

Diciembre 2013

INFORME FINAL
BORRADOR PARA
COMENTARIOS

**ASISTENCIA AL COMITÉ
EMPRESARIAL DE LA ALIANZA DEL
PACÍFICO PARA LA ELABORACIÓN
DE PROPUESTAS SOBRE LA
INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS
FINANCIEROS**

GUILLERMO LARRAIN y ALICIA VITERI

1	Introducción.....	1
2	Situación actual de los flujos y principales mercados financieros en los países de la Alianza del Pacífico	8
2.1	Análisis de los flujos de Inversión Extranjera Directa.....	8
2.2	Análisis del Mercado de Renta Fija.....	14
2.3	Análisis del Mercado Bursátil	21
2.4	Análisis del Mercado de Fondos	25
2.5	Análisis del estado actual del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)....	27
3	Criterios actuales para el registro de títulos de oferta pública en los países de la Alianza del Pacífico	31
3.1	Definición de Oferta Pública de Valores	31
3.2	Requisitos Generales para Efectuar Ofertas Públicas.....	32
3.3	Oferta de Valores Extranjeros en el Mercado Nacional	33
3.4	Empresas listadas en diferentes mercados.....	35
3.5	Transacción de Valores Extranjeros	36
3.6	Ofertas de Valores Nacionales en el Extranjero	36
3.7	Requisitos de Inscripción Valores Nacionales	37
3.8	Intermediación de Valores	38
3.9	Mercados de Negociación	39
3.10	Mercados Especiales	40
3.11	Ofertas públicas de acciones.....	42
3.12	Emisión de deuda corporativa.....	44
4	Criterios y tratamientos tributarios de las utilidades, dividendos y ganancias de capital en los países de la Alianza del Pacífico.....	48
4.1	Sinopsis de la Tributación a Servicios Financieros en América Latina.....	48
4.2	Chile.....	49
4.3	Colombia	50
4.4	México	51

4.5	Perú	53
4.6	Convenios de Doble Tributación.....	53
4.6.1	Chile – Perú.....	53
4.6.2	Colombia – Perú (Comunidad Andina).....	54
4.6.3	Colombia – Chile.....	54
4.6.4	México – Chile.....	55
5	Revisión de hitos en el proceso de integración de los mercados financieros en la Unión Europea	56
5.1	Principales políticas de integración financiera	56
5.1.1	Financial Service Action Plan, FSAB	56
5.1.2	Proceso Lamfalussy	58
5.1.3	White Paper.....	58
5.2	Integración del mercado de renta variable.....	59
5.2.1	Modelo Euronext.....	62
5.2.2	Cross listing	64
5.2.3	Pasaporte UCIT para la gestión de fondos de inversión	65
6	Requerimientos para iniciar un proceso de integración financiera eficaz	67
6.1	Análisis de viabilidad para la homologación de requisitos para el registro de valores de oferta pública	67
6.2	Integración y desarrollo de los mercados de renta fija.....	69
6.3	Tratamiento tributario de utilidades, dividendos y ganancias de capital	69
6.4	Acuerdos de Reconocimiento Mutuo entre reguladores.....	71
7	Conclusiones	73

1 INTRODUCCIÓN

Hace dos siglos, Simón Bolívar, uno de los padres fundadores de América Latina, soñaba con un continente unificado, una especie de Estados Unidos de América del Sur (el término América Latina no se utilizó en su momento). El sueño nunca ha sido una realidad hasta ahora, pero si ha habido un momento en la historia en el que hemos estado más cerca de él, es ahora.

Ha habido, por supuesto, varios intentos de integrar las economías de Latinoamérica, empezando por los propios esfuerzos de Bolívar. Esta vez es diferente de una manera muy importante: en todos los intentos anteriores de integración, el conductor del proceso es un órgano político: ya sea un líder político, como un presidente inspirado, o una organización multilateral.

