro 15 de la Parte 6 y en el Título 6 del Libro 2 de la

Parte 5, ambos del Decreto Único N°2.555, no observándose protecciones en materia de transacción con partes relacionadas (distintas de las obligaciones contables de revelación de información).

Tanto las cancelaciones voluntarias de los acciones inscritas en el la SFC como las adquisiciones que permitan controlar el 25% o más, así como los incrementos de 5% por sobre ese porcentaje, generan la obligación para los accionistas que aprobaron la cancelación y a los que alcanzaron esos porcentajes, de hacer una oferta pública irrevocable de adquisición dirigida a todos los accionistas de la entidad. Si el oferente ha realizado adquisiciones del valor en los tres últimos meses, contados a partir de la presentación de la solicitud en la SFC, el precio no puede ser inferior al más alto que hubiere pagado. En el evento en que exista preacuerdo para la oferta, el precio no puede ser inferior al mayor fijado en dicho preacuerdo.

Por su parte, el artículo 6.15.2.1.23 establece que cuando un mismo beneficiario adquiera más del noventa por ciento del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en bolsa de valores, uno o varios tenedores de valores que posean al menos el uno por ciento (1%) del capital con derecho a voto de la respectiva sociedad, pueden exigir que el adquirente realice, por una sola vez, una oferta pública de adquisición por el saldo de capital con derecho a voto en circulación, dentro de los tres meses siguientes a la adquisición por medio de la cual se supere dicho porcentaje.

En lo que respecta a las protecciones en materia de gobiernos corporativos, la Bolsa de Valores de Colombia no contempla regulaciones adicionales a las impartidas mediante la Circular Externa N°028 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esa Circular Externa establece a las emisoras de valores la obligación de remitir anualmente, bajo la modalidad “comply or explain” una encuesta de autoevaluación respecto de las prácticas contenidas en el Código de Mejores Prácticas Corporativas incorporado en dicha normativa.

3.5 MÉXICO

3.5.1 Oferta Pública de Valores

La oferta pública de valores en México, está regulada por las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores (LMVX), la que en su artículo 7 requiere que los valores sean inscritos ante la Comisión de Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), por las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores (DCGAE) y por las Disposiciones de Carácter General Aplicables al Sistema Internacional de Cotizaciones (DCGASIC).

Los requisitos de inscripción para emisores y valores nacionales y extranjeros están contenidos en las DCGAE, según el tipo de valor, los cuales principalmente consisten en la presentación de información legal, económica y financiera de la entidad, tales como sus

estatutos, poderes, los estados financieros auditados de los últimos 3 ejercicios, tanto para la entidad como para sus asociadas (10% en utilidades o activos), la opinión legal expedida por licenciado en derecho externo a que se refiere el artículo 87 de la LMVX, prospectos y los hechos significativos desde el último ejercicio, entre otros.

En el caso de valores extranjeros (régimen nacional) se requiere enviar los antecedentes en idioma español y en el de títulos de deuda (nacionales y extranjeros bajo el régimen nacional), además se requiere contar con clasificación de riesgo.

Por su parte, además del régimen nacional antes descrito, los valores extranjeros pueden acogerse al régimen especial que permite listar esos valores en el Sistema Internacional de Cotización de las bolsas (SIC). De acuerdo al artículo 263 de la LMVX, en el sistema internacional de cotizaciones sólo pueden listarse valores extranjeros que no estén inscritos en el Registro de Valores, cuyos emisores, el mercado de origen de los títulos o los propios títulos reciban, de acuerdo con sus características, sean reconocidos por la CNBV y que satisfagan los requisitos establecidos en el reglamento interior de la bolsa de valores respectiva.

Por su parte, el artículo 9 de las DCGASIC dispone que las bolsas de valores sólo pueden listar en el SIC, aquellos valores que se ajusten a los supuestos que para el reconocimiento directo se prevén en el artículo 2 de las mismas normas, o bien, se haya obtenido el reconocimiento de la CNBV del emisor extranjero o del mercado de valores del exterior en que los valores se coticen, y siempre que las bolsas hayan verificado que el 100% de la emisión respectiva fue colocada en el extranjero mediante oferta pública (con ciertas excepciones contenidas en el mismo artículo 9, como por ejemplo, los fondos ETF listados en bolsas de mercados reconocidos por la CNBV). Además, se requiere que los emisores elaboren sus estados financieros conforme a IFRS o que las notas revelen las diferencias respecto a esas normas.

Para los afectos antes descritos, la CNBV, en el artículo 2 de las DCGASIC dispuso que serán reconocidos en forma directa a los emisores de los valores: emitidos en México o por entidades mexicanas cuya oferta en el exterior haya sido notificada a la CNBV (cumpliendo los requisitos mencionados en el artículo); emitidos por bancos centrales de los países que sean miembros del Consejo de IOSCO, y de los que formen parte de la Unión Europea, que puedan ser adquiridos por el público en general; que se encuentren inscritos, autorizados o regulados para su venta al público en general por las Comisiones de Valores de los Estados que sean miembros del Consejo de IOSCO, y que se distribuyan en cualquiera de los países que sean miembros de dicho Consejo, o bien, los valores emitidos por los gobiernos de esas naciones o por los gobiernos de las naciones que formen parte de la Unión Europea, incluyendo aquellos locales, municipales o sus equivalentes; o inscritos, autorizados o regulados, para su venta al público en general, por las Comisiones de Valores de los Estados antes mencionados y que se distribuyan en cualquiera de los países que sean miembros del Consejo de la IOSCO, representativos del capital o patrimonio de sociedades de inversión o mecanismos de inversión colectiva extranjeros que se negocien en bolsas de valores del exterior. Asimismo, se consideran

como reconocidos en forma directa a los países miembros del Consejo de IOSCO, siempre que se trate de los valores antes mencionados.

Además de ese reconocimiento directo, las bolsas o entidades patrocinadoras pueden solicitar a la CNBV que reconozcan valores o mercados en que los emisores estén sujetos a la supervisión de una autoridad o de una entidad autorregulatoria y cuenten con un régimen legal que incluya disposiciones para proteger los intereses de los inversionistas, asegurar el orden y transparencia de las operaciones que en ellos se realicen, prevenir y sancionar el uso indebido de información privilegiada, manipulación de mercado, así como para evitar conflictos de interés; y que el régimen jurídico aplicable a los emisores cuente con normas que establezcan la obligación de revelar en forma periódica, suficiente y oportuna información relativa a la situación financiera, económica, contable, jurídica y administrativa de dichos emisores, incluyendo aquélla dictaminada, por lo menos 1 vez al año, por auditor externo independiente, así como la relacionada con la oferta de Valores y, en general, con los hechos y actos capaces de influir en las decisiones de los inversionistas y siempre que los mercados cuenten con mecanismos que permitan la divulgación al público de dicha información en forma accesible, expedita y continua.

En el caso de los fondos de inversión, tanto por la LMVX como por la Ley de Fondos de Inversión (LFI) y las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Sociedades de Inversión (DCGAFI), deben inscribirse en la CNBV.

3.5.2 Límites de Inversión

Las principales limitaciones a la inversión de los fondos de pensiones están contenidas en la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (LSAR) y en el Régimen de Inversiones (NSAR) normado por la Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro (CONAR).

Conforme al artículo 43 de la LSAR para ser objeto de inversión de los fondos de pensiones, los instrumentos de deuda emitidos por personas jurídicas distintas al Gobierno Federal deben estar calificados por empresas calificadoras de reconocido prestigio internacional y las acciones deben reunir los requisitos de bursatilidad y las demás características que establezca la CONAR.

Por su parte el artículo 48 de la LSAR permite adquirir valores extranjeros distintos a los autorizados por la CONAR en la medida que ellos no excedan el 20% del activo total de la sociedad de inversión. Las NSAR exigen que los valores extranjeros de deuda, tengan las calificaciones mínimas establecidas en el Anexo J o K de las NSAR (AAA Anexo J y BBB Anexo K), no obstante que igualmente pueden adquirir aquellos que ostenten las calificaciones que determine el Comité de Análisis de Riesgos. A su vez, las sociedades de inversión 1 a 4 (esquema multifondos) pueden invertir hasta el 20% del Activo Total, en valores extranjeros. Las inversiones en títulos de deuda y las contrapartes extranjeras deben tener Grado de Inversión. Además, la inversión en activos denominados en divisas,

sólo puede sumar hasta el 30% del Activo Total de la Sociedad de Inversión Básica de que se trate.

En cuanto a la posibilidad de subcontratar la gestión de los recursos de los fondos de pensiones, si bien no se encontró limitación en ese sentido, del artículo 18 de la ley pareciera que las únicas autorizadas son las administradoras de fondos para retiro.

En el caso de las compañías de seguros, las principales limitaciones a la inversión de las reservas técnicas están contenidas en la Ley de Instituciones de Seguros y de Fianzas y en las Reglas para la Inversión de las Reservas Técnicas de las Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros (RIRT).

Conforme a la cláusula décimo quinta de las RIRT, el total de las inversiones en valores que no sean emitidos por el Gobierno Federal, por organismos internacionales o entidades inscritas en el Registro de Valores, no puede representar más del 40%. Además, el total en valores extranjeros estén inscritos o no en el SIC no puede superar el 10%. Por su parte, los títulos de deuda considerados con clasificación dentro del rango aceptable el límite es: 2%, bueno: 4%, alto: 7% y sobresaliente: 10%.

En el caso de fondos de inversión, las principales restricciones están contenidas en la Ley de Fondos de Inversión y en las DCGAFI. No obstante, no existen limitaciones relacionadas con la inversión en el extranjero o en instrumentos con determinada clasificación de riesgos, en la medida que los instrumentos sean de aquellos mencionados en el artículo 4 de las DCGAFI (valores inscritos en el Registro; valores listados en el SIC; valores extranjeros que se encuentren inscritos, autorizados o regulados, para su venta al público en general, por las Comisiones de Valores u organismos equivalentes de los Estados que sean miembros del Comité Técnico de IOSCO o que formen parte de la Unión Europea, y que se distribuyan en cualquiera de los países que sean miembros de dicho Comité, o bien, con valores emitidos por los gobiernos de esas naciones, incluyendo aquellos locales, municipales o sus equivalentes siempre que cumplan con lo previsto en esta fracción; y los valores inscritos, autorizados o regulados, para su venta al público en general, por las Comisiones de Valores u organismos equivalentes de los Estados antes mencionados y que se distribuyan en cualquiera de los países que sean miembros del Comité Técnico de IOSCO, emitidos por sociedades de inversión o mecanismos de inversión colectiva, extranjeros, entre otros).

3.5.3 Protecciones a los inversionistas

Las principales protecciones a los inversionistas, en lo que se refiere a tomas de control y transacción con partes relacionadas, están contenidas en la LMVX, la que regula a las sociedades anónimas cuyas acciones están inscritas en el Registro.

En lo que se refiere a transacciones con partes relacionadas, dicha legislación requiere que al menos el 25% de los directores del consejo de administración sean independientes. Dentro de las funciones que establece el artículo 28 de la LMVX a dicho consejo está aprobar las políticas y lineamientos para el uso o goce de los bienes que

integren el patrimonio de la sociedad y de las personas morales que ésta controle, por parte de personas relacionadas, y aprobar las operaciones, cada una en lo individual, con personas relacionadas, que pretenda celebrar la sociedad o las personas morales que ésta controle.

Lo anterior, salvo en el caso de las operaciones realizadas conforme a dichas políticas y que en razón de su cuantía carezcan de relevancia para la sociedad o personas morales que ésta controle, o se realicen entre la sociedad y las personas morales que ésta controle o en las que tenga una influencia significativa o entre cualquiera de éstas, siempre que sean del giro ordinario o habitual del negocio, se consideren hechas a precios de mercado o soportadas en valuaciones realizadas por agentes externos especialistas o se realicen con empleados, siempre que se lleven a cabo en las mismas condiciones que con cualquier cliente o como resultado de prestaciones laborales de carácter general.

Además, el artículo 42 de la LMVX requiere al consejo de administración conformar un comité que, entre otras funciones, debe vigilar que las transacciones con partes relacionadas se realicen conforme a la ley y las políticas y lineamientos definidos.

Por su parte, conforme a lo establecido en el artículo 98 de la LMVX, quien pretenda adquirir o alcanzar el 30% o más de acciones ordinarias de una sociedad anónima inscrita en el Registro, dentro o fuera de alguna bolsa de valores, está obligado a realizar una OPA. La oferta debe hacerse extensiva a las distintas series de acciones de la sociedad, inclusive a aquéllas de voto limitado, restringido o sin derecho a voto. El precio debe ser el mismo, con independencia de la clase o tipo de acción.

La oferta debe realizarse por el porcentaje del capital social de la sociedad equivalente a la proporción de acciones ordinarias que se pretenda adquirir en relación con el total de éstas o por el diez por ciento de dicho capital, lo que resulte mayor, siempre que el oferente limite su tenencia final con motivo de la oferta a un porcentaje que no implique obtener el control de la sociedad; o por el cien por ciento del capital social cuando el oferente pretenda obtener el control de la sociedad.

Cabe destacar que el artículo 379 de la LMVX sanciona con prisión de dos a seis años, a quienes con motivo de una oferta pública de adquisición forzosa de acciones representativas del capital social de una sociedad anónima o títulos de crédito que representen dichas acciones, inscritos en el Registro, realizada en términos de lo previsto en el artículo 98 de esta Ley, paguen, entreguen o proporcionen cualquier contraprestación, por sí o a través de interpósita persona, que implique un premio económico o sobreprecio al importe de la oferta, en favor de una persona o grupo de personas determinado que acepten su oferta o de quien éstos designen. Las mismas penas tienen las personas que aceptando la oferta en los términos señalados en el párrafo anterior, reciban el premio o sobreprecio. Lo anterior, además de la multa del 10% de la operación, a que se refiere el artículo 392 de la LMVX.

En materia de gobiernos corporativos, la Bolsa Mexicana de Valores establece la obligación a las entidades que se listarán en su bolsa que adhieran a su Código de Ética y que tomen conocimiento del Código de Mejores Prácticas de gobierno corporativo cuya adopción voluntaria promueve la misma bolsa.

3.6 PERÚ

3.6.1 Oferta Pública de Valores

La oferta pública de valores en Perú, está regulada por las disposiciones del Decreto Legislativo N°861 de 1996, y por las normas emitidas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) para las distintas modalidades y tipos de instrumentos. Los emisores nacionales y extranjeros cuentan con diversas modalidades, dentro de las que se pueden mencionar el Régimen General, el Mercado Alternativo de Valores, el Mercado de Inversionistas Institucionales, y el Mercado Integrado Latinoamericano.

El régimen general para emisores nacionales (que también es aplicable a emisores extranjeros) está regulado mediante el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios (Resolución GG 211-98-EF/94.1.1). En el caso del régimen especial para inversionistas institucionales está el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Bonos Emitidos por Empresas en el Mercado Alternativo Valores (Resolución de Superintendente N°075-2013-SMV/0), el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo Emitidos por Empresas en el Mercado Alternativo Valores (Resolución de Superintendente N°075-2013-SMV/02), y el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales (Resolución SMV N° 021-2013).

En particular, para la inscripción en el Registro de un valor que será objeto de oferta pública primaria, se deben presentar a la SMV antecedentes de constitución del emisor, documentos referentes al acuerdo de emisión, el proyecto de prospecto informativo sobre la emisión y los estados financieros auditados del emisor para los dos últimos años.

En el caso de emisores extranjeros que se acojan al régimen general de valores nacionales, debe presentar una declaración de sometimiento a la legislación nacional y a la competencia de las autoridades administrativas y jurisdicción de las autoridades judiciales peruanas, para los efectos de las obligaciones relativas y derivadas de la inscripción del valor o registro del prospecto.

Además debe presentar una carta en la que se comprometa a cumplir uno de los siguientes requisitos, durante el tiempo que subsistan sus obligaciones derivadas de la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones complementarias: i) tener y mantener un representante con domicilio en el Perú y poder debidamente inscrito en los Registros Públicos, con sujeción a lo establecido en la Quinta Disposición Complementaria del artículo 32 del Decreto Legislativo N° 757, Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión

Privada, que preste fianza solidaria, incondicional y exigible de manera inmediata a solo requerimiento de la SMV con el emisor por el tiempo que puedan generarse obligaciones a partir de sanciones impuestas por la SMV, como consecuencia de contravenciones en que pudiera incurrirse a lo dispuesto en la Ley y sus disposiciones complementarias en relación y para efectos de la inscripción del valor en el Registro, y que dicho representante, sea una persona jurídica que cuente, durante el plazo a que se refiere el literal anterior, con un patrimonio neto igual o superior a trescientas (300) Unidades Impositivas Tributarias (U.I.T.) o, sea una persona natural o jurídica que cuente durante dicho plazo con una carta fianza bancaria por la cifra y en los términos antes señalados, o garantía equivalente, por las obligaciones que el mencionado representante pueda asumir respecto a esos actos; o ii) tener y mantener una sucursal establecida en el Perú, con activos netos en el país a través de dicha sucursal por una cifra igual o superior a la indicada. Asimismo, los estados financieros deben contar con un informe que explique las diferencias con los principios contables aplicados en Perú y que dicho informe sea certificado además por una empresa de auditoría registrada en la SMV.

En el caso particular de bonos el contrato de emisión debe contener lo dispuesto en los artículos 308 de la Ley General de Sociedades y 88 de la Ley del Mercado de Valores, y ciertas cláusulas adicionales exigidas por la SMV en su Resolución GG 211. Este contrato no es exigible para los títulos de corto plazo.

A su vez, el artículo 87 de la Ley de Mercado de Valores, requiere que toda emisión de bonos, incluidos los de arrendamiento financiero, cuente con la designación del representante de los obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales. Puede ser designado representante de los obligacionistas cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos establecidos por la SMV, con excepción de la entidad estructuradora y las personas con las que estos tengan vinculación. Por su parte, de solicitarse la inscripción conforme a los Manuales para el Mercado Alternativo, se reduce un poco la carga regulatoria, como es el caso de los estados financieros en que se solicita sólo el último anual auditado y semestral no auditado. En el evento que el emisor de los valores sólo opte por acogerse al régimen del Mercado de Inversionistas Institucionales, la carga se reduce aún más que en el Mercado Alternativo, no obstante todavía subsisten obligaciones de presentar información especial para la SMV, como por ejemplo lo es el contenido y formato del prospecto y los hechos esenciales conforme a normativa local (Artículo 14 y Anexo 14 del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales); y la necesidad que el solicitante de la inscripción deba ser el emisor de los valores.

Además del régimen general antes descrito mediante el cual se pueden inscribir valores extranjeros bajo regulación local, existe un régimen especial regulado por el Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano (Resolución CONASEV N° 0107-2010) que permite la inscripción automática de esos valores en la medida que la bolsa local cumpla el procedimiento contemplado en el artículo 9 de esa reglamentación (presentación de certificaciones que acreditan el cumplimiento de las normas contenidas en el reglamento). La modalidad sobre la que se sostiene esa reglamentación se basa en que las

transacciones serán realizadas en el mercado de origen del emisor y en que cada regulador es responsable de fiscalizar las ofertas y transacciones efectuadas en su propio mercado.

En tal sentido, el artículo 4 señala que la oferta pública y negociación de los valores de renta variable inscritos en cualquiera de los registros de las autoridades competentes de los mercados de valores participantes, se realizará de conformidad con la legislación del país en donde los valores se encuentren inscritos originalmente.

Asimismo, señala que los emisores se encuentran obligados a cumplir la normativa del mercado de valores en el que se encuentren inscritos originalmente sus valores, y no aquella correspondiente a la jurisdicción donde pueda darse la inscripción de éstos como resultado del funcionamiento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado, en consecuencia, dichos emisores se sujetan a las disposiciones dictadas por la bolsa o administradora del sistema de negociación, central de depósito de valores y por el supervisor de dicho mercado.

En el caso de los fondos de inversión, de acuerdo al artículo 2, y 19 y siguientes de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Decreto Legislativo N° 00862-1996), las cuotas de fondos pueden ser objeto de oferta pública y son inscritas con la aprobación del reglamento del fondo respectivo.

3.6.2 Límites de Inversión

Las principales limitaciones a la inversión de los fondos de pensiones están contenidas en la ley del Sistema Privado de Pensiones (LSPP). En particular, respecto de la inversión en el exterior, el artículo 25-D de la LSPP establece que la suma de las inversiones en instrumentos emitidos por Gobiernos, entidades financieras y no financieras cuya actividad económica mayoritariamente se realice en el exterior debe ser a lo más el 50% del valor del fondo.

Con todo, la definición del límite operativo sigue siendo facultad del Banco Central de Reserva, el cual puede establecer porcentajes máximos operativos o sublímites a los establecidos en la LSPP. Adicionalmente, el artículo 26 de la LSPP requiere que los valores en los que las AFP pueden invertir los recursos de los fondos de pensiones cuenten con clasificación de riesgo otorgada por empresas autorizadas para este efecto, de conformidad con la Ley del Mercado de Valores. Los sistemas de clasificación deben adecuarse a las metodologías internacionalmente aceptadas.

En cuanto a la posibilidad de contratar entidades para la gestión de los recursos de los fondos de pensiones, no se encontraron limitaciones o autorizaciones en la ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, no obstante que el artículo 18 señala que corresponde a la AFP administrar el fondo.

En el caso de las compañías de seguros, está principalmente regulado por el Reglamento de las Inversiones Elegibles de las Empresas de Seguros (Resolución SBS N°039-2002),

el cual en su artículo 5 establece un límite global para la inversión en acciones y fondos mutuos de inversión en valores de 40% para Seguros Generales y 20% para Vida, y un límite particular para cada uno de esos tipos de valores, de 30% para General y 20% para Vida (en el caso de fondos de inversión es de 5% para Generales y 10% para Vida).

En el caso de instrumentos emitidos por Estados y Bancos Centrales extranjeros y organismos multilaterales, el límite es de 30% para Generales y 40% para Vida. Con todo, el artículo 6 del Reglamento establece como máximo para el total de las inversiones en instrumentos emitidos por empresas extranjeras el 40% de las obligaciones técnicas. A su vez, conforme a la ley, el artículo 10 del Reglamento señala que para la cobertura de las obligaciones técnicas no se puede adquirir instrumentos clasificados en categorías inferiores al grado de inversión, salvo instrumentos emitidos por gobiernos centrales de países del continente americano, incluido Perú, en cuyo caso la clasificación podrá ser igual o superior a la que resulte menor entre el grado de inversión y la correspondiente a la clasificación que reciba Perú.

En el caso de fondos de inversión, las restricciones a la inversión están principalmente contenidas en el artículo 75 y siguientes del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Resolución CONASEV N° 0042-2003), el cual no establece límites a la inversión en el exterior no obstante que fija las siguientes condiciones que deben cumplir esas inversiones: los instrumentos financieros emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado extranjeras deben estar inscritos o supervisados por entidad de similar competencia a SMV en el país donde se negocien, o ser negociados en un mercado que satisfaga las condiciones de un mecanismo centralizado de negociación a que se refiere la Ley de Mercado de Valores, en el que al menos se disponga de información pública periódica sobre los precios y otra información de estos valores; los estados financieros de los emisores estén sometidos a requisitos de auditoría anual y se formulen conforme a las normas internacionales de contabilidad o norma equivalente; y sean libremente transferibles.

En el caso de los fondos mutuos, éstas están contenidas en la Ley de Mercado de Valores y en el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras. En particular en lo que se refiere a valores extranjeros, las limitaciones están contenidas en el artículo 114 del Reglamento y en el Anexo I del mismo. En el caso de instrumentos emitidos por Estados o Bancos Centrales, la jurisdicción debe contar con un regulador de mercado de valores miembro de IOSCO y signatario del MMOU; ser miembro del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI), del Grupo de Acción Financiera de Sudamérica (GAFISUD) o del Grupo de Acción Financiera del Caribe (GAFIC) y que no estén considerados por esos organismos, como países o territorios de alto riesgo o no cooperativos, o aquellos sobre los cuales se deban aplicar contramedidas para proteger el sistema financiero internacional del riesgo de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo proveniente de dichas jurisdicciones; no ser considerados como “paraísos fiscales o regímenes fiscales preferenciales nocivos”, según el criterio elaborado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE); y, no encontrarse incluidos en la lista OFAC del Departamento del Tesoro de los Estados

Unidos de América. Para el resto de los instrumentos, las condiciones dicen relación con la existencia de un mercado secundario con adecuada información de precios. En caso de títulos de deuda, además se requiere contar con una clasificación de riesgo nacional o internacional.

3.6.3 Protecciones a los inversionistas

Las principales protecciones a los inversionistas, en lo que se refiere a tomas de control y transacción con partes relacionadas, están contenidas en la Ley de Mercado de Valores y en el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (Resolución CONASEV N° 0009-2006).

En lo que respecta a tomas de control el artículo 68 de la Ley de Mercado de Valores señala que quien pretenda adquirir o incrementar su participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa (conforme al artículo 4 del Reglamento equivale a 25%, 50% ó 60% en el capital social, tener voto para remover o designar a la mayoría de los directores o modificar los estatutos de la sociedad), debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad.

A su vez, el artículo 69 obliga a quienes fuesen responsables de la exclusión de un valor del Registro a efectuar, solidariamente, una oferta pública de compra dirigida a los demás titulares del valor. Conforme al artículo 70 de la misma ley, ambas OPAs son irrevocables. Por su parte, el artículo 19 del Reglamento, requiere que el precio a pagar en la OPA, sea cualitativa y cuantitativamente igual para todos los destinatarios de la oferta y puede consistir en dinero, en valores o en una combinación de ambos. No obstante, los valores deben estar previamente inscritos en el Registro. A su vez, el artículo 27 del Reglamento requiere que la OPA se adjudique a prorrata entre todos los aceptantes, en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación.

Respecto de las transacciones con partes relacionadas, el artículo 51 de la Ley de Mercado de Valores prohíbe a los directores y gerentes de los emisores con valores inscritos en el Registro, recibir en préstamo dinero o bienes de la sociedad, o usar en provecho propio, o de quienes tengan con ellos vinculación, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin contar con autorización del Directorio; y valerse del cargo para, por cualquier otro medio y con perjuicio del interés social, obtener ventajas indebidas para sí o para personas con las que tengan vinculación.

Además exige que para la celebración de cada acto o contrato que involucre al menos el 5% de los activos de la sociedad emisora con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del 10% del capital de la sociedad, se requiera de la aprobación previa del directorio, sin la participación del director que tenga vinculación.

A su vez, en las transacciones en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación previa por el directorio, dicho artículo requiere adicionalmente la revisión de los términos de dicha transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora. Los beneficios que se perciban con infracción de lo establecido en ese artículo deben ser derivados a la sociedad, sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios, ni a la interposición de las acciones penales a que hubiere lugar.

En complemento a estas disposiciones, el artículo 180 de la Ley General de Sociedades (Ley N°26.887) prohíbe a los directores adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, ni usar en beneficio propio o de terceros relacionados las oportunidades comerciales o de negocios de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo.

No pueden participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad, sin el consentimiento expreso de ésta. Además, el director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución concerniente a dicho asunto. De contravenir esas disposiciones, es responsable de los daños y perjuicios que cause a la sociedad y puede ser removido por el directorio o por la junta general a propuesta de cualquier accionista o director.

En cuanto a gobierno corporativo, la Bolsa de Valores de Lima ha implementado un Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), que tiene como objeto reflejar el comportamiento de los valores de aquellas empresas que adoptan adecuadamente las prácticas y principios contenidos en el código denominado “Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas”. Para pertenecer a dicho indicador, las empresas deben someterse voluntariamente a una evaluación por parte de ciertas entidades autorizadas al efecto por la bolsa. Estas entidades miden el grado efectivo de cumplimiento de las prácticas y principios cuya medición preliminar fue realizada mediante una autoevaluación de la misma emisora de valores. Dicha autoevaluación es entregada en el marco de la obligación, establecida por la CONASEV (actual Superintendencia del Mercado de Valores) a las sociedades cuyos valores fueran objeto de oferta pública, de revelar el grado de adhesión a dichos principios, a través de sus respectivas memorias anuales y en los prospectos informativos.

3.7 ELEMENTOS COMUNES Y PARTICULARES QUE PUEDEN CATALIZAR O RALENTIZAR LOS PROCESOS DE INTEGRACIÓN

Para determinar los elementos de la legislación y regulación que puedan acelerar o demorar los procesos de integración en los países bajo análisis, resulta pertinente analizar qué aspectos del marco jurídico vigente en cada uno de esos países facilitan o

dificultan cuatro posibles situaciones en las que se puede descomponer la integración de mercados:

1. Transacciones en el extranjero por inversionistas locales
2. Financiamiento en el extranjero por emisores locales
3. Transacciones en el mercado local por inversionistas extranjeros
4. Financiamiento en el mercado local por emisores extranjeros

A continuación se presenta una síntesis de las 4 situaciones para los países analizados, marcando con verde, amarillo o rojo, según la normativa permita una mayor (verde) o menor (rojo) integración de los mercados. Posteriormente en las secciones de este capítulo se analizan en mayor detalle las cuatro situaciones.

País	Acceso de Inversionistas Locales a Mercados Extranjeros (1)	Acceso de Inversionistas Extranjeros al Mercado Local (3)	Financiamiento en el Exterior por Locales (2)	Financiamiento Local de Extranjeros (4)
Argentina	Reconoce como inversión local, la realizada en países miembros de ciertos tratados de libre comercio.		No se observaron limitaciones.	Si bien el régimen general requiere de la representación en el país y en el especial se requiere cumplir las mismas obligaciones de información local, conforme al artículo 1° de la Sección I del Capítulo VIII del Título II de las Normas CNV (Régimen Especial), la Comisión puede exceptuar tales condiciones.
Brasil	Reconoce como inversión local, la realizada en países miembros de ciertos tratados de libre comercio.	RPT: No existe procedimiento de aprobación o revisión por órgano independiente al interior del directorio.	No se observaron limitaciones.	BDR-Nivel 1 permite esquema de listado con mínimos requerimientos de información. Requiere de acuerdo de cooperación entre reguladores
Chile	Fondos de Pensiones: Los títulos de deuda requieren ser de Grado de Inversión. Compañías de Seguros: Límite máximo del 5% a la suma de la inversión en títulos de deuda que no cuenten con		No se observaron limitaciones.	Se requiere sólo información del mercado de origen. Permite listado de emisores extranjeros no regulados. Permite doble listado automático previo acuerdo entre reguladores.

País	Acceso de Inversionistas Locales a Mercados Extranjeros (1)	Acceso de Inversionistas Extranjeros al Mercado Local (3)	Financiamiento en el Exterior por Locales (2)	Financiamiento Local de Extranjeros (4)
	clasificación de riesgo o que ésta sea inferior a Grado de Inversión.			
Colombia	Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros: La administradora de fondos extranjeros debe estar constituida en una jurisdicción con grado de inversión. Los títulos de deuda extranjeros y algunos tipos de fondos extranjeros, requieren una calificación de grado de inversión.	RPT: No existe procedimiento de aprobación o revisión por órgano independiente al interior del directorio.	No se observaron limitaciones.	Se requiere que el emisor tenga inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas por la Comisión.
México	Fondos de Pensiones: Las inversiones en títulos de deuda y las contrapartes extranjeras deben tener Grado de Inversión. Compañías de Seguros: los títulos de deuda considerados con clasificación dentro del rango aceptable el límite es 2%, bueno 4%, alto 7% y sobresaliente 10%.		No se observaron limitaciones.	Se requiere del reconocimiento del Mercado o del Emisor por parte de la Comisión (miembro del Consejo de IOSCO o con similares protecciones al mercado mexicano).
Perú	Compañías de Seguros: No pueden adquirir instrumentos clasificados en categorías inferiores al grado de inversión, salvo instrumentos emitidos por gobiernos centrales de países del continente americano, incluido	RPT: No existe procedimiento de aprobación o revisión por órgano independiente al interior del directorio. Sí se requiere de la revisión por una persona externa a la sociedad emisora respecto de ciertas RPT.	No se observaron limitaciones.	Si bien contempla modalidad simplificada de inscripción (Enrutamiento Intermediado), dicha modalidad establece múltiples exigencias a custodios y bolsas locales, relacionadas con aspectos tecnológicos y operacionales que

País	Acceso de Inversionistas Locales a Mercados Extranjeros (1)	Acceso de Inversionistas Extranjeros al Mercado Local (3)	Financiamiento en el Exterior por Locales (2)	Financiamiento Local de Extranjeros (4)
	Perú, en cuyo caso la clasificación podrá ser igual o superior a la que resulte menor entre el grado de inversión y la correspondiente a la clasificación que reciba Perú.			requieren acuerdo de sus pares extranjeros.

*RPT: Transacciones con partes relacionadas

Luego de analizar estos cuatro casos, en la sección 3.7.5 se evaluará la posibilidad de establecer un mecanismo de financiamiento a través de un Latinamerican Depositary Receipts (LDR).

3.7.1 Transacciones en el extranjero por inversionistas locales

Ninguna de las jurisdicciones analizadas contempla restricciones a la participación el público inversionista local en el extranjero, sin perjuicio de las disposiciones tributarias y cambiarias aplicables a esas operaciones.

En el caso de Perú, se establecen ciertas condiciones que deben cumplir los intermediarios locales para canalizar las órdenes de sus inversionistas a través del mecanismo regulado por el Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano.

Dicha reglamentación requiere de la celebración de contratos entre los intermediarios locales y extranjeros que deben contener ciertas cláusulas tendientes a facilitar la obtención de información respecto de los beneficiarios finales, condición que podría dificultar los procesos de integración en aquellas jurisdicciones que, por normas de reserva o protección de datos personales, impida a los intermediarios proveer esa información.

No obstante, no es claro que el empleo de ese mecanismo sea obligatorio para los inversionistas peruanos, a pesar que dicha condición es parte del modelo regulatorio empleado para la simplificación de los requisitos de inscripción de los valores extranjeros acogidos al mismo.

A su vez, todas las jurisdicciones contemplan limitaciones a la inversión de las compañías de seguros y fondos de pensiones en el exterior, estableciendo límites globales y particulares respecto a las reservas y activos gestionados.

Soluciones como las empleadas por Argentina y Brasil, en la que se les da el carácter de inversiones nacionales a las efectuadas en los emisores de países del MERCOSUR u otro tipo de alianzas comerciales, pueden facilitar los procesos de integración entre mercados, teniendo en consideración la gran cantidad de recursos manejados por los inversionistas institucionales y los fuertes incentivos que ello podría conllevar en la concreción de alianzas de esa naturaleza.

Adicionalmente, en el caso de todos los países, ambos tipos de inversionistas deben invertir en instrumentos de deuda que cuenten con clasificaciones de riesgo, debiendo contar con grado de inversión o superior en el caso de Chile, Colombia y México. Esta condición, puede traducirse en una importante limitante en el caso de la integración de mercados cuya deuda soberana sea inferior a la del resto de los países o que estén clasificados bajo grado de inversión, como sería el caso de Argentina al momento del presente informe.

3.7.2 Financiamiento en el extranjero por emisores locales

Todas las jurisdicciones permiten a los emisores locales emitir instrumentos en el exterior² tanto a través de colocaciones dirigidas sólo al extranjero como simultáneas en el mercado local y extranjero, siendo la única condición impuesta por el marco jurídico de los países analizados, que se comuniquese ese hecho al regulador local y se le provea la misma información que se entregó al mercado extranjero. En tal sentido, no se observan disposiciones que puedan dificultar el acceso de financiamiento en el exterior por parte de los emisores locales de los países analizados.

3.7.3 Transacciones en el mercado local por inversionistas extranjeros

Todos los mercados revisados otorgan a los inversionistas extranjeros similares protecciones que las dadas a los inversionistas locales que participan del mercado local en lo que se refiere a las tomas de control y cancelación voluntaria de registro.

No obstante, en materia de transacciones con partes relacionadas las soluciones son disímiles siendo menores en el caso de Brasil (la Ley), Colombia y Perú, en las que dichas operaciones no deben ser sometidas al escrutinio de un comité de directores o de directores independientes, bastando con la entrega de información al público respecto de aquéllas.

Estas menores protecciones, pueden generar desincentivos de parte de los inversionistas para participar de esos mercados o aprensiones respecto de los reguladores por el hecho que, en general, las legislaciones de los mercados requieren que se cuenten con similares

² Aquí no se analizan las regulaciones tributarias o cambiarias existentes en los distintos países que, evidentemente, pueden tener implicancias de primer orden de magnitud sobre la capacidad efectiva de realizar estas emisiones.

protecciones a los inversionistas para dar igual trato a los emisores de mercados extranjeros o para reconocerlos para la simplificaciones de requisitos de inscripción.

El caso de Brasil es particular, la mayoría de las transacciones se dan en el segmento Novo Mercado que tienen un estándar en esta materia más alto. Sin embargo, el estándar legal es menor. Este es un buen ejemplo respecto a cómo soluciones privadas pueden cubrir razonablemente aquellas imperfecciones que pueden tener las legislaciones y que, por razones de connotación política o prioridades legislativas, suelen ir adaptándose más lentamente que lo que el mercado va necesitando.

3.7.4 Financiamiento en el mercado local por emisores extranjeros

Todas las jurisdicciones analizadas distinguen entre tres grandes segmentos de mercados: inversionistas institucionales, inversionistas calificados/sofisticados y el público en general. En todas ellas se han establecido menores cargas regulatorias para la oferta de valores dirigidas a inversionistas institucionales o calificados.

No obstante, esas menores regulaciones resultan disímiles entre mercados e incluso entre distintos instrumentos para un mismo mercado. Es así, como por ejemplo, en algunos casos se ha eliminado completamente toda carga regulatoria para ofertas dirigidas a institucionales sobre cierto tipo de instrumentos, como lo es en Brasil para cierto tipo de fondos de inversión, para Argentina en la oferta de nuevos proyectos y empresas tecnológicas, en Brasil con los requisitos de inscripción de los BDR Nivel 1, y en Chile respecto de las stock options y enajenaciones de participaciones relevantes en empresas cerradas; y en otros casos, sólo se habría reducido levemente la carga regulatoria como es el caso del Mercado Alternativo de Perú, el régimen especial para PYMEs de Argentina, y la colocación de bonos de empresas extranjeras bajo régimen local en el caso de Chile.

Por su parte, todas las jurisdicciones han establecido modalidades de inscripción de emisores extranjeros con distintas exigencias, observándose que con el paso del tiempo van surgiendo esquemas cada vez más simplificados y con menores exigencias, no obstante que van quedando vigentes los anteriores.

Esto denota que, si bien los reguladores de los mercados cuentan con amplias facultades para reducir significativamente la carga regulatoria asociada a la colocación de instrumentos por parte de emisores extranjeros, esas facultades se han ido ejerciendo con bastante cautela y discreción. Los casos más extremos son los de Chile (N.C.G. N°352) y Brasil (BDR Nivel 1), en que los emisores extranjeros cuentan con regímenes especiales en que sólo deben proveer la información entregada en sus mercados de origen para poder obtener financiamiento en aquellos.

En tal sentido, a la luz de las regulaciones analizadas pareciera que las facultades conferidas por la ley a los reguladores de los mercados estarían actuando al mismo

tiempo como facilitadores de los procesos de integración como demorando los procesos de integración por las aprensiones razonables que éstos pudieren tener y que los llevan a ir ejerciéndolas con prudencia lo que podría traducirse en avances más lentos que lo que el mercado pudiera necesitar.

Esta situación, además ha ido generando espacios para arbitrajes entre regulaciones, puesto que hoy existirían incentivos a constituirse en mercados con menores cargas tributarias e ir a buscar financiamiento en mercados con menores costos regulatorios. Dicha situación puede favorecer los procesos de integración, toda vez que las jurisdicciones se verán forzadas a revisar sus regulaciones para establecer aquellas que, en términos relativos, son las costo-eficiente. Es decir, aquella combinación de requisitos que minimizando los costos de cumplimiento maximiza las protecciones a los inversionistas.

3.7.5 Financiamiento a través de Latinamerican Depositary Receipts (LADR)

Cuatro de las seis jurisdicciones analizadas cuentan con regulación especial para los certificados de depósito de valores extranjeros, no obstante todas ellas difieren.

En el caso de Argentina, los requisitos están contenidos en la Sección III del Capítulo VIII del Título II. Tales disposiciones, requieren que los valores negociables cuyo depósito sea representado por CEDEAR o CEVA deban ser emitidos por una entidad admitida a oferta pública en la Argentina (sólo para el caso de CEVA), admitida a oferta pública por una entidad gubernamental regulatoria con la cual la CNV tenga firmado un Memorando de Entendimiento para la asistencia recíproca, colaboración e información mutua, o admitida a oferta pública por una entidad gubernamental regulatoria de países miembros del MERCOSUR y Chile.

No obstante, los valores negociables que no estén admitidos a oferta pública en algún mercado, pueden ser autorizados por la Comisión mediante resolución fundada. La citada regulación contempla la emisión de CEDEAR o CEVA tanto con patrocinio del emisor como sin patrocinio de éste, salvo en el caso de colocaciones primarias, en cuyo caso se requiere del patrocinio de aquél. A su vez, se establecen ciertas obligaciones de información al emisor del título o del certificado, según si el CEVA o CEDEAR fue patrocinado, y se requiere la presentación de la información del emisor en idioma español.

En el caso de Brasil, conforme a la Instrucción CVM 332, sólo los valores emitidos por empresas abiertas, o de similar naturaleza, que se negocien y custodien en los países cuyos reguladores cuentan con un acuerdo de cooperación en materia de intercambio de información y asistencia mutua con la CVM, o son signatarios del MMOU de IOSCO, pueden ser objeto de BDRs. La inscripción de los BDR puede ser tanto con o sin el patrocinio del emisor de los valores. Existen tres Niveles de BDR siendo el Nivel 1 el con menos exigencias de información (sólo la que el emisor presenta en su mercado de origen) pero con más limitaciones a la oferta (sólo por los inversionistas institucionales mencionados en el artículo 3º, párrafo 1, letra d), de la Instrucción CVM 332; y el Nivel 3

aquél que no tiene limitaciones a la oferta pero requiere del registro del emisor del valor extranjero en la CVM.

Por su parte, el marco jurídico de Chile distingue entre los certificados de valores extranjeros emitidos en Chile por custodios nacionales, que son considerados valores nacionales, y los emitidos por custodios extranjeros, que se consideran valores extranjeros. A la fecha del presente informe, no se encontró regulación especial para la inscripción de certificados de valores extranjeros emitidos por custodios chilenos en el Registro de Valores nacionales. En cuanto a los emitidos por custodios extranjeros, la Norma de Carácter General N°352 sólo requiere de la presentación de la información que el emisor de los valores custodiados entrega en su mercado de origen. La oferta del valor queda restringida a inversionistas calificados dependiendo de si el mercado de origen del emisor de los valores cumple las condiciones establecidas en la Sección III de dicha normativa (que sea “mercado reconocido” por la SVS, que presente información en inglés o español, que estados financieros anuales sean auditados, entre otros).

En el caso de México, las Disposiciones de Carácter General Aplicables al Sistema Internacional de Cotizaciones, señalan que en el caso de valores que sean constancias de depósito, la Comisión solamente otorgará el reconocimiento patrocinado cuando las acciones subyacentes de dichas constancias sean de aquellos valores sujetos a reconocimiento conforme a la normativa antes citada y la entidad patrocinadora manifieste ante la bolsa de valores que asume la responsabilidad en materia de divulgación de información relativa a la situación financiera, económica, contable, jurídica y administrativa de los ADR's, así como de realizar las acciones necesarias para ejercer en nombre de los inversionistas los derechos y cumplir con las obligaciones que los valores consignent.