Este proceso sin embargo tuvo tres características que lo debilitaron. El primero se asocia a una característica más general del sector público genéricamente hablando: los líderes de estos procesos pasan y sus ideas no siempre son seguidas por los líderes que los suceden. Segundo, cuando desde el comienzo se involucran Estados u Organizaciones multilaterales, por la naturaleza de ellas lo que ocurre es que las decisiones se politizan y/o se hacen más burocráticas. Así, cuando al inicio de cualquier proceso lo que se requiere es dar pasos concretos que logren entusiasmar a los miembros, la politización y burocratización ralentizan el proceso y dejan de convocar actores afuera de los Estados. Tercero y como consecuencia de los dos anteriores, en la base económica, la integración era débil tanto por la lentitud de los procesos en especial en etapas tempranas, como porque dichos procesos de integración estaban basados en el comercio exterior de economías basadas cuyas matrices productivas eran intensivas en materias primas.

¿Cuánto cobre Chile puede vender a Perú? ¿Cuánto hierro puede vender Brasil a Colombia? ¿Cuánto oro puede vender Perú a México? No mucho. Con matrices exportadoras basadas en recursos naturales y débiles sectores industriales locales, el comercio intra-latinoamericano ha sido poco. Esto hizo que los esfuerzos previos de integración económica hayan tenido un techo bien bajo.

Esta vez es diferente. La razón es la reciente aparición de las llamadas " multilatinas". Se trata de empresas de todos los sectores y de variados tamaños que han estructurado sus estrategias de crecimiento sobre la base de la expansión regional. Tienen razón al hacerlo, ya que tienen ventajas comparativas importantes. A pesar de todas las mejoras recientes en varios países, una multilatina es una empresa que ha

tenido éxito en un entorno de economías ricas en recursos naturales, ineficiencias burocráticas, las tensiones sociales y políticas e inestabilidad. Ellos saben cómo manejar esto mucho mejor que las empresas de los países desarrollados.

El término “multilatinas” se ha desarrollado recientemente para designar a un grupo de grandes empresas como Techint en Argentina, LAN y Cencosud en Chile, TAM y de Itaú en Brasil, Sura y Bancolombia en Colombia o América Móvil de México, entre muchas otras grandes empresas de Latinoamérica. Sin embargo, esto esconde todo un universo de empresas más pequeñas haciendo exactamente lo mismo: la transferencia de su *savoir faire* en los países vecinos.

Por lo tanto, el actual intento de integración es muy diferente de cualquier intento previo porque antes que las autoridades hayan iniciado conversaciones y negociaciones la integración ya ha comenzado a través de iniciativas del sector privado no coordinadas entre sí.

¿Quiere esto decir que una cierta coordinación, como la que se plantea por parte de la Alianza del Pacífico, por delante sería inútil? No es exactamente así.

A pesar de que el sector público o autoridades políticas no han guiado esta ola de integración, su concurrencia a la mejora del marco institucional en el que este proceso de integración se desarrolla será cada vez más crítica. Las áreas en las que tendrán las políticas públicas a ser diseñado e implementado son muy amplias. Un área particular es el sector financiero.

Empresas del sector financiero se han incorporado al proceso de integración recientemente. El primero fue el Banco Itaú de Brasil. Más recientemente, el grupo colombiano Sura adquirió los negocios de ING en América Latina, mientras que Bancolombia ha realizado adquisiciones de bancos más pequeños en América Central. Algunos corredores chilenos han estado abriendo las casas de bolsa en Perú y Colombia y hemos visto recientemente la creación de MILA, el Mercado Integrado Latinoamericano de Chile, Colombia y Perú.

La integración del sector financiero plantea desafíos. Primero, como sabemos de nuestro propio pasado, un sector financiero mal regulado puede ser una fuente de inestabilidad macroeconómica, un descubrimiento que los mercados más avanzados del mundo están viviendo en carne propia. A medida que las economías latinoamericanas sean financieramente más integradas entre ellas, la convergencia de normas regulatorias será cada vez más necesaria. Dicha convergencia debe ser monitoreada de manera que no produzca una “convergencia hacia abajo” sino “hacia

arriba” en comparación con los estándares regulatorios que tenemos hoy. Por lo tanto, la mejora de la discusión regulatoria entre los países será fundamental para que este proceso de integración tenga éxito. Una mala coordinación entre los gobiernos puede matar el proceso de integración en curso.

Segundo, durante 2013 en particular se logra percibir una cierta desaceleración del ímpetu integrador en la región y esto puede tener varias razones. Algunas personas que fueron entrevistadas en esta consultoría señalan que se estaría completando una primera fase del proceso de integración caracterizada por el hecho que los grandes actores de los mercados locales lograron poner una huella en los mercados de los países vecinos o se integraron a una red regional de negocios al ser absorbidos por una empresa financiera de un país vecino. Este proceso estaría ahora ralentizándose a la espera que se consoliden esas posiciones en el plano comercial en los mercados de destino y a que eventualmente avancen las mejoras regulatorias que permitirían que las plataformas de integración (las infraestructuras), como MILA por ejemplo, puedan operar realmente.

Por otro lado, la ralentización tiene algo que ver también con el ciclo económico mundial, toda vez que las economías desarrolladas salen gradualmente de la recesión y consecuentemente el exceso de liquidez que caracterizó a la economía mundial como producto de la crisis internacional está siendo retirada, lo que afecta negativamente a los mercados emergentes. También es un hecho que, en el caso de MILA, los números muestran una integración baja, pero que en realidad esconde una integración mayor pero por canales distintos: el canal comercial directo a través de los intermediarios instalados allende las fronteras.

Finalmente, cabe mencionar también que el proceso de integración se ha ralentizado también producto de que posiblemente se han agotado las instancias en las cuales la iniciativa privada podía desplegarse sin restricción y, de ahora en adelante, se requiere contar con el concurso de las autoridades. Esto implica que la agenda de integración entra a competir con otros objetivos que tienen las autoridades y que muchas veces pueden ser prioritarios.

América Latina ha hecho grandes mejoras en las últimas décadas. El crecimiento económico ha caracterizado a casi todos los países de la región, en particular a los de la Alianza del Pacífico. Dicho crecimiento ha tenido lugar en un contexto de sustentabilidad fiscal, inflacionaria y de pagos externos. Se trata por lo tanto de un proceso valioso que hay que saber aprovechar, dado que se trata de países emergentes muy ricos en recursos naturales y con poblaciones muy jóvenes. Esto

quiere decir que, desde la perspectiva de los inversionistas internacionales, se trata de una región promisoría.

Pero sería más promisoría aún si en lugar de que cada país se presente a los inversionistas como un caso de consideración aislado, la región pudiera presentarse como un “portafolio” de oportunidades en las cuales los inversionistas pudieran ir cambiando en función de sus necesidades.

El mundo desarrollado se encuentra saliendo lentamente de su larga recesión, pero América Latina, por los elementos antes mencionados tiene un futuro promisorio. Su mayor integración financiera y comercial la fortalece en la medida que se haga de acuerdo a sólidos estándares regulatorios y prudentes políticas macroeconómicas. Esa es la propuesta hecha en este informe.

El informe está organizado en cinco secciones. En la primera sección, describimos a grandes rasgos la situación actual de la integración regional. Para ello, se describe la situación de varios mercados, incluyendo la inversión extranjera directa, el mercado accionario, de fondos de inversión y deuda corporativa. En la segunda sección, se hace un análisis comparativo de estándares regulatorios en el mercado de valores respecto del registro de títulos de oferta pública buscando justamente iluminar las diferencias de enfoque existentes para luego examinar cómo podría dibujarse una convergencia regulatoria. En la tercera sección, se hace un análisis de los tratamientos tributarios que reciben los servicios financieros en la región, donde se ve que más allá de lo que se pueda hacer en materia de convergencia regulatoria, los diferenciales de enfoque en materia tributaria son tales que es necesario, para profundizar y extender la integración financiera, buscar alguna convergencia en este ámbito también. En la cuarta sección, se hace una revisión de la experiencia de integración europea que debe servir de referencia para el proceso de integración latinoamericano.