Por su parte, Colombia y Perú no contemplan disposiciones particulares para la oferta pública de certificados de depósitos de valores extranjeros (SDRs), existiendo en el primero de los casos una restricción específica en el Decreto Único respecto a que sólo pueden negociarse acciones extranjeras en el sistema de cotización de valores inscritos al amparo del Mercado Integrado.

Si bien, las regulaciones de Argentina, Brasil, Chile y México son disímiles en lo que se refiere a los mercados a los que se pueden dirigir las ofertas de SDRs y en cuanto a las obligaciones que nacen de quien solicita o patrocina la inscripción de los valores, todas las exigencias constan en normativas de los reguladores, razón por la que *bastaría de la sola voluntad de éstos para uniformar tales obligaciones a objeto de facilitar la existencia de un LADR*. Una solución que debiera poder implementarse en el corto plazo, es la incorporación en las regulaciones de esas jurisdicciones un esquema similar al empleado en Brasil (BDR Nivel 1) y Chile (Mercados No Reconocidos), en que para la inscripción del LADR baste con la voluntad de un tercero que se comprometa a entregar la misma información que el emisor provee a sus mercados y en que la oferta eventualmente quede limitada a Inversionistas Calificados.

No obstante, dicha solución podría requerir de la modificación de las normativas, con cambios menores en el caso de Brasil (ampliar el mercado objetivo a Calificados), la

dictación de la normativa en Chile (para LADR emitidos por custodios locales chilenos, ya que los emitidos por extranjeros no tendrían necesidad de reformas), de una adecuación de la normativa en Argentina y México (reconocer esa nueva modalidad de registro y simplificación de los requisitos), de una modificación al Decreto Único en el caso de Colombia y la dictación de la normativa respectiva en el caso de Perú (al amparo de la facultad entregada a la SMV por la ley 30.050).

Al respecto, cabe destacar que a la luz de la experiencia que se puede observar con motivo de la integración de los Chile, Colombia y Perú en el marco del MILA (y México, recientemente), en efecto ante la existencia de diferencias regulatorias y la voluntad de las partes involucradas (sector público y privado), las jurisdicciones tienden a buscar soluciones comunes y adaptar sus regulaciones en aras a facilitar el proceso de integración de mercados.

Es así como, por ejemplo, ante la obligación de contar con información del beneficiario final por parte de Colombia y Perú, las bolsas y los reguladores encontraron una solución de carácter privada y regulatoria que finalmente se sostuvo en los convenios suscritos entre las bolsas y depositarios, y en los contratos celebrados entre los intermediarios participantes del mercado. En tales convenios y contratos las partes respectivas se comprometieron a intercambiar información respecto al beneficiario final ante requerimiento de la autoridad del mercado correspondiente.

4 ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA REGULACIÓN E IDENTIFICACIÓN DE ESTÁNDARES MÁS ALTOS

4.1 REQUISITOS PARA OFERTA DE VALORES EXTRANJEROS

Todas las jurisdicciones analizadas permiten y cuentan con normativas especiales para la oferta pública de valores extranjeros. A diferencia del resto de las jurisdicciones, Chile contempla expresamente en su normativa que no se requiere de información adicional a la que el emisor del valor provee en el mercado extranjero para inscribir los valores en el mercado local.

Por su parte, sólo Colombia y Perú no cuentan con una regulación especial para la inscripción de valores extranjeros bajo la modalidad de Certificados Negociables de Depósitos de Valores, mientras que el resto de las jurisdicciones las reconoce expresamente en su normativa. No obstante, sólo Brasil y Argentina han reconocido en su legislación y normativa que, para efectos de la inversión y oferta local, ciertos mercados con los que se cuentan con tratados de libre comercio o en que existen alianzas comerciales, serán considerados como el mercado local.

Partiendo de la premisa que, un estándar en materia de oferta de valores, debe facilitar la integración de los mercados y, por ende, debe ser simple y de muy bajo costo para quien quiere inscribir y ofertar un valor en su mercado, en especial teniendo en consideración que quien asuma el costo no necesariamente percibirá el beneficio, la solución

implementada por Chile en la NCG N°352 y en la Resolución Exenta N°246 de 2014, pareciera ser eficiente. Con dicha solución basta con el acuerdo entre reguladores para que con la sola inscripción del valor en su mercado de origen el valor quede “automáticamente inscrito” (la inscripción está exceptuada) en el mercado local. No obstante, esta solución puede imponer una gran responsabilidad en el regulador local, ya que tendrá que realizar la excepción en base a un análisis caso a caso ya que descansa en las protecciones que tiene el mercado de origen del valor y en la supervisión del regulador de dicho mercado.

4.2 REQUISITOS PARA TRANSAR VALORES EXTRANJEROS

Con excepción de Colombia y Perú, en que existe una prohibición particular de transar instrumentos distintos a las acciones en el Mercado Integrado, en el resto de las jurisdicciones no existe otra limitación de la misma naturaleza. Lo anterior, sin perjuicio que, dependiendo de las condiciones bajo las cuales el valor hubiere sido inscrito o de las protecciones del mercado de origen del emisor, los valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados, situación que ocurre en todas las jurisdicciones analizadas.

En tal sentido, el estándar que propendería a la integración de los mercados es aquel actualmente implementado en las jurisdicciones (salvo en el caso de Colombia), que permite transar sin limitaciones todo tipo de valores extranjeros en el mercado local, sujeto a que sólo puedan participar inversionistas calificados en aquellas situaciones en que los riesgos inherentes a tales transacciones no sean comprensibles para el público en general. No obstante que, en la práctica, para aquellos emisores de Brasil que no provean información en castellano, por las obligaciones existentes en el resto de los mercados, las ofertas y negociaciones de valores de ese mercado quedarían limitadas a inversionistas calificados.

4.3 RESTRICCIONES A LA INVERSIÓN EN VALORES EXTRANJEROS

Todas las jurisdicciones analizadas establecen límites generales a la inversión en el extranjero. No obstante, Argentina, Chile, Colombia y México requieren además, en el caso de los fondos de pensiones que los títulos de deuda cuenten con una clasificación de riesgos determinada, lo cual en la práctica será una limitante para aquellos países cuya deuda soberana no sea superior a dicha clasificación, ya que las clasificaciones internacionales que les otorguen a los instrumentos de esos países no podrá ser superior a la misma.

En tal sentido, y teniendo en consideración que la inversión de los fondos de pensiones y compañías es relevante para la liquidez y profundidad de los mercados emergentes o en vías de desarrollo como es el caso de las jurisdicciones analizadas, soluciones como las implementadas por Argentina y Brasil, en que se señala expresamente que para efectos de dichas limitaciones se considerarán emitidos en el mercado local aquellos provenientes de países con los que se cuenten con acuerdos comerciales o pertenecientes a una alianza determinada, serían un estándar adecuado que no solo fortalecería las relaciones

comerciales entre los mercados sino que daría mayor profundidad y liquidez a un mercado integrado.

4.4 REQUISITOS DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS

Con excepción de Brasil, en que no se encontró la disposición legal particular que estableciera las exigencias de capital o garantías para la gestión de fondos, todas las jurisdicciones exigen que la administradora de fondos cuente con un capital mínimo, siendo la mayor exigencia la de México que llega a un monto aproximado de USD\$830.000. No obstante, en el evento en que la administradora llegase a gestionar más de USD\$4.000.000 en patrimonios de terceros, la exigencia de Argentina podría superar dicha cifra, toda vez que la administradora debe contar con al menos el 25% del patrimonio de cada fondo como capital, sin límite, a diferencia de Perú, en que, si bien también se requiere de capital variable, éste tiene un límite aproximado de USD\$1.200.000.

Cuadro 1. Requerimientos de capital mínimo para sociedades administradoras de fondos según la regulación vigente (montos en US\$ dólares, t/c de cada país al 10/12/2014)

Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Mexico	Perú	
50.000 + 25% incremento por cada fondo que administre	No se encontraron exigencias de capital mínimo.	400.122	386.616	Soc. que operen renta variable y deuda:	827.010	252.507
				Soc. que presten servicios a sociedades de inversión	68.918	
				Soc. operadoras de sociedades de inversión pertenecientes a grupos financieros	68.918 (si operan renta variable y deuda) 10.337 (si prestan servicios a soc. inversión)	Y no podrá ser inferior al 75% del patrimonio de los fondos bajo su administración

En cuanto a las exigencias de garantías, sólo Chile y Perú establecen la exigencia de contar con garantías adicionales al patrimonio de la administradora siendo superior en el caso de Chile en que tales garantías pueden llegar al 5% del patrimonio administrado por la entidad (va entre el 1% y el 5% dependiendo de la calidad de la gestión de riesgos de la administradora conforme a la evaluación que realice la Superintendencia de Valores y Seguros).

En tal sentido, para que una administradora pudiese, por medio de la constitución de filiales en las distintas jurisdicciones, actuar como gestora de fondos, requeriría de al menos USD\$1.000.000 y de garantías y capital variable en función de los patrimonios administrados, que, en extremo, podrían alcanzar, en garantías, al 5% de los patrimonios administrados y, en capital, al 25% de los patrimonios administrados.

4.5 PROTECCIONES ACCIONISTAS

Todas las jurisdicciones presentan estándares similares en materia de protección a los inversionistas, puesto que sus marcos jurídicos contemplan la obligación de realizar

OPAs, u otorgan derecho a retiro, ante traspasos de propiedad en que se cede el control de la sociedad o se pierden las condiciones de fiscalización ante el cierre de la misma, entre otras situaciones particulares a cada jurisdicción, y de revelar las transacciones con partes relacionadas que realiza la sociedad. No obstante, no todas requieren que estas últimas transacciones sean aprobadas o revisadas por un Comité de Directores (con mayoría de directores independientes del controlador) como sí es el caso de Argentina y Chile.

En tal sentido, de establecerse un estándar común en materia de OPAs y transacciones con partes relacionadas, podría emplearse un modelo similar al implantado en el segmento de cotización de BMF&Bovespa en Brasil, en que mediante reformas de estatutos y contratos celebrados entre las partes involucradas se establezca la existencia de un Comité de Auditoría, con mayoría de directores independientes del controlador, y que dicho Comité deba pronunciarse respecto de la pertinencia de realizar una transacción con partes relacionadas y de si ésta se realizó a precios de mercado, cuando aquélla sea considerada relevante conforme a la definición que se haya establecido de común acuerdo entre las distintas jurisdicciones. A su vez, que la sociedad sólo emita acciones ordinarias (con derecho a voto) y que el controlador se obligue a adquirir el 100% de las acciones de la sociedad al mismo precio, en el evento que ceda el control de la sociedad, o al precio de mercado antes de la decisión, si decida deslitarla del segmento común de mercado.

A este respecto es importante destacar que, con excepción de lo contenido en la legislación de Brasil (aunque no así en la regulación que rige el Novo Mercado), todas las jurisdicciones establecen la obligatoriedad de realizar OPAs ante esas circunstancias, presentándose la mayor diferencia en el procedimiento para la difusión y aprobación de transacciones con partes relacionadas, área en que cualquier avance debiera presentar mayores beneficios relativos.

4.6 PROTECCIONES A TENEDORES DE DEUDA

Con excepción de Argentina, en que no se encontró disposición particular al respecto, todas las jurisdicciones requieren de la designación de un representante de los tenedores de títulos de deuda. Esos representantes tienen la obligación legal de velar por los intereses de los tenedores de esos instrumentos, razón por la que se les establecen incompatibilidades y responsabilidades para el correcto cumplimiento de ese objetivo. Por su parte, todas las jurisdicciones cuentan con disposiciones particulares que regulan el contenido mínimo del contrato de emisión.

En cuanto a la obligación de contar con clasificaciones de riesgo, el estándar más elevado es el caso de Perú, en que se requiere de la contratación de dos clasificadoras de riesgos independientes entre sí, mientras que en las restantes jurisdicciones se requiere de al menos una clasificación voluntaria. En el caso de Chile son dos clasificaciones en caso de bonos y una en caso de efectos de comercio, no obstante que es voluntaria si la oferta está dirigida a inversionistas calificados.

En tal sentido, un segmento común de cotización de títulos de deuda, podría requerir de la homologación de los contenidos del contrato de emisión (o un contrato tipo que contuviera todas y cada una de las cláusulas exigidas por el marco jurídico de todos los países – no obstante que son bastante similares), y de la contratación de al menos dos clasificaciones de riesgo. No obstante, no es claro que para tales emisiones pueda contarse con un mismo representante de los tenedores de títulos, principalmente porque las exigencias, responsabilidades e incompatibilidades para su designación, están contenidas en las disposiciones legales de cada marco jurídico, lo que puede implicar que en cada una de ellas deba designarse un representante distinto. En esa línea, podría resultar más eficiente que a esos títulos se les diera un tratamiento equivalente que al de las acciones, tanto para su inscripción como para su oferta al amparo de las normas de oferta de valores extranjeros. Esto último permitiría que esos instrumentos fueran emitidos en jurisdicciones con menos carga regulatoria y ofrecidos en el mercado integrado bajo las normas comunes de reconocimiento descritas en el presente informe.

5 INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA UNIÓN EUROPEA

5.1 PRINCIPALES HITOS DE LA INTEGRACIÓN

En 1957, el Tratado de Roma, estableció los fundamentos para un mercado común en el cual bienes, servicios, personas y capital puedan circular libremente. Esto puso a Europa en curso hacia un mercado financiero único, caracterizado por un libre flujo de capitales y la libre provisión de servicios financieros transfronterizos. Más de 50 años después, la integración financiera ha hecho un avance significativo, teniendo a la unión monetaria como uno de los hitos más visibles³.

Los primeros hitos claves para la integración financiera en Europa incluyen la Directiva de Liberalización de los Movimientos de Capital (1988), la Segunda Directiva Bancaria (1989) y el Tratado de Maastricht (1992). Posteriormente, y en el ámbito específico de los mercados financieros, uno de los hitos más relevantes del proceso de integración es el Financial Services Action Plan (1999-2005).

- La **Directiva de 1988** fue efectiva en 1990 y liberalizó los flujos de capitales.
- La **Segunda Directiva Bancaria** fue efectiva en 1993 y estableció los aspectos clave de la integración bancaria:
 - 1) armonización mínima,
 - 2) reconocimiento mutuo, y
 - 3) control en el país de origen.

Estos principios generaron un “pasaporte único”: cualquier banco con licencia para operar en un país de la Unión Europea tuvo libertad para abrir sucursales en

³ Fonteyne (2007)

cualquier otro país, sujeto a la regulación y supervisión del país que había emitido la licencia para operar como banco.

Este esquema, que resultó exitoso para la integración bancaria (armonización mínima, reconocimiento mutuo y control en el país de origen), posteriormente, es considerado en el proceso de integración en los mercados de valores y fondos.

- El **Tratado de Maastricht** estableció el piso para la moneda única, la cual fue introducida en 1999, y la eventual integración de los mercados bancarios, monetario y de capitales.

Como resultado de estas iniciativas de política, pueden existir flujos de capitales transfronterizos, los proveedores de servicios financieros puede operar entre los países de la UE y 18 países UE comparten una única moneda.

No obstante, aún es necesario recorrer un largo camino en el proceso de alcanzar un mercado financiero único y se continúa desarrollando normativa para facilitar la integración.

En la década pasada, la política de integración financiera dio pasos gigantes. Cerca del período en que la unión monetaria se convirtió en realidad, la mayor facilitación de las transacciones financieras transfronterizas vino de la mano de uno de los más comprehensivos logros para los mercados financieros en el ámbito legal y regulatorio:

- El **Financial Services Action Plan (FSAP)**, puesto en marcha en 1999 y en proceso de implementación hasta 2005. El FSAP y las directivas que lo componen, buscan generar: un único mercado financiero mayorista, mercados retail abiertos y seguros y reglas prudenciales y de supervisión. La implicancia de esta normativa para las transacciones transfronterizas de servicios financieros es probablemente comparable con lo que la normativa de un solo mercado significó a las transacciones transfronterizas de bienes.

Sin embargo, mientras los flujos de capital virtualmente no tienen restricciones, la provisión de servicios financieros transfronterizos, aún enfrenta dificultades. Probablemente la razón fundamental es que los productos financieros son esencialmente contratos legales que reflejan el sistema legal bajo el cual son ejecutados y estos sistemas difieren profundamente entre los países (Fonteyne, 2007).

Mientras alguna legislación relevante es específica, el funcionamiento del sistema financiero típicamente es afectado por leyes que dependen, en cambio, de los fundamentos legales del país, incluida su constitución. No sólo las leyes y la constitución difieren entre países, los principios legales básicos y las apreciaciones jurídicas reflejan diferentes tradiciones.

Como resultado, las políticas de integración financiera necesitan construir un marco legal para un mercado financiero único a través de 28 sistemas legales diferentes que provienen de cuatro familias diferentes (Napoleónica, Germánica y Escandinavia; y la ley

⁴ Algunas directivas del FSAP han sido revisadas posterior a la crisis financiera 2008.

común). Posterior a la crisis, se ha tratado de acotar estas limitaciones con la creación de un regulador centralizado, como se verá más adelante (ver sección 5.3).

En síntesis, el proceso de integración financiera en Europa ha sido construido sobre un número básico de herramientas de política:

- 1) armonización,
- 2) reconocimiento mutuo (que permite la competencia entre sistemas),
- 3) políticas de competencia,
- 4) delegación de autoridad y
- 5) persuasión moral.

Estas herramientas que han sido usadas en varias combinaciones, han tenido éxito en algunos casos, pero frecuentemente enfrentan los siguientes obstáculos (Fonteyne, 2007):

- Una armonización completa no es práctica y no lleva necesariamente a alcanzar el mejor estándar. Además, la posterior adaptación de los marcos legales o reglamentarios armonizados según las circunstancias cambiantes puede ser un proceso desalentador y prolongado, que requiere de negociaciones y la creación de consenso entre los estados miembros. Cuando las directivas se ponen en marcha, se tiene que dejar un amplio espacio en la implementación para diferencias a nivel nacional.
- Muchos gestores de política ven los acuerdos de reconocimiento mutuo integrales o completos como un riesgo de competencia y por esto los consideran inaceptables. En teoría, el pasaporte único puede desatar competencia entre la autoridad regulatoria nacional y el sistema de supervisión del país de acogida y puede promover la convergencia a un único estándar. Sin embargo, en algunos casos como el sector bancario, esto no ha pasado porque los bancos, en varias instancias, han entrado en nuevos mercados con subsidiarias sometiéndose voluntariamente a la regulación del país que los recibe. Esto de alguna manera ha sido propiciado por las preferencias del supervisor. En otros casos, como es el de la industria de fondos, los acuerdos de reconocimiento mutuo han operado y han propiciado en gran medida del desarrollo de un mercado transfronterizo importante.
- Las políticas de competencia necesitan reclamos de los participantes de mercado para ser efectivas, pero no todos los actores financieros presentan reclamos a las autoridades de competencia sobre los obstáculos para que la integración sea una opción atractiva, porque esto los puede alejar de sus supervisores.
- La delegación de autoridad a una entidad central o externa se ha circunscrito.

- La persuasión moral plantea varias interrogantes, entre ellas sobre la responsabilidad democrática y debido a su aplicabilidad limitada.

5.2 POLÍTICAS Y MARCO NORMATIVO DE LA INTEGRACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las políticas de integración en los mercados financieros en Europa están plasmadas en tres iniciativas principales:

- 1) FSAP, Financial Service Action Plan;
- 2) el proceso Lamfalussy, y
- 3) EU policy paper – Financial Services Policy 2005 – 2010 (White Paper).

El FSAP es la iniciativa más importante de las tres y busca crear un único mercado financiero integrado para complementar la unión monetaria. El proceso Lamfalussy busca facilitar la toma de decisiones, armonizar las prácticas de supervisión y abordar los temas de estabilidad financiera. El White Paper trazó las políticas de la Comisión Europea 2005-2010, posterior a FSAP⁵.

5.2.1 Financial Service Action Plan

El **Financial Service Action Plan, FSAP**, estuvo dirigido a remover las barreras para los flujos transfronterizos de servicios financieros y capital dentro de la Unión Europea.

La fase legislativa de FSAP se completó en el año 2005 y a partir de ese año se inició la implementación de las diferentes medidas a nivel nacional, finalmente fue puesto en marcha en 2009. Algunas directivas del FSAP fueron revisadas y modificadas posteriormente a la crisis financiera del 2008 y se encuentran actualmente en proceso de implementación (2014).

El FSAP, sobre la base de un trabajo previo que identificó las principales barreras, definió tres objetivos estratégicos:

- 1) un único mercado financiero mayorista,
- 2) mercados retail abiertos y seguros, y
- 3) reglas prudenciales y de supervisión.

Para esto generaron una serie de directivas que constituyen el marco normativo del proceso de integración financiera.

⁵ Decressin, Faruqee y Fonteyne (2007)

En el cuadro 2 se muestran los principales aspectos del FSAP.