En la quinta sección se sacan conclusiones y sugieren caminos de acción. Las principales conclusiones que podemos destacar incluyen las siguientes:

- (a) Si bien el proceso de integración hasta el momento se ha basado en lo que ha hecho el sector privado, el CEAP debiera valorar que los gobiernos se involucren porque es necesario institucionalizar el proceso. Sin embargo, es necesario tener cuidado porque la naturaleza del involucramiento de los Estados en este proceso puede ponerlo en riesgo. La experiencia de MILA puede servir de ejemplo: el empuje inicial se está perdiendo, tanto por razones de mercado como por razones de las múltiples demandas de atención que pesan sobre los reguladores. Así, el involucramiento de los poderes públicos es

a la vez necesario – toda vez que se requiere una mejor articulación de importantes piezas legislativas entre países – pero a la vez es peligroso en el sentido que condiciona fuertemente la velocidad de los cambios y complejiza su avance.

Una forma de enfrentar este desafío es evaluar la creación de una pequeña unidad permanente de integración situada en alguno de los países (se sugiere Colombia que hasta el momento ha sido el país con mayor empuje tanto del lado privado como del lado público) y que tenga una persona de dedicación exclusiva a este proceso en cada país. Esta unidad tendría como misión mantener informados a todos los stakeholders del estado de avance del proceso de integración en los distintos países, intertanto coordinar en lo que sea posible algunas actividades.

- (b) Un riesgo que tiene una experiencia como la latinoamericana – a diferencia de la europea – es que la inexistencia de una razón trascendental para la integración haga que las medidas pro-integración queden permanentemente relegadas en la escala de prioridades de los gobiernos, a pesar de los beneficios que una mejor integración podría tener para los países. Así, es virtualmente imposible pensar en la creación de un foro multilateral que promueva la integración financiera de la región. El enfoque a utilizar debe ser otro.

Para ello se propone usar el denominado “bandwagon effect”, es decir, aquel comportamiento que asumen los individuos, en este caso los países, cuando otros individuos adoptan un determinado camino de acción. Lo que está documentado es que la probabilidad de que un individuo adopte un determinado comportamiento crece con la cantidad de individuos que ya lo han adoptado. Esto puede ser ya sea porque los individuos toman decisiones con información incompleta y por lo tanto prefieren copiar lo que hacen otros para no diferenciarse de ellos demasiado o porque el comportamiento de otros es usado como fuente de información para la toma de decisiones propias. Algo similar pasa con los países, derivado de la forma cómo se toman las decisiones. Esto significa que se debiera privilegiar cualquier iniciativa de integración bilateral y no solo buscar el multilateralismo como enfoque. Esto permitiría aprovechar las ventanas de oportunidad que se abren en distintos países para generar convergencias a la que posteriormente se puedan ir sumando terceros países cuando las condiciones lo permitan.

Esto supone que el proceso de toma de decisiones dentro de la AP debe tener una regla doble:

- (i) Unanimidad entre los países miembros para la definición de reglas del juego, es decir, cuál es el “rayado de la cancha” en la cual los participantes privados van a jugar, cuáles son los objetivos que se quiere promover dentro de esa cancha. Esta unanimidad es puramente conceptual y no debiera obligar a nadie a hacer nada en ningún plazo.
- (ii) Bilateralidad – o incluso unilateralidad si corresponde – para avanzar hacia los objetivos de política unánimemente adoptados. Es decir, en la medida que uno o dos países decidan avanzar en la adopción de los principios que sea, se maximiza la probabilidad que otros países sigan su ejemplo.

(c) Es necesario privilegiar ciertas acciones por sobre otras. En este sentido,

- a. En la lógica de intentar mantener el momentum privado que ha sido distintivo de esta fase de integración, se sugiere realizar una consulta amplia al sector privado para evaluar dónde están prioritariamente las necesidades de integración. Es posible, por la realidad de las multilatinas, que ello implique facilitar acceder a los mercados de deuda en los países de destino de las inversiones directas (bajo el supuesto que las matrices prefieren emitir capital en sus mercados de origen pero manejan su apalancamiento en los de destino viendo las diferentes alternativas). Esta misma lógica permite pensar en facilitar aún más (si es que es factible) la inversión de institucionales de instrumentos de capital y deuda de manera transfronteriza.
- b. Es imperativo que los reguladores financieros avancen en los procesos de reconocimiento mutuo.
- c. Dadas las distorsiones tributarias existentes, se recomienda lo siguiente:
 - i. Que CEAP haga una propuesta realista de un enfoque de convergencia tributaria para varios servicios financieros, incluyendo las fusiones y adquisiciones. El término “realista”

aquí es importante porque no puede ser una propuesta que busque eliminar los impuestos sino racionalizarlos y hacerlos converger hacia las mejores prácticas intrarregionales. Esto supone entonces sugerir una estrategia de convergencia autoimponiéndose la restricción de que sea a recaudación tributaria constante.

- ii. Dicha propuesta debe ser presentada a los gobierno de manera que a los stakeholders públicos les quede claro que el CEAP internaliza el problema de la restricción presupuestaria de cada gobierno y lo respeta.
- iii. Contra esta propuesta habría que negociar con los gobiernos el establecimiento de una mesa de trabajo intergubernamental para definir específicamente cómo avanzar (explicar internamente en cada país qué cambios hay y se pueden hacer, explorar vías normativas y legales que favorezcan la convergencia bajo el principio de unilateralidad).

2 SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FLUJOS Y PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS EN LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO

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, todo lo cual da aún más fuerza a la integración internacional.

En esta sección revisamos la experiencia de América Latina en términos de integración financiera. Revisaremos la situación de los mercados y de los flujos financieros en un subconjunto de países de la región analizando sus características principales, en particular en lo que se refiere a cuánta integración existe.

2.1 Análisis de los flujos de Inversión Extranjera Directa

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. Respecto de estas últimas, durante cada una de las crisis en los últimos 20 años éstas prácticamente se congelaron en varios países latinoamericanos. Por el contrario, a pesar de la caída en los montos producto de la 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 variación positiva en todos los países de la región, con excepción de México, siendo estas tasas significativas en el caso de Brasil, Colombia, Perú y Chile.

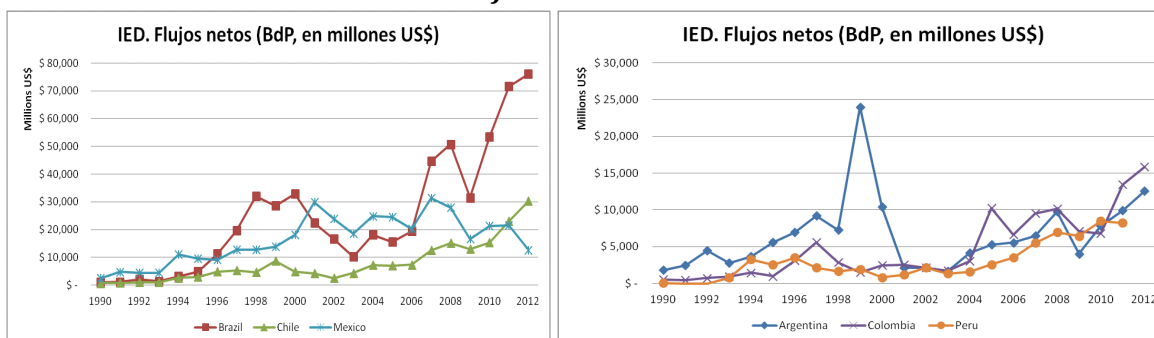
Esencialmente la IED implica un cambio en la estructura de propiedad de una empresa por parte de otra en el extranjero, la cual puede ser financiada de varias maneras. Esta toma de control puede darse mediante la creación de una nueva sociedad, a través de la adquisición de una empresa ya existente, o mediante la formación de un joint venture con una empresa local u otra extranjera, y los fondos de

los flujos asociados a esta inversión podrán ingresar al país o no, dependiendo de cada caso en particular. Grosse (2008) señala que aproximadamente la mitad de los flujos anuales de IED están formados por ganancias retenidas de afiliados existentes, y no de nuevas aportaciones de fondos. Para que la IED tenga el mayor impacto financiero, esta debería ser financiada desde el extranjero e involucrar el ingreso de fondos para la creación de una nueva empresa o el reemplazo de inversores locales por extranjeros, siendo este impacto mucho mayor en comparación al intercambio de activos entre inversionistas extranjeros.