Cuadro 2. Principales aspectos del FSAP

Temas	Contenido
Abuso de mercado	Reglas armonizadas en la prevención del uso de información privilegiada y manipulación de mercado en mercados regulados y no regulados.
Mercados de instrumentos financieros	Regulación de la autorización, comportamiento y procedimientos de trabajo de empresas de valores y bolsas.
Prospectos	Pasaporte único para emisores de acciones y bonos corporativos sobre la base de prospectos aprobados por las autoridades regulatorias del país emisor.
Transparencia	Reportes financieros y difusión de información por parte de los emisores, requerimiento de entregar información detallada en forma semestral y realizar actualizaciones trimestrales.
Contabilidad	Implementación de IFRS
Regulación de depositarios UCITS	Reducción progresiva de las diferencias en reglas nacionales con respecto a los depositarios de activos y pasivos UCITS, la convergencia de requerimientos prudenciales, transparencia e información al inversionista.
Implementación de directivas UCITS	Contenidos y presentación de un prospecto simplificado; clarificación en el uso de instrumentos derivados y adaptación de los estándares de administración de riesgo y protección al inversionista.
Fondos de pensiones	Guía de principios para asset allocation, en línea con reglas prudenciales y la eliminación de provisiones de impuestos discriminatorias.
Liquidación final	Reducción del riesgo sistémico en los sistemas de liquidación y pago.
Estatus de colateral	Incremento de la certeza legal con respecto de la validez y exigibilidad de los colaterales que respaldan transacciones transfronterizas.
Fusiones transfronterizas	Reglas para la oferta pública y la protección de los minoritarios.
Auditorías legales	Clarificación de los deberes y responsabilidades de los auditores legales, independencia y ética, criterios para la supervisión nacional de las empresas de auditoría.
Marco de capital para bancos y firmas de inversión	Implementación de Basilea II
Conglomerados financieros	Identificación de "grupos financieros significativos" y designación de un supervisor co-coordinador de cada conglomerado.
Supervisión del reaseguro	Armonización de métodos de supervisión, remoción de barreras para las actividades de reaseguro transfronterizas e incremento de la protección para el asegurado.
Solvencia, Seguros	Creación de un sistema solvente de seguros basado en riesgo.

Fuente: Decressin, Faruqee y Fonteyne (2007)

El FSAP produjo regulación prudencial sustancialmente armonizada, pero dado que esta normativa no interviene el marco institucional de supervisión de cada país, el desafío que permanecía era como implementar en forma consistente la regulación prudencial armonizada en un sistema de supervisión descentralizado.

Posterior a la crisis internacional, en el 2011, a partir de un reporte del Financial Stability Board (FSB), el G20 establece la necesidad de crear controles más globales a través de regulación macroprudencial. De esta manera, crea un supervisor macroprudencial en la

UE, la Junta Europea de Riesgo Sistémicos (JERS) y se crean tres organismos supervisores: la Autoridad Europea Bancaria (ABE), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Estas tres instituciones están reforzadas por el Comité Mixto de Autoridades Europeas de Supervisión y las Autoridades de Supervisión de los Estados miembros de la Unión Europea. En la sección 5.3, se puede revisar un mayor detalle del marco institucional actual.

5.2.1.1 Directivas del FSAP, relacionadas con mercado de valores

Hay cuatro directivas de primer nivel que son consideradas como las piezas cruciales del FSAP y que pertenecen directamente a los mercados de valores:

- Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)
- Directiva Prospectos
- Directiva Transparencia
- Directiva Abuso de Mercados

La piedra angular de FSAB es la **Directiva MiFID** (Markets in Financial Instruments Directive), implementada totalmente en noviembre de 2007. El principal objetivo de MiFID es mejorar la competitividad de los mercados financieros europeos a través de la creación de un único mercado para las actividades y servicios de inversión y asegurando un alto grado de armonización en la regulación relacionada con la protección para los inversionistas en instrumentos financieros, como acciones, bonos, derivados y varios productos estructurados.

MiFID provee a las empresas de valores un pasaporte actualizado que les permite ofrecer un amplio rango de servicios financieros entre los estados miembros sobre la base del control en el país de origen. La normativa establece que una empresa de inversión autorizada en su Estado miembro de origen puede prestar servicios o realizar actividades de inversión en toda la Comunidad, sin necesidad de solicitar una autorización adicional de la autoridad competente del Estado miembro en el que desee prestar sus servicios o realizar actividades.

Los principales aspectos de esta directiva son: la promoción de una arquitectura de mercado abierta, competencia entre mercados regulados y no regulados, y la búsqueda de un balance entre eficiencia de mercado y protección al inversionista, a través de reglas complejas para la ejecución de órdenes y transparencia.

Además, las **Directivas Prospectos** (2004) y **Transparencia** (2003), son particularmente importantes. Estas directivas buscan unificar las reglas impuestas a los emisores en materia de divulgación financiera. Junto con la introducción de IFRS (International Financial Reporting Standards), estas directivas proveen a los inversores de información mejor y más homogénea, además permiten realizar emisiones en los mercados europeos

sobre la base de un solo prospecto. En cuanto a las emisiones de bonos, los requerimientos de divulgación de información varían dependiendo si su mercado objetivo es el mercado mayorista o retail.

Finalmente, la **Directiva Abuso de Mercado** (2003) que busca garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores legislando sobre operaciones con información privilegiada y contra la manipulación de mercado. Al tener una sola directiva en esta materia se constituye un solo marco para la asignación de responsabilidades, la ejecución y la operación.

En las secciones siguientes se revisan las siguientes directivas por su relevancia para el análisis de la integración del mercado bursátil: 1) la directiva MiFID, piedra angular del FSAB y 2) la directiva MiFID II, que perfecciona la anterior luego del período de crisis financiera en Europa.

5.2.1.1.1 Directiva MiFID

La Directiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), reemplazó la Investment Service Directive (ISD, 1993). Fue adoptada en abril de 2004 e implementada totalmente en noviembre de 2007.

Esta directiva tiene tres objetivos principales: 1) dar mayor protección al inversionista, 2) mejorar la transparencia en la prestación de servicios financieros, 3) estimular la competencia en el sector financiero.

A continuación se plantea para cada objetivo, los principales aspectos de esta normativa:

I. Mayor protección al inversionista

- Regula las condiciones para prestar servicios de inversión (autorizaciones, información, conocimiento del cliente).
- Nuevo sistema de clasificación de los clientes, que determina el nivel de protección al cual podrán acogerse:
 - a) minoristas: pequeños inversores, particulares y pequeñas empresas, disponen de los niveles máximos de protección y reciben la información más detallada;
 - b) profesionales: grandes empresas, empresas de inversión o grandes patrimonios, disponen de un nivel de protección medio;
 - c) contrapartes elegibles: inversionistas institucionales, subconjunto de los clientes profesionales, tienen protección mínima.
- Exigencias para que las entidades puedan valorar para cada cliente la “conveniencia” e “idoneidad” de una inversión en función de varios factores y según el tipo de servicio requerido:

- a) *Para el servicio de gestión discrecional o asesoramiento financiero.* Es obligatorio determinar “idoneidad”: 1) el inversor deberá responder a un test para determinar si la inversión es “idónea” para él, 2) el inversor deberá informar el objetivo de la inversión y su situación financiera, 3) se deberá comprobar si el cliente tiene capacidad financiera de soportar el riesgo del producto recomendado.

 - b) *Para ejecutar una orden sobre un producto NO complejo.* Sólo se ejecuta la orden: no es necesario recabar información adicional del cliente, pero se debe advertir al cliente de su responsabilidad en el servicio demandado y de que en este caso no gozará de protección.

 - c) *Para otros servicios de inversión,* por ejemplo, la ejecución de órdenes sobre un producto complejo. Se revisa la “conveniencia”: 1) se exige que el inversor conozca sus características y riesgos inherentes, 2) es obligatorio que el inversor haga un “test de adecuación”, 3) es suficiente la aceptación conforme del cliente que indique ha entendido los riesgos del producto que demanda.
- Los criterios que definen si un producto es complejo o no, son la liquidez, el apalancamiento, la información pública disponible y el hecho de que contenga o no un derivado en la inversión. Así, son instrumentos no complejos: las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, los instrumentos del mercado monetario, bonos y deuda securitizada (excluyendo la que tiene derivados), los fondos de inversión que no estén garantizados.

II. Incrementar la competencia

- Permite que las empresas de servicios de inversión actúen en otros países miembros de la UE, gracias al “pasaporte transfronterizo”, por el cual las personas que presten servicios o realicen actividades de inversión deben estar sujetos a la autorización y supervisión de la autoridad competente de su Estado miembro de origen, esto los faculta para prestar servicios o realizar actividades de inversión en toda la UE.

- Para esto, los Estados miembros establecen un registro público de todas las empresas de inversión que contiene información sobre los servicios o actividades para los cuales están autorizadas. Este registro se actualiza de forma periódica. Toda autorización debe ser notificada a la Autoridad Europea de Supervisión (***European Securities and Markets Authority***, ESMA), creada por el Parlamento Europeo. ESMA establece la lista de todas las empresas de inversión de la UE.

- Establece para los Estados miembros condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de inversión: obligatoriedad y alcance de la

autorización, procedimientos para conceder, denegar o revocar una autorización, condiciones de idoneidad de quienes dirigen estas empresas, identidad de los accionistas, adhesión a un sistema de indemnización de inversores autorizado, dotación de capital inicial, requisitos de organización, relaciones con terceros países, obligaciones de supervisión continua y revisión periódica de las condiciones de autorización.

- Suprime la obligación de que en cada país todas las transacciones se canalicen a través de su mercado local regulado (regla de concentración), permitiendo que existan nuevas alternativas como: a) las plataformas electrónicas privadas operadas por empresas de inversión, que pueden hacer intermediación entre ellas sin pasar por un mercado oficial (sistemas multilaterales de negociación, SMN); y, b) operadores que negocien posiciones por cuenta propia de forma frecuente y organizada de manera interna (internalizadores sistemáticos).
- Para facilitar la conclusión de operaciones transfronterizas, se establece que las empresas de inversión puedan acceder fácilmente a los mecanismos de compensación y liquidación en toda la UE, independiente de que las operaciones se hayan concluido a través de mercados regulados de un Estado miembro. Para esto, las empresas que deseen participar directamente en los sistemas de liquidación de otros estados miembros deben cumplir oportunamente con los requisitos operativos, comerciales y las medidas prudenciales necesarias para su adhesión.

III. Mejorar la transparencia

- Condiciones claras para la ejecución de órdenes (requisitos de transparencia antes y después de la ejecución) y la obligación de las entidades de informar a los clientes sobre la política de ejecución de órdenes, incluyendo los mercados, plataformas o sistemas de intercambio utilizados. Las firmas de inversión deben obtener el consentimiento previo de su política por parte del cliente.
- La política de ejecución de órdenes debe incluir, con respecto a cada clase de instrumentos, información sobre los distintos centros en que se ejecutarán las órdenes de sus clientes y los factores que influyen en la elección del centro de ejecución. En el caso de que la política considere la posibilidad de ejecutar órdenes al margen de un mercado regulado o un SMN, se debe tener la autorización previa y expresa de los clientes antes de ejecutar las órdenes.
- Las empresas de inversión deberán hacer públicos los datos de las operaciones (instrumentos, volumen, precio, hora) que realizan fuera de mercados regulados; las plataformas electrónicas privadas (SMN) deberán hacer públicos los precios de compra y venta de acciones admitidas a negociación en mercados regulados; los

operadores que negocien posiciones por cuenta propia de forma interna (internalizadores sistemáticos) también deberán hacer públicas sus cotizaciones.

- Establece disposiciones sobre el intercambio de información entre autoridades competentes nacionales y consolida los deberes de asistencia y cooperación que deben tener entre sí.

5.2.1.1.2 Directiva MiFID II

La crisis financiera dejó al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. Esto planteó la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que los supervisores tengan las competencias necesarias para desarrollar sus funciones.

En este contexto surge la directiva MiFID II, adoptada en mayo de 2014 y actualmente en proceso de implementación por parte de los Estados miembros. Se espera que en el último trimestre del año 2016 esté totalmente implementada.

MiFID II introduce medidas que abordan las consecuencias de la implementación de MiFID I y aspectos que surgieron con la crisis financiera, y que apuntan a hacer los mercados financieros más eficientes, resilientes y transparentes, tanto por la vía de mejorar la protección al inversionista, como por la vía de abordar los compromisos realizados por el G20 en estos tópicos.

Los principales cambios que introduce la directiva MiFID II, son los siguientes⁶:

I. Extensión de la cobertura de productos y actividades

- Instrumentos financieros adicionales que entran bajo el ámbito de MiFID II: depósitos estructurados emitidos o vendidos por instituciones de crédito; productos de inversión retail envasados (PRIIPs); todos los derechos de emisión (tales como carbono); la venta de instrumentos financieros emitidos por la firma de inversión.
- Productos de inversión basados en seguros. Estos productos se mantienen regulados bajo la versión actual del IMD (Insurance Mediation Directiva) que será actualizada. Sin embargo, se introducen reglas específicas sobre conflicto de interés y se da la posibilidad a los Estados miembros para introducir restricciones sobre estos productos.

⁶ Delloitte Luxemburgo (2014)

II. Prohibición de pago y retención de incentivos

- Se prohíbe la práctica común de pago de incentivos para los administradores de activos discrecionales y para la asesoría independiente. En el mediano plazo, los reguladores nacionales deberán tomar medidas restrictivas para prohibir o limitar fuertemente las comisiones “trailer” (trailer fees⁷). Algunos países, como Reino Unido, Italia, Holanda y Alemania tienen actualmente requerimientos más altos que MIFID II.
- Plantea, por tanto, desafíos en cuanto a los ingresos de las empresas de inversión, las estrategias y modelos de negocios.

III. Creación de un nuevo centro de ejecución: OTF

- Con el fin de capturar a los operadores "dark pool" y otros sistemas similares (ej., sistemas inter - broker), se introduce una nueva categoría de centro de negociación denominado Organised Trading Facility, OTF para instrumentos no-accionarios (bonos, derivados y productos estructurados).
- Los derivados que son suficientemente líquidos y elegibles para compensación, van a necesitar ser transados en plataformas elegibles: OTFs, MTFs (Multi-lateral trading facilities) o mercados regulados, en lugar de transarse OTC.
- Se imponen requerimientos a los operadores en las plataformas OTFs (ej., los órdenes de clientes sobre un OTF no pueden ser ejecutados contra capital propio) y las transacciones concluidas en un OTF estarán sujetas a provisiones de transparencia pre y post ejecución similares a los mercados regulados y MTF, nivelando el campo de juego para estos actores.
- Se modifica el alcance y obligaciones de los internalizadores sistemáticos.

IV. Mayores requerimientos de gobernanza

- Requerimientos para la gobernanza corporativa para las instituciones y para los directores ejecutivos que complementan otras normativas existentes.
- Se considera que el cuerpo de gobernanza de una firma de inversión o un proveedor de servicio de información incluye también las funciones de supervisión

⁷ Comisiones pagadas a un profesional financiero por un gestor de fondos de inversión por la venta de participaciones de un fondo mutuo a un inversor.

y administración (en otras palabras, todas las personas que efectivamente dirigen el negocio).

- Fortalecimiento del criterio para calificar a la administración senior y el rol de los directores y supervisores. Estos deben comprometer suficiente tiempo para desarrollar su función y tomar en cuenta la diversidad en su composición.
- Control estricto de la remuneración del staff que asesora o vende a los clientes, la remuneración no puede contraponerse con la obligación de actuar en el mejor interés del cliente.
- Fortalecimiento del rol de la oficina de compliance.

V. Intervención de productos y supervisión reforzada con sanciones más estrictas

- En coordinación con ESMA, los reguladores nacionales van a tener poderes para prohibir permanentemente productos financieros, actividades o prácticas.
- Las sanciones administrativas, multas y penalidades serán públicas, lo suficientemente altas para compensar cualquier beneficio y disuasivas también para las grandes instituciones.
- Se introducirán posiciones límites para productos, tales como los derivados de commodities. Esto incluye poderes para los reguladores de requerir que posiciones existentes sean reducidas o limitar la capacidad de cualquier persona de entrar en derivados de commodities.

VI. Régimen armonizado para las empresas de terceros países

- Para atender clientes profesionales o minoristas en la UE, las empresas de terceros países (no miembros de la UE) van a tener que establecer una sucursal en cada Estado miembro donde quieran operar. Las sucursales van a estar sujetas a autorización y supervisión en el estado miembro.
- Para atender a contrapartes elegibles o clientes profesionales en la UE, la firma de inversión debe registrarse directamente con ESMA. Este registro va a estar sujeto a que el tercer país haya obtenido una evaluación positiva equivalente de la Comisión Europea.
- Esto no aplica a las empresas de inversión de los Estados miembros de la UE, para los cuales el pasaporte UE se mantiene.

VII. Extensión de la normativa de transparencia de mercado y reportes, a instrumentos como bonos y derivados

- Los reportes de transacciones necesitarán ser publicados a través del Approved Publication Arrangements (APA), el cual va a estar sujeto a autorización y ciertos requerimientos organizacionales.
- Estos reportes necesitarán capturar información adicional (incluyendo identificación de los individuos, o algoritmos relevantes, responsables por la decisión de inversión).
- Los reportes se verán afectados en cuatro dimensiones: el formato, la frecuencia (cercana a tiempo real), el contenido y la auditoría.

5.2.1.2 *Directivas relacionadas con esquemas de inversión colectiva (fondos de inversión)*

En el área de los esquemas de inversión colectiva, la legislación europea actualmente cubre cuatro tipos de fondos de inversión armonizados:

- **UCITS** (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), el principal marco europeo para esquemas de inversión colectivos que son adecuados para los inversionistas retail o minoristas;
- **AIFM** (Alternative Investment Fund Managers), cubre la administración de esquemas de inversión alternativos que son dirigidos a inversionistas profesionales;
- **EuVECA** (European Venture Capital Funds), una subcategoría de los esquemas de inversión alternativos que se focaliza en empresas en etapa de puesta en marcha (start-up companies);
- **EuSEF** (European Social Entrepreneurship Funds), esquema de inversión que se focaliza en todo tipo de empresas con impacto social.

La Comisión Europea propuso en junio y septiembre de 2013, dos “pasaportes” adicionales para fondos transfronterizos:

- **ELTIF** (European Long-Term Investment Funds), el marco propuesto cubre fondos que se focalizan en la inversión de varios tipos alternativos de activos, tales como infraestructura, pequeñas y medianas empresas y activos reales;
- **MMF** (Money Market Funds), la propuesta cubre esquemas de inversión colectiva focalizados en instrumentos money market.

En la sección 5.5, se analiza en detalle la directiva UCIT.

5.2.2 Proceso Lamfalussy

El **proceso Lamfalussy** fue creado para mejorar la velocidad, calidad y adaptabilidad de la toma de decisiones regulatorias y legislativas, así como armonizar la implementación de las prácticas de supervisión entre los países. Inicialmente fue limitado al mercado financiero y posteriormente extendido al sector bancario, seguros y pensiones.

Este proceso acelera la fase legislativa y permite generar una reglamentación técnica más uniforme, al limitar la legislación a la aprobación de las directivas marco y dejando los detalles de implementación para ser abordados por los comités técnicos. Esta herramienta legislativa y regulatoria se convirtió en el principal vehículo para el diseño e implementación del FSAP.

El proceso está organizado en cuatro etapas:

- 1) los principios básicos de la legislación toman la forma de directivas y regulaciones adoptadas por los cuerpos políticos (Consejo Europeo y Parlamento Europeo) sobre la base de propuestas preparadas por la Comisión Europea (nivel 1);
- 2) la implementación técnica de las directivas marco y la regulación es hecha por la Comisión Europea sobre la base de recomendaciones realizadas por comités regulatorios de alto nivel (nivel 2);
- 3) la implementación de la legislación EU al nivel nacional es tarea de comités de expertos compuestos por reguladores nacionales y banco centrales (nivel 3);
- 4) el cumplimiento y ejecución de la legislación por parte de los países miembros es responsabilidad de la Comisión Europea (nivel 4).

Una vez que se completó la mayor parte del trabajo legislativo del FSAP, el foco estuvo en la implementación y armonización. El desarrollo en terreno, dependió mucho de cómo funcionaron los comités de los niveles 2 y 3, particularmente el nivel 3.

El rol de estos comités fue particularmente importante en áreas donde el principio del pasaporte único garantizado por el país de origen no se había implementado y la competencia transfronteriza podía socavar seriamente la regulación del país de acogida. Se requiere un fortalecimiento significativo de la cooperación entre las autoridades nacionales para evitar el riesgo de “renacionalización” de la regulación (nivel 2) y asegurar la convergencia de las prácticas de supervisión (nivel 3).

A fines de 2007 se realizó una revisión del proceso Lamfalussy por parte de un grupo de expertos (Inter-Institucional Monitoring Group) que identificó que el proceso había logrado muchos avances, pero a menudo producía reglas excesivamente detalladas. Por otra parte, se requería esfuerzos adicionales para fortalecer la cooperación de los

supervisores, incluyendo encontrar una solución formal para el trabajo (intersectorial) sobre los conglomerados financieros.

La implementación del MiFID significó el test más importante al proceso. La directiva es un compromiso entre visiones domésticas de la regulación de mercado significativamente divergentes. La clave para el éxito estuvo en la habilidad del Committee of European Securities Regulators (CESR) para fomentar la cooperación de las autoridades nacionales en el diseño de las medidas de implementación, con el fin de lograr la convergencia de las prácticas de supervisión, preservar la cohesión de la directiva y evitar la dilución. En todo caso, las fechas de implementación de MiFID I fueron postpuestas en su momento, lo cual ilustra la dificultad asociada con el diseño de las medidas de implementación, la trasposición de la directiva en la regulación nacional y el fomento de la implementación por los participantes del mercado.