La década del '90 fue muy positiva para Latinoamérica en cuanto al ingreso de IED, a partir de privatizaciones y la reorganización de empresas estatales de energía eléctrica, agua y telefónicas, entre otras. A su vez, la apertura de la cuenta de capitales provocó un masivo ingreso de fondos desde el exterior, tal como se evidencia al observar la trayectoria de la IED en los países de la región (Cuadro 1).

La diferencia en los niveles de IED entre los países de la región no solo se explica por el tamaño de las economías; existen también otros factores que pueden determinar el ingreso de inversiones desde el extranjero. Amal et. al (2010) analizan los factores determinantes de la IED en ocho países latinoamericanos entre 1996 y 2008 incluyendo factores económicos e institucionales. En sus resultados se comprueba que la IED en Latinoamérica está positivamente relacionada con la estabilidad económica, el crecimiento y la apertura del comercio, así como con la mejora del entorno institucional y político. Esto ayuda a entender el hecho de que economías comparativamente más pequeñas que otras demuestren mayores niveles de IED a través de los años. Más recientemente, el nivel de las tasas de interés en los mercados internacionales, ha sido un factor que ha inducido una mayor IED en los emergentes.

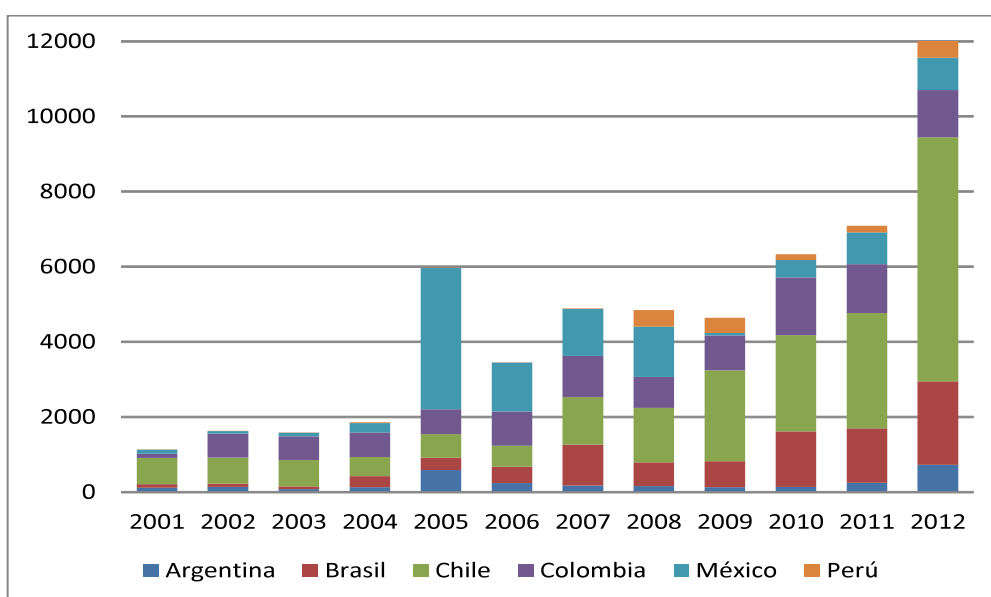
Cuadro 1: Evolución Inversión Extranjera Directa



Fuente: FMI

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. Este aumento no ha sido solo desde los países de la región sino del agregado desde el resto del mundo.

Cuadro 2: Flujos de Entrada a la Región, provenientes de otros países de la región (MMUS\$)



Fuente: Bancos Centrales de respectivos países

A pesar de esta ventajosa situación, los flujos canalizados entre países en la región son bajos si se compara con el que estos reciben desde otras partes del mundo. En la mayoría de los casos analizados, el porcentaje de IED proveniente de otros continentes supera el 90%. Perú y Colombia son los países con mayor proporción de IED regional: 18 y 23% del total, respectivamente.

Cuadro 3: Flujos de Entrada a la Región, provenientes de otros países de la región y del resto del mundo Año 2012 (% del total)

País receptor:	País de origen de la inversión:								Total
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Total región	Resto del Mundo	
Brasil	0,43%	-	3,32%	0,26%	0,64%	0,19%	4,84%	95,2%	100%
Chile	5,26%	8,15%	-	0,00%	0,00%	2,74%	16,16%	83,8%	100%
Colombia	0,12%	2,21%	19,64%	-	0,00%	0,77%	22,73%	77,3%	100%
México	0,12%	0,40%	0,13%	0,08%	-	0,02%	0,75%	99,3%	100%
Perú*		5,04%	6,13%	4,82%	2,10%	-	18,09%	81,9%	100%

*No registra información para Argentina.

Fuente: Banco de la República de Colombia, Secretaría de Economía de México, Banco Central de Brasil, Agencia de Promoción de la Inversión Privada de Perú, Comité de Inversiones Extranjeras de Chile.

Otra característica a resaltar al analizar la IED intra-regional es la concentración que se observa en cuanto al destino de los fondos. Por lo general, los países analizados concentran la mayoría de sus fuentes de IED desde un país en particular de la región. Por ejemplo, las inversiones que recibió México desde Brasil representan el 53%% de las inversiones intrarregionales que recibió este país. La principal fuente intrarregional de IED para Colombia fue Chile (86%) y para Chile, la principal fuente fue Brasil (50,5%). La composición por país de origen de la inversión intrarregional cambió significativamente en el caso de Chile y Colombia entre 2009 y 2012.

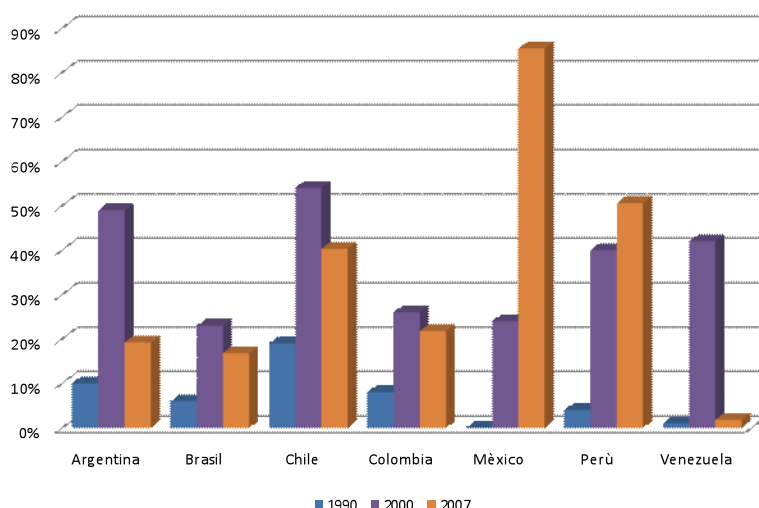
Cuadro 4: Flujos de entrada a la región provenientes de otros países de la región, Año 2009 y 2012 (% del total)

AÑO 2009							
País receptor:	País emisor de la inversión						Total región
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	
Brasil	5,45%	0,00%	69,89%	10,28%	11,33%	3,05%	100%
Chile	0,00%	5,82%	0,00%	0,88%	18,89%	74,40%	100%
Colombia	5,87%	14,01%	15,87%	0,00%	59,91%	4,34%	100%
México	1,08%	63,70%	25,33%	8,81%	0,00%	1,08%	100%
Perú	0,99%	16,17%	42,82%	24,93%	15,09%	0,00%	100%
AÑO 2012							
País receptor:	País emisor de la inversión						Total región
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	
Brasil	8,93%	0,00%	68,65%	5,32%	13,16%	3,94%	100%
Chile	32,58%	50,46%	0,00%	0,00%	0,00%	16,96%	100%
Colombia	0,52%	9,74%	86,42%	0,00%	-0,05%	3,38%	100%
México	15,63%	53,09%	17,42%	10,87%	0,00%	2,99%	100%
Perú*		27,84%	33,88%	26,65%	11,62%	0,00%	100%

Fuente: Banco de la República de Colombia, Secretaría de Economía de México, Banco Central de Brasil, Agencia de Promoción de la Inversión Privada de Perú, Comité de Inversiones Extranjeras de Chile.

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 debido a las razones ya enumeradas, 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 analizados a excepción de Venezuela, donde se redujo a niveles similares a los de principios de los '90. La presencia de bancos latinoamericanos en la región, sin embargo, es todavía baja.