5.2.3 White Paper en Financial Services Policy

El *White Paper*, EU policy paper – Financial Services Policy, definió las políticas prioritarias para el período 2005-2010, focalizándose en las siguientes áreas:

Cuadro 3: Principales aspectos del White Paper

Tema	Contenido
Integración de los sistemas de liquidación y compensación	La Comisión Europea (CE) optó por un enfoque <i>market-oriented</i> para la apertura del mercado para los servicios de compensación y liquidación. La industria acordó un Código de Conducta que busca lograr los objetivos de la CE en términos de transparencia de precios, elección del lugar de celebración efectiva de la liquidación, y desagregación de los servicios, lo que aumenta la competencia.
Servicios financieros retail	Se continuó el trabajo en créditos hipotecarios, créditos de consumo y pagos, y se retomó atención en la intermediación de créditos, movilidad de clientes y remoción de restricciones e incremento de la competencia para cuentas bancarias.
Estructuras regulatorias y de supervisión	Se optó por no realizar cambios institucionales significativos. El foco estuvo en hacer que el proceso Lamfalussy funcione, clarificando las responsabilidades de cada país en un enfoque de supervisión consolidado, desarrollando la cooperación regulatoria e introduciendo información y requerimientos de reportes comunes.
Fusiones y adquisiciones	Se planteó la revisión de artículos de la legislación bancaria y de seguros con el objetivo de incrementar la transparencia, claridad y divulgación de información relacionada con la aprobación de fusiones y adquisiciones realizada por los organismos de supervisión.

Fuente: Decressin, Faruqee y Fonteyne (2007)

5.3 MARCO INSTITUCIONAL DE SUPERVISIÓN EN LOS MERCADOS INTEGRADOS

Desde la creación del Euro y, con mayor énfasis, desde la implementación del FSAP y el White Paper en Financial Services Policy, existe en la UE el debate sobre el modelo de supervisión óptimo para los mercados en proceso de integración.

El informe Lamfalussy (2006) y el informe Larosiere (2009), establecen líneas fundamentales, que corresponden al sistema supervisor vigente hasta 2011⁸:

- Diferenciación entre supervisión macro (Consejo Europeo de Riesgo Sistémico) y la supervisión micro (Sistema Europeo de Supervisores Financieros),
- Banco Central Europeo fuera de las funciones supervisoras,
- Estructura sectorial en la supervisión micro a través de los comités de supervisión con competencias reforzadas.
-

Posterior a la crisis internacional, en el 2011, a partir de un reporte del Financial Stability Board (FSB), el G20 establece la necesidad de crear controles más globales a través de regulación macroprudencial, con el objetivo de: generar transparencia, controlar la solvencia de las entidades financieras y proteger al inversionista.

Estos objetivos se apoyan en dos principios: a) la consideración de que los riesgos son sistémicos y por tanto, es un requisito imprescindible la mejora de la coordinación de la supervisión y regulación a nivel internacional y europeo, en el marco de la UE, b) la relevancia del gobierno corporativo y las consideraciones éticas de los gestores empresariales como elemento clave del buen funcionamiento del sistema financiero.

De esta manera, se crea un supervisor macroprudencial en la UE, la Junta Europea de Riesgo Sistémicos (JERS) y tres organismos supervisores microprudenciales correspondientes a los tres pilares del sistema financiero: 1) entidades de crédito, 2) mercados y servicios de inversión, y 3) seguros.

La **Junta Europea de Riesgo Sistémicos (JERS)**, según su reglamento, tiene el objetivo de prevenir y atenuar los riesgos sistémicos que podrían comprometer la estabilidad financiera de la Unión Europea. Para lograr este objetivo, la JERS debe:

- definir y reunir la información necesaria para identificar los riesgos,
- emitir alertas y hacerlas públicas en caso necesario, y
- establecer medidas para gestionar los riesgos.

Los tres organismos supervisores microprudenciales son: la Autoridad Europea Bancaria (ABE), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Estas tres instituciones están reforzadas por el Comité Mixto de Autoridades Europeas de Supervisión y las Autoridades de Supervisión de cada Estado miembros de la Unión Europea.

- El **Comité Mixto de Autoridades Europeas de Supervisión** está encargado de cooperar con las autoridades de cada Estado miembro en lo que se refiere a los conglomerados financieros, los servicios de contabilidad y auditoría, los análisis

⁸ Puente (2013).

microprudenciales, los productos de inversión minorista, las medidas contra el blanqueo de dinero y el intercambio de información con la JERS.

- La **Autoridad Europea Bancaria (ABE)**, se estableció para generar mayor integración y estabilidad del sector bancario europeo y una supervisión más global e integrada. El objetivo principal de ABE es proteger la estabilidad y eficacia del sistema bancario, acentuando la protección de todo riesgo sistémico potencial que afecte a las entidades financieras. Se encarga de la supervisión de entidades de crédito, conglomerados financieros, empresas de inversión, entidades de pago y entidades de dinero electrónico.
- La **Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA)**, busca restablecer la confianza y prevenir la desestabilización del sistema financiero en materia de seguros y pensiones de jubilación. Su ámbito es: empresas de seguros y reaseguros, conglomerados financieros, los fondos de pensiones e intermediarios de seguros.
- La **Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)**, previene los riesgos de desestabilización del sistema financiero en el sector de los valores mobiliarios. Su ámbito son las sociedades que ofrecen servicios de inversión, especialmente: gobernanza, auditoría de cuentas e información financiera. Lleva el registro centralizado de empresas que ofrecen servicios de inversión, sociedades gestoras de fondos y fondos autorizados de los Estados miembros. Supervisa además a las agencias de calificación.

Un segundo pilar del modelo de supervisión europeo es el **Banco Central Europeo (BCE)** con funciones de supervisión macro y funciones de supervisión micro respecto a entidades consideradas sistémicas, dejando a los supervisores nacionales el control de las entidades locales y la recopilación de información.

Finalmente, el **Financial Stability Board (FSB)** se establece como un supervisor de riesgo sistémico a nivel internacional.

5.4 INTEGRACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL

Actualmente el mercado bursátil europeo no está totalmente integrado, coexisten algunos mercados integrados en plataformas únicas de negociación, como es el caso de Euronext y OMX, y varios mercados nacionales que operan por separado pero bajo una serie de normas armonizadas.

Las tres principales plataformas de negociación son: Euronext Group, Deutsche Borse Group y London Stock Exchange, con diferentes modelos de organización.

La primera iniciativa de integración de mercados accionarios en concretarse fue **Euronext**, que reunió en una plataforma a las bolsas de Francia, Holanda y Bélgica en septiembre de 2000. Esta fusión, de naturaleza horizontal, tuvo las siguientes características principales:

- se produjo en forma descentralizada (no fue guiada por los países) a través de una estructura de red técnicamente uniforme,
- se armonizaron las reglas de negociación entre los países, pero cada mercado local continúa siendo regulado por las respectivas autoridades nacionales.
- la aplicación de reglas de negociación es monitoreada por Euronext.

Un proceso similar de consolidación horizontal ocurrió entre los mercados nórdicos y bálticos, comenzando en el 2003 con la fusión de la Bolsa de Estocolmo y Helsinki, formando **OMX Group**, posteriormente es comprada por NASDAQ formando OMX NASDAQ (2007). En la misma línea, la Bolsa Italiana fue adquirida por London Stock Exchange (2007) conformando **London Stock Exchange Group**.

En contraste, **Deutsche Borse Group** es un ejemplo de una estructura de integración vertical que intenta capturar economías de ámbito al combinar los servicios de negociación, liquidación y compensación en una sola institución.

En las estructuras transfronterizas horizontales, el punto de entrada local determina la regulación aplicable. Los sistemas de liquidación y compensación se mantienen separados, aunque están en curso intentos por integrarlos.

A pesar de la armonización regulatoria y los esfuerzos de consolidación de mercados, la multiplicidad de sistemas en la UE continúan creando barreras para una eficiente negociación/liquidación/compensación transfronteriza.

Los participantes del mercado deben operar bajo varios sistemas nacionales, cada uno con requerimientos técnicos y prácticas. Esto incluye desde diferencias en los períodos de compensación y horas de operación, hasta diferentes marcos legales y tributarios. Muchas de las diferencias han sido abordadas gracias al trabajo del Consejo Experto de Liquidación, Compensación y Monitoreo (CESAME), manteniéndose diferencias significativas que imponen riesgos y costos a los agentes. Entre las principales se mencionan las siguientes:

- Para los emisores, se mantiene la interrogante sobre si la existencia del pasaporte europeo compensa la ausencia de un mercado financiero totalmente integrado.
- Para los corredores, la infraestructura de mercado fragmentada incrementa sustancialmente los costos de transacciones transfronterizas. El “turnover tax” implícito en estos costos, es cuatro o siete veces mayor que para transacciones

domésticas o que para transacciones en Estados Unidos (Schmiedel and Schonenberger, 2005).

- Las ineficiencias en la liquidación y compensación de transacciones transfronterizas constituyen un gran obstáculo en el camino hacia un mercado financiero integrado. La liquidación y compensación se mantiene organizada sobre las estructuras domésticas preexistentes, generalmente el canal incluye: bancos locales/corresponsales, que son miembros de una central de depósito de valores extranjera que opera a través de una central de depósito de valores internacional o un custodio global, o que utiliza, cuando existe, un vínculo directo con otro DCV.
- Las plataformas comerciales, que compiten por la negociación de los mismos valores con las bolsas locales establecidas, también tienden a reducir las economías de escala y fragmentar la liquidez del mercado, generando mayores spreads. En contraposición, la competencia entre plataformas de negociación tiende a reducir las rentas monopólicas.
- Para los inversionistas, las altas comisiones en las transacciones transfronterizas tienden a inclinar las inversiones hacia alternativas locales, promoviendo un sesgo local al reducir los retornos netos para los valores extranjeros.

Los proyectos legislativos actuales tienen como objetivo de desarrollar un marco normativo adecuado para la compensación y liquidación, la adquisición de valores, tenencia y disposición, con el fin de mejorar la integración, fomentar la seguridad y la eficiencia.

En 2012, la Comisión Europea adoptó un Reglamento sobre los depositarios centrales de valores y sobre la mejora de la liquidación de valores. El reglamento establece un marco comunitario para la autorización, la supervisión, la prestación transfronteriza de servicios y la contratación externa, así como los requisitos prudenciales y organizativos para los DCV.

5.4.1 Modelo NYSE – EURONEXT

Euronext es el segundo mercado de Europa (ahora parte de NYSE Euronext). Euronext se formó en el año 2000 por la fusión de las bolsas de Amsterdam, Bruselas y París. Durante 2001, Euronext completó su oferta pública inicial, que dio lugar a cotización de las acciones de Euronext en su propia plataforma de comercio. En 2002, se fusionó con el mercado bursátil portugués.

Euronext tuvo éxito en la integración tecnológica de las plataformas de negociación. En 2002, todos los miembros de Euronext, independiente de su ubicación, accedieron a todos los valores cotizados. En 2003, Euronext Lisboa migró al nuevo sistema de compensación y negociación. Como resultado, todos los productos que figuraban en Euronext Amsterdam, Bruselas, París y Lisboa se pudieron negociar través del Nuevo Sistema de Cotización (NSC) y ser autorizados por Clearnet. El sistema de comercio

centralizado, dirigido por órdenes, junto con el sistema central de compensación, liquida las operaciones en términos netos para garantizar un rendimiento.

Una característica importante de la estructura de Euronext es que los mercados locales se mantienen como mercados domésticos regulados y como subsidiarios de la compañía holding Euronext, que es propietaria de Euronext Amsterdam, París, Bruselas, Londres y Lisboa. De esta manera:

- Los mercados locales representan “puntos de entrada” para acceder al mercado integrado.
- Se armonizaron las reglas de negociación, las cuales están bajo la supervisión de la bolsa centralizada, en tanto, cada mercado local está sujeto a la regulación doméstica y a la supervisión de las autoridades locales.
- Para inversionistas, emisores e intermediarios, el punto de entrada local determina la regulación aplicable.

Euronext trabajó activamente con los reguladores en cada jurisdicción para armonizar las diversas normas y reglamentos relacionados con la negociación. El reglamento de Euronext actualmente tiene dos libros: el primero, contiene las normas armonizadas entre los países participantes del mercado y, el segundo, contiene las normas de los mercados individuales que no han sido objeto de armonización.

La cobertura del primer reglamento ha aumentado gradualmente desde normas armonizadas entre los miembros, reglas transaccionales y normas de aplicación, en los inicios de Euronext, hasta el desarrollo de un conjunto común de requisitos de cotización y requisitos de divulgación aplicables a las sociedades cotizadas. Si una empresa va a cotizar sus acciones en un mercado Euronext, debe cumplir en primera instancia con los requisitos de cotización unificados que se especifican en el primer reglamento y después de la admisión, tal como se mencionó anteriormente, debe cumplir con los requisitos de información financiera especificados por la autoridad del país correspondiente.

En el proceso de una orden de negociación (transacción, liquidación, compensación), Euronext administra sólo la fase de transacción; la liquidación y compensación es administrada por entidades separadas pero asociadas, tal como se detalla a continuación:

1. **Transacción.** Existe una sola plataforma de transacciones unificada que es utilizada para efectivo (NSC) y otra para productos derivados (LiffeConnect), siguiendo un único set de reglas de mercado.
2. **Compensación.** Existe una contraparte central, Clearnet compensa todas las transacciones ejecutadas por la bolsa.
3. **Liquidación.** Este proceso se mantiene parcialmente fragmentado. Las transacciones concluyen en los mercados Euronext y son compensadas a través

de LCH. Clearnet puede liquidar en los libros de los miembros del grupo Euroclear (Euroclear Bank, Euroclear France, Euroclear Netherlands) y en los libros de Interbolsa y CIK, los depositarios centrales de valores de Portugal y Bélgica, respectivamente, ambas propiedad de Euronext. Los participantes pueden escoger liquidar transacciones a través de estos o a través de sus DCV locales, lo cual provee acceso al banco central, o Euroclear Bank, la central internacional de depositarios de valores, respectivamente.

Inicialmente, Euronext creó dos segmentos de mercado (NextEconomy y NextPrime). La creación de segmentos tuvo dos propósitos: satisfacer las necesidades de los inversores que buscaban una mayor transparencia y liquidez, y permitir a las empresas a aumentar su visibilidad hacia los inversionistas mediante el cumplimiento de una serie de compromisos previos para mejorar la calidad de la contabilidad, la divulgación y la gobernanza.

Las empresas que cotizaban en Euronext, se unieron a los segmentos de forma voluntaria mediante la firma de acuerdos de compromiso con los siguientes requisitos específicos: publicar informes financieros trimestrales, adoptar las normas internacionales de contabilidad (o conciliar la información existente con esas normas internacionales); publicar los documentos financieros en inglés, programar al menos dos reuniones con los analistas al año, describir la política de gobierno corporativo en su informe anual ; anunciar un calendario de publicaciones y reuniones; y publicar información financiera clave en sus sitios web. Suscritas las cartas de compromiso, Euronext aseguró a las empresas una visibilidad adicional mediante su inclusión en los índices de segmento y se comprometió a elevar el perfil de las empresas del segmento a través de eventos y publicaciones.

Estos segmentos fueron eliminados en 2007, cuando surgieron nuevos requerimientos de la Directiva de Transparencia del FSAP que generalizaron la adopción de estándares más altos en todos los países miembros.

En 2007, se creó la compañía holding **NYSE EURONEXT**, tras la fusión de la Bolsa de Nueva York (NYSE) con EURONEXT. Así, NYSE Group que es filial 100% de NYSE EURONEXT, ofrece la contrapartida de dos sistemas paralelos: la bolsa tradicional New York Stock Exchange (NYSE) y la plataforma de negociación electrónica Archipiélago (NYSE Arca). Por otro lado, EURONEXT aglutina las bolsas de los 4 países europeos (Holanda, Bélgica, Portugal y Francia), el mercado de derivados LIFFE de Londres y la Cámara de Compesación Clearnet, resultado de la fusión de la británica London Clearing House y la francesa Clearnet.

Además en 2007 NYSE Group adquirió 5% de la Bolsa Nacional de India y estableció un acuerdo de colaboración con la Bolsa de Tokio para desarrollar conjuntamente productos financieros, admisión a negociación conjunta, servicios de tecnología de la información e intercambios accionariales, cuando la legislación japonesa lo permita.

De este modo, NYSE Euronext se configuró como un importante actor global y una de las principales bolsas mundiales, operando en un amplio abanico de productos y servicios financieros en cinco mercados de acciones al contado y uno de derivados, pertenecientes a seis países en dos continentes, proporcionando bajo una misma plataforma: servicios de admisión a cotización, negociación de acciones y bonos al contado, derivados de renta fija y variable, así como difusión de información. En el futuro podría aspirar a negociar 24 horas del día y en las tres divisas principales (dólares, euro, yenes)⁹.

5.4.1.1 Arquitectura para la supervisión de un mercado financiero global

La fusión de EURONEXT y NYSE, planteó un desafío a la supervisión: actores globales versus reguladores locales. La cooperación internacional entre reguladores surgió como un medio para hacer frente a los actores globales.

Existen para EURONEXT dos instancias de cooperación internacional:

1. Colegio de Reguladores (College of Regulators), conformado por los reguladores financieros de Holanda, Francia, Portugal, Reino Unido y Bélgica.
2. Acuerdo de Entendimiento (MoU) entre el Colegio de Reguladores y la SEC (United States Financial Services Authority Securities and Exchange Commission). Este acuerdo tiene como objetivo la consulta, cooperación y el intercambio de información sobre la supervisión del mercado, particularmente en las áreas de protección de los inversores, promoción de la integridad del mercado, confianza de los inversionistas y estabilidad sistémica.

El MoU con la SEC contempla por un lado un acuerdo de colaboración clásica: mutua consulta sobre supervisión y regulación, evitar regulación duplicada y coordinar la respuesta regulatoria para las funciones integradas. Por otro lado, contiene una cláusula evolutiva: coordinar la toma de decisiones en el caso de la armonización de las normas, la futura integración o medidas de reestructuración.

El Colegio de Reguladores tiene un alto grado de integración en la administración de los mercados regulados, corresponde a un nuevo cuerpo que en conjunto ejerce sus poderes (vis a vis Euronext y la SEC).

El Colegio de Reguladores está compuesto por un Comité de la Presidencia (primer nivel), un Comité Directivo (segundo nivel) y tres Grupos de Trabajo (tercer nivel). Se realizan presentaciones al Colegio de Reguladores a los tres niveles, según el asunto. Las decisiones se toman por unanimidad, las diferencias son resueltas por convergencia natural o por escalamiento al siguiente nivel.

⁹ García-Vaquero (2007).

Formalmente, los poderes son establecidos por ley en favor de las autoridades competentes locales que forman el Colegio de Reguladores. Sustancialmente, las competencias nacionales son ejercidas en común a través de un cuerpo de consensos (Colegio de Reguladores). El enlace entre ambas esferas es operado por una cláusula de mejores esfuerzos. En un ámbito estrictamente legal, las aprobaciones/no objeciones por parte del Colegio de Reguladores deben ser repetidas a nivel nacional¹⁰.

Durante el proceso de integración el regulador tiene que mantener, no sólo el poder sino también los medios para cumplir sus funciones regulatorias. En tanto, el operador de mercado debe tener los medios necesarios para asegurar un mercado justo y ordenado. Para esto, es necesario: lograr un control sobre la situación en el escenario post cierre y evaluar la posibilidad de ejercer los poderes nacionales, identificar los cambios que trae aparejado el proceso y las funciones que no se pueden realizar sobre una base nacional, finalmente, ajustar lo que necesita ser ajustado¹¹.

En la fusión EURONEXT - NYSE, los medios para lograr los ajustes necesarios tomaron diversas formas:

- el MoU SEC/Colegio de Reguladores,
- compromisos (cartas y artículos de asociación),
- un esquema contractual para prevenir el riesgo de “spill over” de la futura legislación de Estados Unidos,
- existencia de los mismos requisitos legales en el otro país (aliado con el MoU y los compromisos).

5.5 INTEGRACIÓN DEL MERCADO DE FONDOS

5.5.1 Marco regulatorio para la integración de fondos UCIT

La Directiva UCIT, que establece un marco jurídico armonizado para la creación, gestión y comercialización de instrumentos de inversión colectiva, tal como se mencionó anteriormente, se adoptó por primera vez en 1985 y ha sido modificada en varias ocasiones. La última versión se adoptó en 2009 y entró en vigor en 2011. Esta versión, conocida como UCIT IV, considera el pasaporte para las sociedades gestoras.

La directiva UCIT IV, consideró las siguientes medidas, con el objetivo de incrementar la eficiencia en el mercado, garantizar la protección del inversionista y reducir las cargas administrativas:

I. Armonización normativa.

¹⁰ Casal (2011). NYSE EURONEXT Integration Process Regulator's Perspective.

¹¹ Casal (2011)

- Armoniza la **información que las sociedades administradoras deben entregar al organismo regulador** y los requisitos que deben cumplir para su funcionamiento:
 - capital mínimo,
 - cobertura de la responsabilidad profesional (fondos propios o seguro de responsabilidad civil),
 - las restricciones para la inversión de los fondos propios en activos líquidos,
 - las capacidades de gestión de la sociedad administradora,
 - normas de transparencia, divulgación de información,
 - requisitos de entrega de información previa al inversionista,
 - requisitos de gobierno corporativo.

Esta armonización permite la existencia del pasaporte UCIT.

- Regula las **estructuras de fondos principal–subordinado (master-feeder)** que ya existían en distintos Estados de la UE con características diferentes, estableciendo que:
 - En una estructura *master-feeder*, ambos fondos deben ser UCITS. El fondo *feeder* debe tener la autorización de su regulador para realizar inversiones en el *master*. El *master* sólo debe estar autorizado como UCITS tradicional.
 - Debe existir un acuerdo entre ambos fondos mediante el cual se garantiza que el fondo *master* entregará toda la información necesaria. En caso de no tener el mismo depositario y/o auditor, debe existir además un acuerdo sobre mutua revelación de información entre ambos depositarios y/o auditores.
 - Un fondo es considerado *feeder* cuando, al menos, 85% de sus activos están invertidos en otro fondo (*master*). El 15% restante puede ser invertido en recursos líquidos, bienes muebles e inmuebles indispensables para sus actividades, y en instrumentos derivados (sólo para cobertura).
 - Los fondos *master* que tengan dos inversionistas *feeder*, deben prescindir de inversionistas adicionales.
- Armoniza la regulación de las **fusiones transfronterizas de UCIT**.
 - Se da la posibilidad de fusionar fondos y/o sub-fondos domiciliados en distintos países. La fusión se lleva a cabo según las leyes del país de domicilio del fondo absorbido y solo con su autorización.
 - Se reconocen tres tipos de fusiones: 1) un fondo que es absorbido completamente por otro, 2) dos fondos que son absorbidos por una nueva entidad creada para este propósito, y 3) un fondo que es absorbido por otro, pero una parte de los activos del fondo absorbido queda disponible para ser liquidado y sus obligaciones canceladas.

- El regulador del fondo absorbido deberá recibir la documentación concerniente a la fusión, incluidos los documentos relevantes del fondo absorbente y las comunicaciones que se entregarán a los inversionistas.
 - El regulador extenderá la información al regulador del fondo absorbente, el que a su vez deberá verificar que los inversionistas del fondo absorbente reciban también información adecuada.
- II. **Protección a los inversionistas**, sustituye el folleto simplificado que existía por un documento que contiene los datos fundamentales para el inversor (Key Investor Information, KII) válido para todos los Estados miembros y con contenido armonizado que permite la comparación entre distintos productos. Es un documento de menor extensión donde se explica, en un lenguaje no técnico: la política del fondo, su rendimiento pasado, su perfil de riesgo-retorno y las comisiones.
- III. **Mecanismos de cooperación entre supervisores**. Para reducir cargas administrativas, especialmente en la comercialización transfronteriza de estos productos, se simplifica el procedimiento de notificación a la autoridad competente (ver sección 4.5.3), basándose especialmente en los mecanismos de cooperación entre los estados de origen y acogida.

La normativa clarifica las funciones de los reguladores en las situaciones que le competen, pero también busca que los reguladores de cada país establezcan leyes y sanciones claras a los incumplimientos de las leyes locales relacionadas con temas que escapan al control de las normativas UCITS. Se establece que los reguladores podrán ejercer sus funciones directamente, en colaboración con otros reguladores, mediante delegación a otras entidades, o mediante solicitud a las autoridades judiciales pertinentes.

- IV. **Pasaporte UCIT**. Sin duda la medida más relevante, pues permite a las sociedades gestoras comercializar fondos de los países miembros la UE en el país de origen de la sociedad gestora. Al mismo tiempo, comercializar de fondos de la UE en otro país miembro distinto al país de origen de la sociedad gestora de fondos.

La Directiva de 2009 fue complementada con otras cuatro directivas específicas (denominadas de nivel 2) en los siguientes temas:

1. Requisitos de organización, conflictos de interés, ejercicio de la actividad y gestión de riesgos de las sociedades gestoras.
2. Información fundamental para el inversionista y condiciones que deben cumplirse para el suministro de información al inversor (KIID).

3. Fusiones de fondos, estructuras de fondos principales y subordinados (master-feeder) y los procedimientos de notificación.
4. Uso de comunicación electrónica entre autoridades supervisoras a efectos de notificación y procedimiento para verificaciones en investigaciones y el intercambio de información entre estas.

En julio de 2012, la Comisión Europea publicó una propuesta de modificación de UCIT, conocida como **UCIT V**. Esta última modificación fue adoptada por el Consejo y Parlamento Europeo en 2014 y los países tienen plazo hasta 2016 para implementarla. La Directiva UCITS V se centra principalmente en tres aspectos:

1) Régimen jurídico de los depositarios.

- Establece que la función de depositaria podrá ser realizada por entidades de crédito, bancos centrales nacionales y las entidades que hayan sido autorizadas por la autoridad competente del Estado Miembro correspondiente, sujetas a supervisión prudencial y contar con los recursos de capital e infraestructura previstos.
- Prescribe criterios de idoneidad a los depositarios de UCITS, en términos de: acceso, ejercicio de la actividad y régimen de responsabilidad.

2) Política de remuneraciones de los gestores.

- Determina requisitos en la política de remuneración que deben incluir a los altos directivos, el personal que asume riesgos y el que ejerce funciones de control. Entre otros: al menos 40% de la remuneración variable se aplazará en el tiempo en función del periodo de mantenimiento de la inversión recomendado a los inversores.
- Establece exigencias específicas de información que la sociedad gestora debe difundir sobre la política de remuneraciones, ya sea en el KIID de cada UCIT, como otras medidas de difusión en otros canales.

3) Armoniza el régimen sancionador.

- Esto no implica que los Estados Miembros deban imponer nuevas sanciones administrativas para los supuestos de infracción recogidos en la Directiva, si es que dichos supuestos ya están recogidos en sus normativas nacionales como infracciones penales.

5.5.2 Posibilidades de comercialización que otorga el pasaporte UCIT

El pasaporte UCIT se creó como un contrapeso al régimen de autorización y ejercicio de la actividad de gestión que la Directiva UCIT impone a la industria de los fondos de inversión. El pasaporte UCIT:

1. Ofrece a los gestores de fondos la oportunidad de comercializar participaciones de fondos de los países miembros la UE en el país de origen de la sociedad gestora. Para esto, es necesario que la comercialización se realice a inversionistas profesionales y se notifique a los estados miembros los fondos de la UE que se comercializarán. A partir de 2014, será posible la ampliación del mercado a los inversionistas particulares.
2. Establece la posibilidad de la comercialización de fondos de la UE en otro país miembro distinto al país de origen de la sociedad gestora de fondos. El procedimiento es muy parecido al anterior, las sociedades gestoras están obligadas a transmitir a las autoridades de los países en donde se comercializarán los fondos, una declaración en donde se contemple la autorización de gestión del fondo otorgada por la autoridad competente, junto con la estrategia de inversión concreta.
3. Permite a la sociedad gestora la comercialización de fondos de terceros países no miembros, siempre y cuando haya acuerdos de cooperación en el intercambio eficaz de información entre las autoridades competentes del país origen de la sociedad gestora y el país de origen de los fondos. La aplicación de esta facultad entrará en vigencia a partir de 2015.
4. Permite dos formas de operación para las sociedades gestoras: directamente desde el país de origen de la sociedad gestora o mediante el establecimiento de una sucursal.

La ampliación del mercado a los inversionistas particulares (a partir de 2014), será posible siempre y cuando los Estados miembros impongan requisitos más estrictos a las sociedades gestoras. Las sociedades gestoras tuvieron como plazo julio de 2014 para informar a ESMA los fondos que comercializarán entre inversionistas no profesionales y los requisitos adicionales impuestos.

5.5.3 Procedimiento para la autorización de fondos en los países miembros

La gestión de fondos de inversión en los países miembros de la Unión Europea requiere de una autorización previa que permite gestionar fondos de la UE en el país de origen de la sociedad administradora y su comercialización a inversionistas profesionales. Si se

cumplen los requisitos correspondientes, además, es posible comercializar participaciones de los fondos en países miembros de la Unión Europea distintos al país de origen de la sociedad administradora de los fondos, lo cual se conoce como el ***pasaporte UCIT***.

Cada autoridad regulatoria nacional verifica el cumplimiento de los requisitos contemplados en la Directiva UCIT para que las sociedades administradoras estén autorizadas a comercializar fondos en los países miembros, y supervisan su cumplimiento en el tiempo.

European Securities and Markets Authority (ESMA) lleva el registro público central electrónico de las gestoras que tienen autorización para operar en todos los países miembros. Este registro se construye con información periódica enviada por los reguladores locales que incluye: las sociedades administradoras, los fondos administrados y la autoridad regulatoria competente.

Tal como se ha mencionado, el pasaporte UCIT implica que una vez que un fondo ha sido autorizado en un Estado miembro de la Unión Europea, puede ser vendido en cualquier otro Estado miembro sin necesidad de una autorización adicional, siendo necesario únicamente que el fondo UCIT notifique al país de origen del fondo. A continuación se describe cómo opera el procedimiento de notificación:

1. Cuando un fondo (autorizado en su país de origen) va a ser distribuido por primera vez (fuera de su país de origen) debe entregar previamente una ***Carta de Notificación*** a la autoridad regulatoria del país de origen, acompañada de la documentación requerida según la Directiva UCIT: reglamento del fondo, prospecto, último reporte anual y parcial, documento de información para el inversionista (KIID).

La *Carta de Notificación* tiene un formato estándar armonizado con información relevante del fondo UCIT y de la comercialización propuesta en cada Estado miembro de acogida, en síntesis: nombre de la entidad a cargo de la comercialización en el país particular, detalles del agente de pago, detalles de cualquier persona de la que los inversionistas puedan obtener información y documentos, información requerida por el regulador del país de acogida con relación a los detalles de cualquier información revelada a partícipes o agentes, detalle de la utilización de exenciones que puedan estar disponibles en un país en relación con los acuerdos de comercialización.

2. La autoridad regulatoria del país de origen del fondo UCIT es la encargada de revisar el expediente de notificación y comprobar que la documentación presentada está completa y tiene 10 días hábiles, desde la recepción del expediente, para notificar a la autoridad regulatoria del país de acogida.

3. Cuando la documentación es remitida al país de acogida, las autoridades competentes del país de origen notifican inmediatamente al UCIT. A partir de esta notificación, el fondo UCIT puede acceder al mercado del país de acogida.
4. La autoridad reguladora del país de acogida tiene un plazo de 5 días hábiles para avisar al regulador que la información fue recibida en forma correcta. Este regulador hace un chequeo ex post.

5.5.4 Hechos estilizados del mercado de fondos UCIT

Los activos netos de los fondos europeos representaron 31,5% de los activos administrados en el mundo a junio de 2014, ocupando el segundo lugar después de los fondos de Estados Unidos que representan el 49%. Sin embargo, en la Unión Europea hay 34.916 fondos (junio 2014) en comparación con los cerca de 8.000 fondos que hay en Estados Unidos. Los fondos domiciliados en Estados Unidos son en promedio 7 veces más grandes que los fondos europeos, teniendo mayores economías de escala.

Parte de la Directiva UCIT IV ha tratado de corregir esta situación al introducir mecanismos para fusiones de fondos y la creación de estructuras master-feeder.

Cuadro 4. Activos de los fondos de inversión en el mundo, millones de US\$ (participación de mercado, a junio de 2014)*

País	Activos netos, MM USD	Nº de fondos	Participación, según activos
Estados Unidos	15.664.975	7.846	49,0%
Europa	10.092.647	34.916	31,5%
Australia	1.787.828	s.i.	5,6%
Brasil	1.136.976	8.398	3,6%
Canadá	1.030.361	2.976	3,2%
Japón	824.672	5.175	2,6%
China	561.342	1.587	1,8%
Sudáfrica	154.347	1.088	0,5%
México	132.399	484	0,4%
India	127.054	725	0,4%
Chile	41.525	2.383	0,1%
Otros	445.316		1,4%
Mundo	31.999.442	78.033	100%

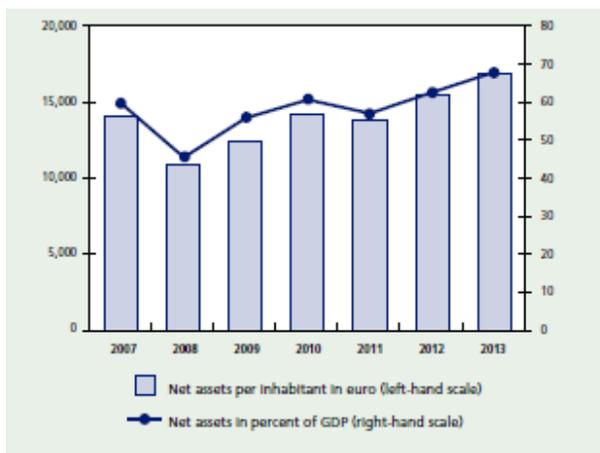
*en el caso de Europa, considera fondos UCIT y no UCIT

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de información publicada por European Fund and Asset Management Association (EFAMA)

Los activos netos de los fondos de inversión europea representaron 70% del PIB en 2013 y alcanzaron 16.800 euros per cápita, ubicándose en niveles superiores a los niveles

previos a la crisis 2008. En 2007, los activos netos de los fondos de inversión europeos, representaban cerca de 60% del PIB, cayeron bajo 50% en 2008, año a partir del cual se recuperan en forma consistente.

Gráfico 1: Activos netos de los fondos de inversión europeos como porcentaje del PIB (eje derecho) y per cápita (euros, eje izquierdo)



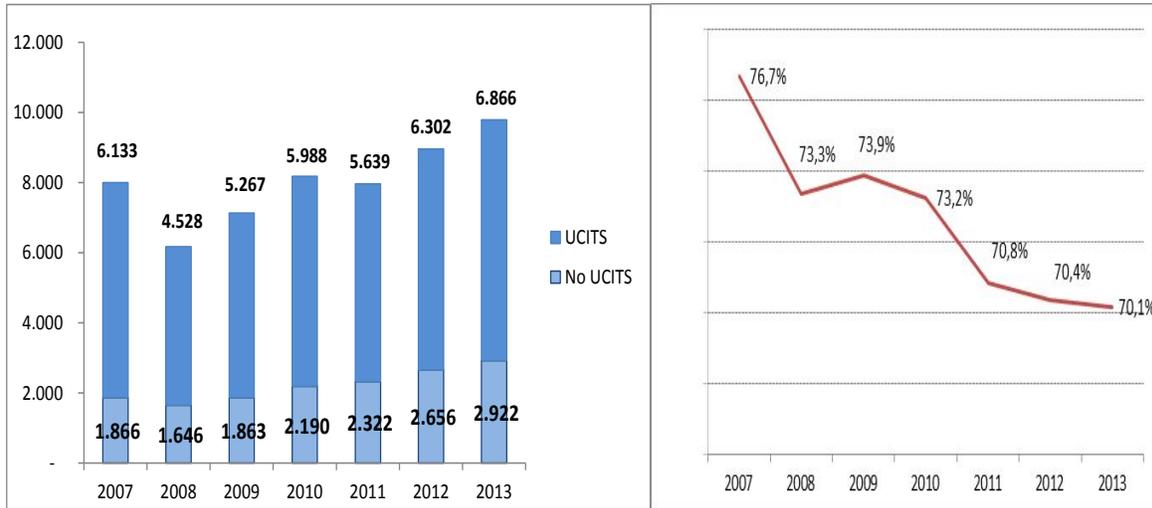
Fuente: EFAMA.

Los fondos UCIT representan actualmente el 70% de los activos administrados por la industria de fondos en la UE. En 2013, alcanzaron 6.866 billones de euros, versus 2.922 billones de euros que representaron los fondos no UCIT.

Si se analiza la tendencia, la crisis de 2008 impactó fuertemente en los fondos UCIT cuyos activos registraron una caída del 26% versus la disminución de 12% que registraron los activos de los fondos no UCIT. En los años 2009 y 2010 la industria se recupera y se sitúa cercana a los niveles pre crisis, pero en el año 2011, la intensificación de la crisis de deuda soberana en la zona euro y el empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales, generó una fuerte caída en la demanda de UCIT a largo plazo. En 2012 y 2013 los activos retoman la tendencia de crecimiento.

La tendencia positiva continúa en 2014, a fines de junio, los activos administrados por fondos UCIT alcanzaron 7.464 billones de **euros**, lo cual supera en 21% al nivel de activos pre crisis.

Gráfico 2. Activos netos de los fondos de inversión europeos en billones de euros (UCIT y No UCIT) y participación de los activos de los fondos UCIT en el total (derecha)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por EFAMA

No obstante lo anterior, la participación de los fondos UCIT ha disminuido en los últimos años, desde 77% en el 2007, 73% en el año de la crisis, un leve repunte en 2009 y una continua disminución de 2009 en adelante. En 2009, el Parlamento Europeo adoptó la Directiva UCIT IV que introduce el pasaporte UCIT y en 2011 es totalmente implementada por los países. Asimismo, empieza la discusión para la adopción de UCIT V. La introducción de mayores requerimientos que realiza la normativa, puede ser la explicación de esta disminución en la participación. Si bien, UCIT mantiene solidez, las modificaciones normativas pueden tardar un tiempo en ser digeridas por los inversores.

Entre los países de la UE, hay distintos grados de penetración de los fondos UCIT. Existen mercados como España, Suecia, Bélgica y Luxemburgo en que los activos netos de los fondos UCIT superan el 80% de los activos netos de todos los fondos domiciliados en ese país. Asimismo, mercados como el de Alemania (19%) o Dinamarca (40%) en que los activos netos de los fondos UCIT representan menos del 50% del total.

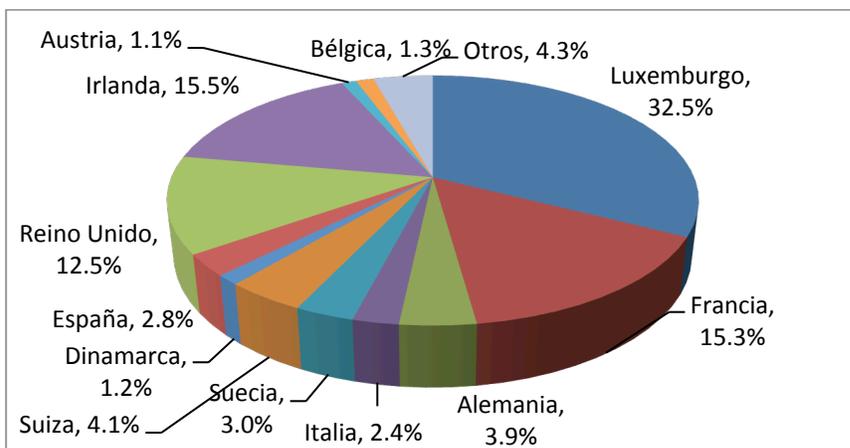
Cuadro 5. Activos netos de los fondos UCIT y no UCIT por país al 30 de junio de 2014, billones de euros

País	Activos Netos (billones de euros)			% UCIT por país
	UCIT	NO UCIT	Total	
Luxemburgo	2.426	429	2.855	85%
Francia	1.142	419	1.561	73%
Alemania	291	1.207	1.498	19%
Italia	176	52	229	77%
Suecia	227	5	232	98%
Suiza	309	76	385	80%
Dinamarca	93	140	233	40%
España	208	5	213	98%
Reino Unido	936	288	1.224	76%
Irlanda	1.157	339	1.496	77%
Austria	80	76	156	51%
Bélgica	97	9	106	91%
Otros	323	323	645	50%
Total	7.464	3.368	10.832	69%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por EFAMA

Cuatro países concentraron el 76% de los activos netos administrados por los fondos UCIT (según el país de domicilio de los fondos): Luxemburgo, Irlanda, Francia, y Reino Unido. Luxemburgo es el mercado más grande de la Unión Europea con una participación de mercado de 32% a junio de 2014, según los activos netos de los fondos domiciliados en ese país. Irlanda, Francia y Reino Unido, representaron: 15,5%, 15,3% y 12,5%, respectivamente.

Gráfico 3. Participación de cada país en los activos netos de fondos UCIT, 30/06/2014



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por EFAMA

Si bien, en el gráfico anterior se muestra el país de domicilio de los activos de los fondos UCIT, estos fondos pueden ser vendidos en: el mercado doméstico y el mercado transfronterizo.

El mercado doméstico tiene lugar cuando el fondo se establece y vende en el mismo país, debido al gran volumen de potenciales inversionistas locales.

El mercado de los fondos transfronterizos, fondos domiciliados en un país y comercializados en otros países, se centra principalmente en torno a Irlanda y Luxemburgo, países que, como se vio anteriormente, son el domicilio del 32% y 15% de los activos netos administrados por fondos UCIT, pero estos fondos se comercializan principalmente en el mercado transfronterizo.

Inicialmente, las condiciones tributarias desfavorables en algunos países europeos en conjunto con las posibilidades de comercialización que permitió el pasaporte UCIT, desencadenó la creación de fondos en estas jurisdicciones. Sin embargo, con el paso del tiempo, la experiencia y conocimientos en ambos lugares se ha solidificado y, con esto, la elección de estos dos países como los domicilios europeos para la distribución transfronteriza de fondos.

En los últimos cuatro años, se ha observado en términos generales una tendencia a la disminución de las ventas domésticas a favor de las transacciones transfronterizas. Francia, que domicilia el 15,3% de los activos de fondos UCIT en 2014, es un buen ejemplo esto, mostrando una preponderancia de las ventas transfronterizas en los dos últimos años. Otro mercado que ha experimentado un comportamiento similar es Reino Unido (domicilio del 12% de los activos).

A continuación se muestra un indicador elaborado por Lipper anualmente durante los últimos 4 años y que muestra, de alguna manera, como las ventas en los mercados transfronterizos (foreign markets) han predominado por sobre las ventas en los mercados domésticos. Si se compara 2010 – 2011, con el período 2012 – 2013, el cambio es evidente. Si bien, esta información corresponde a las ventas netas de los grupos transfronterizos y no a las ventas netas de cada país, es utilizada como un indicador de la evolución del mercado transfronterizo de fondos. No fue posible acceder a los datos con que se elaboraron estos gráficos.

Gráfico 4. Ventas netas de fondos de los grupos transfronterizos, 2010 - 2014

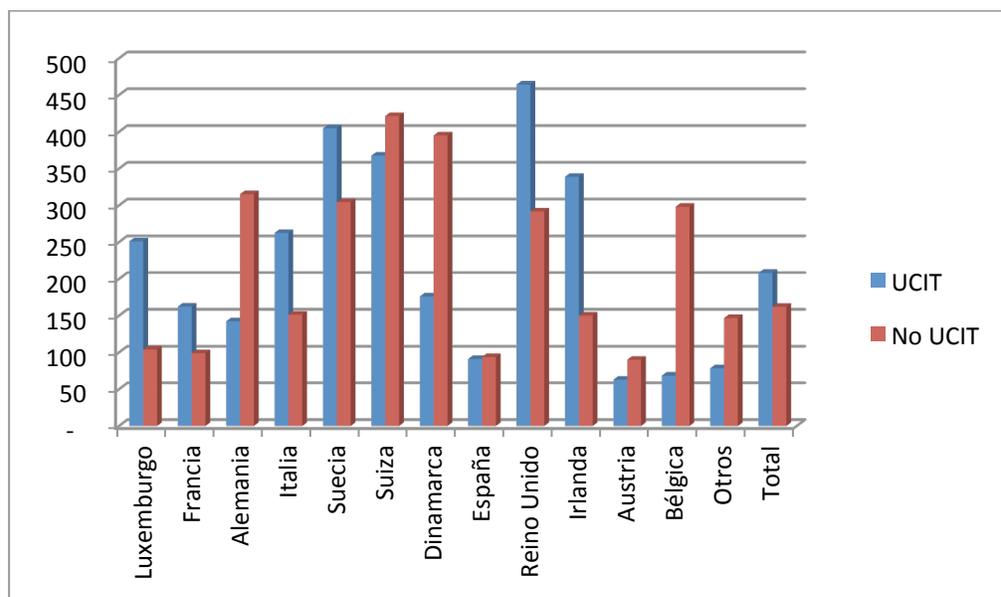


Fuente: Lipper, European Fund Market Reviews 2011 - 2014

Como se mencionó al inicio, el tamaño promedio de los fondos europeos es 7 veces menor que los fondos en Estados Unidos. Entre los países miembros de la UE, el tamaño promedio de los fondos difiere, pero en todos los casos el tamaño es menor que el tamaño promedio de los fondos norteamericanos (1.566 billones de euros, a junio de 2014). En países como Reino Unido y Suecia, los fondos UCIT tienen un tamaño promedio de 464 y 405 billones de euros, respectivamente. En tanto, países como Francia, Luxemburgo y Bélgica, los fondos UCIT tienen un tamaño promedio significativamente menor (162, 251 y 68 billones de euros, respectivamente).

La normativa UCIT IV (implementada en 2011) por medio de la armonización de la fusión transfronteriza de fondos y la regulación de las estructuras master-feeder, busca introducir un cambio en el tamaño de los fondos, sin embargo, aún no es evidente este efecto.

Gráfico 5. Tamaño promedio de los fondos europeos, 30/06/ 2014



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por EFAMA

El marco normativo armonizado de los fondos UCIT ha tenido algún impacto en la mayoría de los mercados del mundo, ya sea a través de la venta directa en una región / país, o a través de gestores de activos de una región / país en particular que han creado sus propios fondos UCIT con el fin de acceder a los mercados en los que los UCIT se pueden comercializar. Administradores de activos de China, Japón, Australia, Estados Unidos y Brasil han establecido fondos UCIT en Europa o registrado fondos UCIT en sus jurisdicciones. El producto UCIT se ha convertido en una marca establecida, reconocida en la industria de gestión de activos en todo el mundo¹².

Europa definitivamente es el mayor mercado para la distribución de fondos UCIT con 67.592 registros en 2013. El 88% de los registros de UCIT se realizaron en Europa, 7,5% en Asia, 3,2% en América (principalmente América Latina: Chile y Perú) y 1,1% en Oriente Medio y Africa. Los 10 países de Europa en los que existen mayores registros de UCIT son: Alemania, Suiza, Austria, Francia, Reino Unido, Países Bajos, España, Italia, Suecia y Finlandia.

Es importante notar que el registro no significa necesariamente una venta de UCITS. Tal como se mencionó en secciones anteriores, cuando un UCITS desea introducirse en un país particular, debe registrarse con su regulador local. Las estadísticas a continuación se relacionan con el número de UCITS que están registrados para la venta en cada país.

Este número, si bien es un buen indicador, puede tener poca correlación con el dinamismo de las ventas en un país particular.

Cuadro 6. Número de registros de fondos UCIT por país y región, 2009 - 2013

	2009	2013	Variación 2009/2013		2009	2013	Variación 2009/2013
Europa	46.358	67.592	46%	Asia	5.775	5.721	-0,9%
Alemania	5.329	7.403	39%	Singapur	2.420	2.418	-0,1%
Suiza	3.792	5.689	50%	Hong Kong	1.430	1.155	-19,2%
Austria	4.282	5.382	26%	Otros	1.925	2.148	11,6%
Francia	3.671	5.261	43%				
Reino Unido	3.482	5.144	48%	América	2.039	2.415	18,4%
Holanda	3.678	4.986	36%	Chile	1.317	1.466	11,3%
España	3.559	4.297	21%	Perú	589	767	30,2%
Italia	3.081	4.232	37%	Otros	133	182	36,8%
Suecia	2.358	3.628	54%				
Finlandia	1.904	3.027	59%	Oriente Medio	1.008	565	-43,9%
Bélgica	1.927	2.477	29%	Bahrain	903	434	-51,9%
Noruega	1.727	2.262	31%	Líbano	16	69	331,3%
Dinamarca	1.071	1.932	80%	Oros	89	62	-30,3%
Portugal	1.043	1.497	44%				
Grecia	551	938	70%	Africa	129	277	114,7%
Liechtenstein	533	677	27%	Sudáfrica	122	197	61,5%
Otros	4.370	8.760	100%	Otros	7	80	1042,9%

Fuente: Lipper for Investment Managers (LIM)

Como se observa en el cuadro anterior, la mayoría de países en Europa registran un incremento importante en el número de registros de UCIT entre 2009 y 2013, lo cual coincide con la simplificación del proceso de notificación que introduce el pasaporte UCIT en este período.

5.6 PRINCIPALES CONCLUSIONES DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EUROPAÇ

En síntesis, el proceso de integración financiera en Europa ha sido construido sobre un número básico de herramientas de política, las cuales se repiten en los mercados analizados:

1. Armonización normativa
2. Reconocimiento mutuo y mecanismos de cooperación entre reguladores
3. Delegación de autoridad en el país de origen
4. Políticas que propenden una mayor competencia

Estas cuatro herramientas en conjunto han facilitado la integración en este mercado. La armonización normativa y el reconocimiento mutuo entre reguladores son la base del sistema, pues permite que sea posible la delegación de autoridad en el país de origen

que, a su vez, facilita el registro de empresas y productos en los mercados financieros de los países miembros.

La **armonización normativa** plantea el desafío de cuánto armonizar, pues una armonización completa no es práctica y es necesario dejar un amplio espacio de implementación para las diferencias a nivel nacional.

Es importante considerar que el funcionamiento del sistema financiero es afectado por leyes que dependen de los fundamentos legales de cada país, incluida su constitución. No sólo las leyes y la constitución difieren entre países, los principios legales básicos y las apreciaciones jurídicas reflejan diferentes tradiciones. Como resultado, las políticas de integración financiera, necesitan construir un marco legal considerando los diferentes sistemas legales, lo cual pone relevancia a la interrogante sobre cuánto armonizar.

Con relación a la armonización, es importante destacar de esta experiencia, la existencia de un proceso para la toma de decisiones regulatorias y legislativas en niveles (proceso Lamfalussy) que limita la fase legislativa a la aprobación de directivas marco y deja los detalles marco de la implementación para ser abordados por comités técnicos y, finalmente, la adaptación de la legislación a nivel nacional, a los reguladores nacionales y bancos centrales.

Este proceso requirió de un fortalecimiento significativo de la cooperación entre las autoridades nacionales para evitar el riesgo de “renacionalización” de la regulación en las últimas fases. Fue relevante la existencia de un Comité de Reguladores que fomente la cooperación de las autoridades nacionales en el diseño de medidas de implementación de la normativa, que permitieron a su vez lograr convergencia en las prácticas de supervisión, preservar la cohesión de la normativa acordada y evitar que esta se diluya en la implementación nacional.

La armonización normativa en los mercados analizados se centró en algunos temas:

1. Protección al inversionista: Información armonizada que se debe entregar al inversionista sobre el producto de inversión, sistemas de clasificación de clientes (armoniza criterios para definir clientes profesionales y minoristas, asociado a un nivel de protección), requisitos para las sociedades de inversión para evaluar en los inversionistas la conveniencia e idoneidad de una inversión, entre los principales.
2. Transparencia: Requisitos armonizados de transparencia antes y después de la ejecución de una orden, armonización de la información que debe entregarse a los clientes al respecto, obligación de publicar datos de operaciones fuera de mercados regulados.
3. Regulación de la autorización, comportamiento y procedimientos de trabajo de empresas de valores: armoniza condiciones de autorización y funcionamiento de

empresas de inversión, requisitos que deben cumplir sociedades administradoras de fondos, etc.

Los **mecanismos de cooperación** entre supervisores, establecen disposiciones sobre el intercambio de información entre autoridades, deberes de asistencia y cooperación. Los mecanismos de cooperación efectivos permiten la competencia de empresas y productos financieros entre los Estados miembros, así mismo, en combinación con una armonización normativa mínima, facilitan la delegación de autoridad en el país de origen. En el caso de la industria de fondos, los acuerdos de reconocimiento mutuo (y la delegación de autoridad en el país de origen) han operado y han propiciado en gran medida el desarrollo de un mercado transfronterizo importante.

Las **políticas de competencia** se construyen de manera similar en los mercados analizados, sobre la base de un “pasaporte” que consiste en la autorización para operar en los países miembros, sobre la base de la autorización en el país de origen. Entre las principales políticas de competencia, se puede destacar: pasaporte transfronterizo para empresas o profesionales que prestan servicios o realizan actividades de inversión, pasaporte para diversos tipos de fondos armonizados de inversión, pasaporte único para emisores de acciones y bonos corporativos sobre la base de prospectos aprobados por las autoridades regulatorias del país emisor.

Finalmente, es importante destacar, las **iniciativas que surgen en forma descentralizada** desde el sector privado y que se anticipan a la armonización normativa, tal es el caso de **EURONEXT-NYSE, OMX Group, Deutsche Borse Group, London Stock Exchange Group**, entre las principales.

El caso más significativo por su alcance es el de EURONEXT que tiene algunas características relevantes para una eventual integración en América Latina:

- se produjo en forma descentralizada (no fue guiada por los reguladores de los países) sobre la base de una estructura de red técnicamente uniforme,
- se armonizaron las reglas de negociación entre los países, pero cada mercado local continúa siendo regulado por las respectivas autoridades nacionales,
- la aplicación de reglas de negociación es monitoreada por Euronext,
- los mercados locales representan “puntos de entrada” para acceder al mercado integrado, cada mercado local está sujeto a la regulación doméstica y a la supervisión de las autoridades locales, para inversionistas, emisores e intermediarios, el punto de entrada local determina la regulación aplicable,
- se establecen acuerdos de cooperación y entendimiento que convocan a los reguladores de todos los mercados involucrados con el fin de mantener la supervisión de este nuevo actor global.

6 HOJA DE RUTA PARA LA ARMONIZACIÓN CONCEPTUAL DE LAS REGULACIONES

El paradigma de integración financiera internacional es el que desde hace décadas vive Europa. Evidentemente, este descansa en un proyecto más amplio de integración política y económica incluyendo libertad de movimiento de personas. La integración financiera europea se enmarca entonces dentro de un contexto mucho mayor y es el resultado de un proceso muy largo.

En América Latina, la regulación financiera ha ido convergiendo en forma significativa desde 2012, año en que se difundió el **Primer Relatorio de Integración Financiera** desarrollado para BRAiN por Chile Capital. Como se puede ver al comparar dicho informe con la situación actual, el proceso de integración en los mercados dirigidos a inversionistas calificados ha avanzado de manera importante, no obstante lo cual puede todavía ser perfeccionado.

Si bien las políticas macroeconómicas (monetarias, cambiarias y fiscales) son en general más coherentes con economías más integradas financieramente, el entorno de crecimiento y flujos de capital es desafiante para la región. El término del *quantitative easing* en Estados Unidos genera en los países de nuestra muestra una natural necesidad de aumentar su atractivo para los inversionistas. Mostrar un continente más integrado, con regulaciones mejores y más armoniosas es una importante fuente de atraktividad para inversionistas, en particular para los institucionales.

Entre las medidas que este informe sugiere considerar para perfeccionar el panorama regulatorio latinoamericano se destacan las siguientes:

En primer lugar, para una mayor integración financiera es importante que las regulaciones latinoamericanas converjan en un sentido sustancial, no necesariamente literal. Es decir, no se trata de buscar que los países sean regidos por las mismas regulaciones sino que éstas busquen similares objetivos, usen instrumentos comparables y con intensidad parecida. Sin embargo, este proceso de convergencia eventualmente ocurre entre centros financieros que compiten entre sí y dicha competencia podría darse en el plano de los estándares regulatorios pero desafortunadamente en el sentido menos deseable: hacia estándares más bajos. Por ello, la agenda que propone este informe sugiere que la convergencia en el “espíritu” de las regulaciones sea hacia los mejores estándares regionales, estrategia que hemos denominado de “altas cumbres”. Un esquema de regulaciones que compartan sustantivamente el mismo espíritu y de altos estándares propenderán hacia una mayor eficiencia: dando mayor seguridad a los inversionistas, mejorando la competencia en los mercados locales, favoreciendo la innovación, disminuyendo los costos de transacción, mejorando la rapidez y seguridad con que se realizan las transacciones. En esta sección haremos varias propuestas que permitan avanzar en este aspecto en los mercados de acciones, fondos y deuda.

En segundo lugar, se requiere de un proceso de fortalecimiento de los mecanismos de competencia interna para que los beneficios de la integración percibidos por los inversionistas institucionales, lleguen a los inversionistas minoristas o retail. Esto supone

mejorar varios niveles: en la oferta de valores, demanda de valores y en la intermediación financiera. En cada uno de estos niveles hay dimensiones especiales hay que profundizar, pero que no forman parte de este informe.

En tercer lugar, aún en el caso de lograr avanzar en materia de regulación financiera, tema de este estudio, persiste una gran distorsión en los servicios financieros en la región que es su tratamiento tributario, tal como quedó sugerido en el primer informe de ChileCapital consultores de 2012. Así, parece necesario sugerir a los países interesados en integrarse financieramente pensar en una forma de convergencia en el tratamiento tributario de los servicios financieros. Esto no quiere decir – y de hecho no recomendamos – avanzar a a liberación del pago de impuestos a estos servicios. Es recomendable que haya coherencia en el tratamiento tributario para las transacciones financieras (ganancias de capital, utilidades, dividendos), mediante alguna convergencia de las tasas impositivas y de los principios de un sistema de administración tributaria, es decir, en lo referente a las retenciones y declaraciones que cada inversionista debe hacer. El espíritu que debiera animar esta convergencia es que, hasta donde sea posible, las diferencias entre un mercado de valores y otro no se expliquen por diferencias de tratamiento tributario al capital sino por mejores regulaciones.

En paralelo con el tema tributario, hay que resaltar que todavía hay aspectos relacionados con la regulación de los movimientos de capitales que son de importancia. Este tema no ha sido sujeto de un estudio formal por parte de ChileCapital Consultores, pero las conversaciones casuales con operadores del mercado sugiere que este es un tema que también requiere un tratamiento específico. Tal como en el caso tributario el objeto de la regulación no era desatar una guerra tributaria que diera ventajas artificiales a un mercado sobre otro, en el caso cambiario el objeto de la regulación debiera ser buscar instrumentos que le otorguen a los bancos centrales formas de regular efectivamente los flujos de capitales y el tipo de cambio – si esa fuera la decisión de política económica de las autoridades – pero minimizando el impacto sobre el desarrollo de largo plazo del mercado de valores.

Los aspectos tributarios y cambiarios no son el tema de este estudio, pero parece importante señalar que son aspectos relevantes y que merecen una atención preferencial a la hora de armar una agenda comprehensiva de integración financiera en América Latina.

Considerando la estrategia y marco conceptual planteados en el primer capítulo de este informe, desarrollamos a continuación una propuesta de acciones que podrían profundizar el proceso de integración latinoamericana en el plano financiero.

Las propuestas buscan ser implementables en plazos lo más breves posibles (que en cualquier evento se deben medir en años) pero dentro de un contexto totalmente distinto del europeo: no hay un proyecto de unión política que le entregue a la integración financiera una prioridad política particular. Esto quiere decir que es improbable que los países puedan encontrar “espacio legislativo” para cambios de leyes de alguna magnitud

relevante. Esta observación/supuesto nos lleva a utilizar en las propuestas que siguen dos conceptos de fondo:

- Promover los más altos estándares (“altas cumbres”), entre aquellos existentes en los países considerados y que constituyen en la práctica las condiciones necesarias mínimas que pueden adoptar rápidamente los países para crear el mercado integrado. La idea es que dichos estándares no se traduzcan en costos cuyo beneficio no es efectivamente percibido o valorado por los inversionistas, oferentes y reguladores. Esta estrategia no se deduce únicamente de que, como dijimos antes, mercados pujantes y sofisticados son posibles gracias a la implementación de altos y eficientes estándares regulatorios, sino porque al adoptar altos estándares se reducen los espacios para el arbitraje regulatorio evitando que con al menos dos consecuencia negativas: desprestigio del mercado y generación de incentivos opuestos a la integración por parte de los reguladores, legisladores o agentes del mercado. La estrategia de “altas cumbres” además minimiza – dentro de los escasos grados de libertad existentes – la necesidad de recurrir a modificaciones legislativas para poder avanzar en este proceso.
- Los estándares finalmente promovidos, en la medida que no sean de naturaleza legal, deben ser adoptados voluntariamente por los participantes del mercado. Para que estos acepten voluntariamente someterse a estándares mayores, es preciso que haya un incentivo. Dicho incentivo proviene precisamente de la potencialidad que se abre frente a un mercado unificado. Este es el incentivo que se intenta diseñar en este informe.

Así, veamos entonces las propuestas específicas en los distintos mercados.

6.1 OFERTA DE VALORES Y TRANSACCIONES DE VALORES EXTRANJEROS

La medida de más fácil despacho – un “quick win” – consiste en mejorar las condiciones de oferta de valores extranjeros en los mercados locales. Esto permitiría expandir rápidamente la oferta de instrumentos en los mercados locales provenientes de los países de la región lo que daría incrementar la cercanía entre inversionistas y emisores en los países de la región.

Partiendo de la premisa que un estándar en materia de oferta de valores debe facilitar la integración de los mercados y, por ende, debe ser simple y de muy bajo costo para quien quiere inscribir y ofertar un valor en su mercado, en especial teniendo en consideración que quien asuma el costo no necesariamente percibirá el beneficio, la solución implementada por Chile en la NCG N°352 y en la Resolución Exenta N°246 de 2014, pareciera ser eficiente.

Con dicha solución basta con el acuerdo entre reguladores para que con la sola inscripción del valor en su mercado de origen el valor quede “automáticamente inscrito” (la inscripción está exceptuada) en el mercado local. Esta solución puede imponer una gran

responsabilidad en el regulador local, ya que tendrá que realizar la excepción en base a un análisis caso a caso ya que descansa en las protecciones que tiene el mercado de origen del valor y en la supervisión del regulador de dicho mercado, no obstante, el MILA ya ha avanzado en este sentido en los mercados que lo integran, faltaría la adhesión de Argentina, Brasil y México.

Con excepción de Colombia y Perú, en que existe una prohibición particular de transar instrumentos distintos a las acciones en el Mercado Integrado, en el resto de las jurisdicciones no existe otra limitación de la misma naturaleza. Lo anterior, sin perjuicio que, dependiendo de las condiciones bajo las cuales el valor hubiere sido inscrito o de las protecciones del mercado de origen del emisor, los valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados, situación que ocurre en todas las jurisdicciones analizadas.

En tal sentido, el estándar que propendería a la integración de los mercados es aquel actualmente implementado en las jurisdicciones (salvo en el caso de Colombia), que permite transar sin limitaciones todo tipo de valores extranjeros en el mercado local (deuda, acciones, cuotas de fondos), sujeto a que sólo puedan participar inversionistas calificados en aquellas situaciones en que los riesgos inherentes a tales transacciones no sean comprensibles para el público en general. No obstante que, en la práctica, para aquellos emisores de Brasil que no provean información en castellano, por las obligaciones existentes en el resto de los mercados, las ofertas y negociaciones de valores de ese mercado quedarían limitadas a inversionistas calificados.

Finalmente, y teniendo en consideración que la inversión de los fondos de pensiones y compañías es relevante para la liquidez y profundidad de los mercados emergentes o en vías de desarrollo como es el caso de las jurisdicciones analizadas, soluciones como las implementadas por Argentina y Brasil, en que se señala expresamente que para efectos de dichas limitaciones se considerarán emitidos en el mercado local aquellos provenientes de países con los que se cuenten con acuerdos comerciales o pertenecientes a una alianza determinada, sería un estándar adecuado que no solo fortalecería las relaciones comerciales entre los mercados sino que daría mayor profundidad y liquidez a un mercado integrado.

6.2 DESARROLLO DE UN “SEGMENTO DE MERCADO ACCIONARIO HOMOGENEO”, (HOLA, HOMOGENEOUS LATIN AMERICAN MARKET)

Si bien es interesante que un valor emitido en la región pueda ser ofrecido en cualquier jurisdicción, el potencial de inversiones es de todas formas limitada por al menos dos razones: la base de inversionistas es reducida y la diversificación de riesgos que obtiene un inversionista comprando activos en el país vecino es limitada. Sin embargo, lo que sería interesante es crear condiciones para atraer masivamente inversionistas a los mercados locales de acciones, fondos y deuda pero de inversionistas residentes afuera de los países de la región. Estos inversionistas enfrentan sin embargo un enorme costo de transacción cuando enfrentan Latinoamérica: son muchos países y cada país tiene reglas distintas.

La propuesta en esta sección busca crear condiciones que reduzcan sustancialmente los costos de información al invertir en América Latina: desarrollar en cada bolsa nacional un segmento de mercado, que podríamos denominar por el momento “HOLA”, cuyas características son idénticas en todas las jurisdicciones participantes. Es decir, cuando un inversionista extranjero transe un valor en el segmento HOLA en el país A, B o C lo haría con las mismas reglas del juego transaccional, de valorización, custodia, de gobierno corporativo del emisor, etc... Tales reglas serían elegidas siguiendo el criterio de “altas cumbres” en los países de la región.

El desarrollo de un mercado accionario unificado en América Latina tendría efectos positivos sobre las empresas de la región. Hay al menos dos razones para ello que, adicionalmente, se retroalimentan.

- Primero, un mercado homogéneo latinoamericano tendría a los ojos de los inversionistas una visibilidad que excede con lejos lo que cada mercado individual puede obtener. Esto sugiere que en cierto sentido se benefician más de esta visibilidad los países más pequeños.
- Segundo, lo anterior se refuerza si además dicho mercado unificado se define por estándares de funcionamiento eficientes superiores a los que tienen los mercados nacionales. Dichos estándares superiores deberían buscar dar mejores condiciones a esos potenciales inversionistas minoritarios.

El problema es que para llegar a un mercado totalmente unificado se necesitarían grandes reformas legales que ningún país está en condiciones de asegurar. Para poder avanzar, se hace necesario estudiar alternativas.

La primera precisión que hay que hacer respecto de esta propuesta es que más que unificar los mercados se trata de:

- (i) crear en los diversos mercados bursátiles de los países latinoamericanos *un segmento de mercado definido idénticamente* desde la perspectiva de los inversionistas. Esto quiere decir que en dicho segmento debe haber uniformidad de estándares para *emisores* y para *intermediarios*,
- (ii) permitir la interconexión entre las bolsas de la región siguiendo la forma como opera MILA, el Mercado Integrado Latino Americano formado por las bolsas de Comercio de Santiago, de Valores de Colombia y de Valores de Lima. Veamos con algo de detalle estos dos aspectos.

6.2.1 Un segmento bursátil idéntico: reglas para emisores

La primera dimensión de la integración se refiere a que cuando un inversionista adquiera valores en un país o en otro, las reglas de gobierno corporativo de todos los emisores sean iguales. Se trata de seleccionar dentro de la región los mejores estándares y requerir a aquellos emisores que quieren estar dentro de este segmento que voluntariamente adecúen sus estatutos de manera de adoptar estos estándares. Como se trata de los estándares eficientes superiores existentes en la región no debiera haber, en general, objeción a adoptarlos.

Los estándares de gobierno corporativo propuestos para los emisores se resumen en la siguiente tabla y el detalle se puede ver en el anexo:

Item	Estándar
Directorio	
Número de miembros	No hay gran diferencia en la región: mínimo 5 y hasta 11.
Definición de independencia	La más estricta norma legal es la chilena que sería la que habría que adoptar.
Número de directores independientes	20%, el estandar del Novo Mercado
Cesión del control	Condiciones conseguidas por contadores se extienden a todos los minoritarios que quieran salir con el controlador.
Tipos de Acciones	Empresas solo pueden emitir acciones comunes
Comité de Directores	Debe existir uno
Presidencia	Presidido por un director independiente
Transacciones con partes relacionadas	Debe visar las transacciones con partes relacionadas
Designación auditores externos	Debe designar los auditores externos
Transacción por insiders	Información al mercado debe ser dentro de 24 horas de hecha la transacción. La compañía debe definir una política de blackouts para todos los insiders
Arbitraje y resolución de conflictos	El emisor debe resolver sus conflictos en Cámaras de Arbitraje del país donde se produzca la queja
Informaciones Periódicas y Eventuales	
Norma aplicable a los EEFF	IFRS o US GAAP
Periodicidad de los EEFF	Lo mínimo es la entrega anual con los EEFF del año anterior. Cada compañía puede agregar un calendario adicional
Relación con analistas	Una reunión anual como mínimo, pre anunciada y con disposición pública de la información entregada a ellos.

6.2.2 Un segmento bursátil idéntico: reglas para inversionistas

Respecto de los inversionistas en este segmento, dado que se trata de uno con estándares de defensa de los intereses de minoritarios que es superior a los estándares de cada país, el segmento unificado debe estar abierto a todos los inversionistas, incluyendo a los clientes de retail. Sin embargo, un elemento que ha probado ser crítico en los intentos de integración de bolsas en la región es el requerimiento legal, hoy existente solo en Brasil y Colombia, respecto de que sea conocido por la bolsa y los reguladores, el inversionista beneficiario final de las transacciones en este mercado. Este fue uno de los problemas críticos que dificultó la integración operativa de BMF&BOVESPA y la Bolsa Mexicana de Valores.

Desde la perspectiva de los mejores estándares que se quieren promover con esta agenda de integración, la existencia del beneficiario final es ciertamente preferida.

La forma de solucionar esto la dio la creación del MILA, ante la obligación de contar con información del beneficiario final por parte de Colombia y Perú, las bolsas y los reguladores encontraron una solución de carácter privada y regulatoria que finalmente se sostuvo en los convenios suscritos entre las bolsas y depositarios, y en los contratos celebrados entre los intermediarios participantes del mercado. En tales convenios y contratos las partes respectivas se comprometieron a intercambiar información respecto al beneficiario final ante requerimiento de la autoridad del mercado correspondiente.

6.2.3 Integración operativa de los mercados nacionales: bolsas

Una vez creados los segmentos en los diferentes mercados, conviene que operativamente dichos mercados tengan mayor fluidez operacional. Este esfuerzo ya se ha completado en el proyecto MILA y se ha intentado en el contexto de la integración de BMF&BOVESPA con la Bolsa Mexicana de Valores y de estas dos con la Bolsa de Comercio de Santiago. La integración de la BMV y BCS está a la espera que se resuelva un problema tributario en Chile según el cual la exención del impuesto a las ganancias de capital a empresas con alta presencia bursátil solo se aplica a acciones transadas en una bolsa reconocida por la SVS. Con la Ley de Gobiernos Corporativos, se precisó que el beneficio es sólo para acciones de sociedades anónimas nacionales. Ya no existe la referencia en la ley a la enajenación en bolsas extranjeras autorizadas por la SVS

6.2.4 Desarrollo de un Latinamerican Depositary Receipts (LADR)

Cuatro de las seis jurisdicciones analizadas cuentan con regulación especial para los certificados de depósito de valores extranjeros, no obstante, como se revisó en el informe, todas ellas difieren. Si bien, las regulaciones de Argentina, Brasil, Chile y México son disímiles en lo que se refiere a los mercados a los que se pueden dirigir las ofertas de SDRs y en cuanto a las obligaciones que nacen de quien solicita o patrocina la inscripción de los valores, todas las exigencias constan en normativas de los reguladores, razón por la que *bastaría de la sola voluntad de éstos para uniformar tales obligaciones a objeto de facilitar la existencia de un LADR.*

Una solución que debiera poder implementarse en el corto plazo, es la incorporación en las regulaciones de esas jurisdicciones un esquema similar al empleado en Brasil (BDR Nivel 1) y Chile (Mercados No Reconocidos), en que para la inscripción del LADR baste con la voluntad de un tercero que se comprometa a entregar la misma información que el emisor provee a sus mercados y en que la oferta eventualmente quede limitada a Inversionistas Calificados.

No obstante, dicha solución podría requerir de la modificación de las normativas, con cambios menores en el caso de Brasil (ampliar el mercado objetivo a Calificados), la dictación de la normativa en Chile (para LADR emitidos por custodios locales chilenos, ya que los emitidos por extranjeros no tendrían necesidad de reformas), de una adecuación de la normativa en Argentina y México (reconocer esa nueva modalidad de registro y simplificación de los requisitos), de una modificación al Decreto Unico en el caso de Colombia y la dictación de la normativa respectiva en el caso de Perú (al amparo de la facultad entregada a la SMV por la ley 30.050).

Al respecto, cabe destacar que a la luz de la experiencia que se puede observar con motivo de la integración de los Chile, Colombia y Perú en el marco del MILA (y México, recientemente), en efecto ante la existencia de diferencias regulatorias y la voluntad de las partes involucradas (sector público y privado), las jurisdicciones tienden a buscar soluciones comunes y adaptar sus regulaciones en aras a facilitar el proceso de integración de mercados.

6.3 DESARROLLO DE UN MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA INTEGRADO

El desarrollo del mercado de deuda corporativa es importante en varias dimensiones. Primero, es un instrumento de financiamiento con características diferentes de los instrumentos de crédito bancario tradicional. Su desarrollo entonces significa un proceso de completar mercados. Segundo, al fortalecer la liquidez de instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo, permite que la fijación de precios en dichos plazos sea más eficiente y pueda ser utilizado como referencia para otras transacciones financieras. Tercero, desde la perspectiva de los inversionistas, el bono corporativo tiene una atractiva mezcla de buen nivel de seguridad pero con tasas de rentabilidad superiores a los bonos estatales.

La integración del mercado de deuda corporativa puede dividirse en tres procesos, cada uno de los cuales debe tratarse en forma separada:

- a. **Desarrollo del mercado de Deuda Corporativa local.** El mercado de deuda corporativa, de emisores e inversionistas locales, está bastante subdesarrollado en América Latina con las excepciones de Chile y en alguna medida Colombia. Para poder aspirar a tener un mercado de deuda corporativa integrado hay que partir por señalar las condiciones que se requieren para que este mercado se desarrolle en los mercados locales, se considera necesario avanzar en las siguientes direcciones:
 - Consolidar una política fiscal responsable y asignar como una tarea del financiamiento del Estado el establecimiento de una curva de rendimiento completa y bien comportada.
 - Consolidar una base de inversionistas institucionales que generen demanda por instrumentos de deuda de largo plazo. Entre estos está la

industria de Fondos no previsionales (fondos mutuos, de inversión), fondos de pensión y compañías de seguro de vida.

- Optimizar los mecanismos de registro y autorización de bonos corporativos. Procedimientos de registro y autorización largos, impredecibles y burocráticos, reducen sustancialmente el interés de los emisores por utilizar este tipo de instrumentos, toda vez que la posibilidad de acceder a crédito bancario usualmente se presenta como una opción ágil y eficiente.
- Desarrollar el mercado de derivados sobre tasas de interés de manera de promover la inversión en este tipo de instrumentos.

b. Facilitar la emisión de deuda en el mercado donde está el inversionista.

Esta emisión puede hacerse:

- En la moneda del mercado de la emisión: Este tipo de bonos está normalmente dirigido a los inversionistas presentes en dicho mercado. Si se realiza en la moneda del mercado local, se trata de un bono de un emisor extranjero. En América Latina reciben como nombre Inca o Huaso bonds. Daremos como nombre genérico a estos instrumentos los Latinbonds.
- En otra moneda distinta de la que se usa en el mercado de la emisión: este es el denominado Eurobono.

c. Facilitar la inversión en bonos emitidos en otro país. Bajo la óptica del informe, lo que interesa es que los inversionistas locales puedan invertir en títulos de deuda emitidos en algún mercado dentro de la región.

d.

El ideal es que estos procesos se puedan desarrollar, ya que la completitud de los mercados requiere que quien tenga una necesidad financiera pueda encontrar, a un precio razonable, a quién tenga la necesidad opuesta.

6.3.1 Protecciones para los tenedores de deuda

Un segmento común de cotización de títulos de deuda, podría requerir de la homologación de los contenidos del contrato de emisión (o un contrato tipo que contuviera todas y cada una de las cláusulas exigidas por el marco jurídico de todos los países – no obstante que son bastante similares), y de la contratación de al menos dos clasificaciones de riesgo. No obstante, no es claro que para tales emisiones pueda contarse con un mismo representante de los tenedores de títulos, principalmente porque las exigencias, responsabilidades e incompatibilidades para su designación, están contenidas en las

disposiciones legales de cada marco jurídico, lo que puede implicar que en cada una de ellas deba designarse un representante distinto.

En esa línea, podría resultar más eficiente que a esos títulos se les diera un tratamiento equivalente que al de las acciones, tanto para su inscripción como para su oferta al amparo de las normas de oferta de valores extranjeros. Esto último permitiría que esos instrumentos fueran emitidos en jurisdicciones con menos carga regulatoria y ofrecidos en el mercado integrado bajo las normas comunes de reconocimiento descritas en el presente informe.

6.4 PASAPORTE LATINOAMERICANO PARA GESTORES DE FONDOS

Europa es donde la idea de integración financiera ha llegado más lejos. Hoy la industria de administración de fondos tiene un marco legislativo común (la Directiva UCITS). Esto permite hoy a una administradora domiciliada en un país de la zona euro poder distribuir sus fondos a inversionistas retail en toda Europa. En este sentido, se dice que las administradoras europeas tienen un “pasaporte para sus productos”.

La Directiva UCITS contempla elementos que no existen en América Latina. Por ejemplo, una definición común de los activos subyacentes a un tipo de fondo, autorización a nivel continental del ámbito de acción de los gestores, condiciones comunes que permiten la gestión de activos en terceros países dentro del continente.

De cualquier forma, la propuesta que sigue no considera la posibilidad de una integración mayor de marcos legislativos de los países latinoamericanos. La viabilidad de establecer en la región un sistema a la europea es baja. Esto, sin embargo, no quiere decir que ese sea el norte hacia donde debiéramos avanzar.

La propuesta que sigue constituye lo más que se puede avanzar en el establecimiento de un sistema de pasaporte latinoamericano que, respecto del pasaporte europeo, guarda una muy lejana similitud. Los componentes del mecanismo denominado “pasaporte latinoamericano” serían los siguientes:

- b) El marco de negocios parte con un conjunto de gestoras de fondo de diversos países que firmen un acuerdo para avanzar en un proceso de integración de la industria de fondos. Dicho marco de negocios es presentado a las autoridades nacionales respectivas y a los foros internacionales que corresponda.
- c) El marco institucional está dado por la negociación y firma de acuerdos de reconocimiento mutuo entre las autoridades supervisoras, ya existentes entre algunos de los países de la región en el marco del MILA.
- d) Desde la perspectiva regulatoria, siguiendo la lógica de “altas cumbres” es necesario llegar a acuerdos respecto de:

- a. Establecimiento de condiciones de elegibilidad de administradoras basado en criterios de solvencia (capital mínimo), gobierno corporativo y control de riesgos. Quienes voluntariamente adhieran a estos estándares comunes entre los países participantes podrán ofrecer sus productos dentro de los países signatarios, sin la necesidad (vigente actualmente) de constituir una filial con un requerimiento adicional de capital en cada país de destino.
- b. En función del marco legislativo de cada país, las administradoras elegibles tendrían la posibilidad de hacer colocaciones privadas de instrumentos (private placement) y en otras de forma pública.
- c. La oferta de productos solo podrá ser hecha entre inversionistas calificados y debiera haber una regulación mínima respecto de la información que deba ser entregada. Esto supone coordinar las diferentes definiciones de inversionistas.
- d. La gestora de fondos deberá garantizar que el sistema opere como entrega contra pago.
- e. La custodia de los valores deberá encargarse a una institución que le permita al inversionista extranjero tener acceso directo e inmediato a la cuenta donde están sus activos.
- f. Finalmente, todos los participantes deberán acogerse a un sistema de resolución rápida de conflictos que evite a un inversionista extranjero los costos de involucrarse en largos y penosos trámites judiciales en el país donde tiene sus inversiones financieras.

6.4.1 Condiciones de Solvencia

Según las exigencias de las regulaciones vigentes de cada país, para que una administradora pudiese, por medio de la constitución de filiales en las distintas jurisdicciones, actuar como gestora de fondos, requeriría de al menos USD\$1.000.000, además de garantías y capital variable en función de los patrimonios administrados, que, en extremo, podrían alcanzar, en garantías, al 5% de los patrimonios administrados y, en capital, al 25% de los patrimonios administrados.

Una Administradora no tiene un compromiso patrimonial con los dueños de los fondos, por lo que consideramos recomendable para hacer más eficiente el proceso de integración que ha empezado a gestarse con la existencia de Administradoras multilaterales, que aquellas Administradoras que hubieran cumplido el requisito de capital mínimo establecido dentro de las condiciones de elegibilidad para obtener el Pasaporte Latinoamericano, no requieran constituir un capital mínimo adicional (al capital mínimo constituido en el país de origen) para la gestión de fondos constituidos en otros países de la región. Esto podría constituir un cambio legal en varios países.

Es importante considerar, sin embargo, que una Administradora con mayor solvencia patrimonial está en condiciones de contratar personal más experto, financiar mecanismos de control de riesgos más sofisticados, adoptar mecanismos de gobierno corporativo que entregue mayores garantías. Por lo cual, es necesario definir como requerimiento de capital mínimo, el estándar más alto existente en los países de la región. Actualmente, la mayor exigencia es la de México (US\$ 830.000), sin embargo, en Argentina, Perú y Chile, dada las exigencias adicionales de capital variable, según fondos administrados, y de garantías, el capital mínimo podría alcanzar esos niveles.

En este sentido, un requerimiento de capital mínimo (y único) para poder acceder al pasaporte latinoamericano no es una mala idea. La pregunta es si dicho nivel mínimo debe ser un número fijo (caso de México y Colombia) o un número variable (como ocurre en las legislaciones de Argentina y Perú. Consideramos recomendable la definición de un capital mínimo fijo y un capital o garantía variable según fondos administrados.

6.4.2 Resolución de Conflictos

En las operaciones transfronterizas un elemento clave que hay que considerar es la resolución de conflictos. En el caso europeo, el artículo 100 de UCITS IV señala que “los Estados deben asegurar que existan procedimientos eficientes y efectivos para la resolución de conflictos de consumidores fuera de las cortes (out-of-court settlement) respecto de la actividades de UCITS” y luego agrega que los Estados deben asegurarse que los cuerpos encargados de dicha resolución de conflictos no estén impedidos de colaborar producto de barreras legales o regulatorias.

Evidentemente, que la estrategia europea no se puede replicar en América Latina debido a la carencia de un proyecto común que entregue a los Estados el mandato de hacer las reformas necesarias, en el plano legal o regulatorio, como para que la resolución de conflictos pueda hacerse por esta vía.

En consecuencia, la vía para la región debe ser otra. Un elemento interesante de analizar es el mecanismo de resolución de MILA.

Hay conflictos de diversa naturaleza que pueden aparecer:

- entre el inversionista y la administradora,
- entre la administradora y un proveedor de infraestructura,
- entre la administradora y el emisor.

En estos casos, el portador del pasaporte latinoamericano así como los proveedores de infraestructura y los inversionistas calificados deberán someter la resolución de sus conflictos a cámaras privadas de arbitraje, antes de recurrir a la justicia del país en el cual el conflicto apareció.

REFERENCIAS

- Jorg Decressin, Hamid Faruquee, Win Fonteyne. Integrating Europe's Financial Markets. International Monetary Fund. 2007
- Alvarez, Cruz. "El marco legal de la independencia del Banco Central". Puebla, 2006.
- Correia, Filipa; Jimenez, Luis Felipe & Manuelito, Sandra. "Regulación y supervisión financiera: lecciones de la crisis para América Latina y el Caribe". Revista CEPAL 99, 2009.
- Demaestri, Edgardo & Guerrero, Federico. "What are the perils of separating banking regulation from the Central Bank's orbit in Latin America and the Caribbean". Journal of Financial Regulation and Compliance V.14 N.1, 2006.
- Hornbeck, J.F. "Financial Regulation and Oversight: Latin American Financial Crises and Reform: Lessons from Chile". Congressional Research Service, 2009.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (may 2003). "Objectives and Principles of Securities Regulation".
- Knight, Michael. "The globalisation of financial markets and financial regulation: implications for Latin America". Bank for International Settlements, 2007.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes and Andrei Shleifer, (2006) "What Works in Securities Laws?" Journal of Financial Economics.
- Larrain, G. y Lazen, V. (2008), "Financial Markets in Latin America: Convergence and Integration. The Case of Chile", Working Paper 25, Centro para la Estabilidad Financiera, Buenos Aires
- Larrain, G. (2009a), "El reto de modernizar el Mercado Bursátil", en *El Reto de Modernizar el Mercado Bursátil: Cinco Principios*, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
- Larrain, G. (2009b), "Cinco principios para desarrollar el Mercado Bursátil", en *El Reto de Modernizar el Mercado Bursátil: Cinco Principios*, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
- Larrain, G y Larrain, M. (2010), "Hacia una reforma de la institucionalidad financiera en Chile", Documento de Trabajo, Universidad del Desarrollo
- Larrain, G, Siravegna, M. y Yañez, G. (2010), "International financial integration in Latin America: How has it worked?", *Revue Financiere*, Paris
- Luporini, Viviane. "The degree of independence of the Brazilian Central Bank : repurchase agreements and central bank securities". - Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2000.

- Martinez, Nestor. "Reforma financiera de la poscrisis en América Latina". Monetaria, Enero-Marzo 1993.
- Morck, Randall. (2011). Finance and Governance in Developing Economics. National Bureau of Economic Research working paper 16870.
- Musalem, Alberto et.al. (2010). "Capital Markets in the Southern Cone of Latin America". Centro para la Estabilidad Financiera. Prentice Hall.
- Núñez, Georgina, Andrés Onetoy, Germano Mendes De Paula (2009). "Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina". CEPAL.
- Prado, R. N. (2005). Oferta pública de ações obrigatória nas S.A – tag along. São Paulo: Quartier Latin.
- Souza, T. M. G. (2005). Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Atlas.
- Stallings, Barbara & Studart, Rogelio. "Financial regulation and supervision in Emerging Markets: the experience of Latin America since the Tequila Crisis". CEPAL, 2003.
- García Vaquero, Víctor. "El proceso de integración de los mercados de valores". 2007
- Puente, Mónica. "El marco institucional del nuevo modelo de regulación financiera en la Unión Europea". 2013
- EFAMA (2014). Asset Management In Europe. Facts And Figures. 7th Annual Review.
- Efama (2013), Annual Report.
- Efama (2013) International Statistical Release.
- PWC Ireland (2014). Fund Distribution: Ucits And Aifs.
- PWC Ireland (2012). Ucit Funds Distribution.