Cuadro 5: Participación de la Banca Extranjera (como % de los activos del sistema)



Fuente: CEPAL

Los flujos de inversión esconden el verdadero grado de integración que está ocurriendo en los mercados producto de este proceso de cruzar fronteras en que se encuentra el sector financiero latinoamericano. En el caso de Colombia, Corpbanca de Chile compró la licencia de Santander y luego el Banco Helm adquiriendo de esta forma una participación destacada en el mercado colombiano. Además de Corp, Scotiabank adquirió Colpatria. 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 y a través de la cual obtuvo exposición directa en los países de la Alianza del Pacífico. Una posición similar tiene LarrainVial, que ha armado una red de inversiones en los mercados de valores de los países de la Alianza del Pacífico 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 y Perú.

2.2 Análisis del Mercado de Renta Fija

La emisión de títulos de deuda locales ha crecido significativamente en los países de la Alianza Pacífico en los últimos años. Entre 2009 y 2012 la emisión de estos valores por parte de los gobiernos centrales y las sociedades no financieras creció en forma significativa en Chile, Colombia, México y Perú, y en menor proporción en Brasil. A finales de 2012, el volumen de títulos de renta fija emitidos localmente alcanzó US\$ 2.091 miles de millones.

Cuadro 6: Volumen de títulos de deuda locales

País	(US\$ miles de millones)				acumulada 2009/2012
	2009	2010	2011	2012	
Brasil	1.246	1.475	1.487	1.539	24%
Chile	41	53	57	67	64%
Colombia	61	72	81	91	48%
Mexico	235	277	305	378	61%
Peru	12	14	15	17	46%
Total	1.594	1.892	1.945	2.091	31%

Fuente: BIS

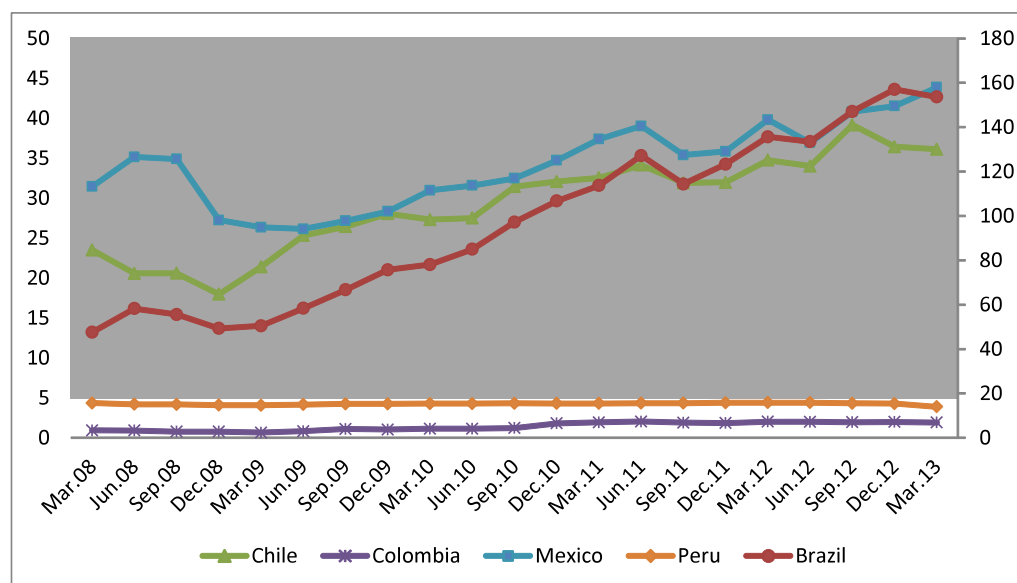
El volumen total de títulos de deuda locales representó 49% del PIB agregado de estos países en 2012 (Cuadro 7). En este año, el 12% de este mercado correspondió a bonos corporativos, los cuales han experimentado un fuerte crecimiento en los países de la región en los últimos años, principalmente en México, Chile y Brasil (Cuadro 8).

Cuadro 7: Volumen de títulos de deuda locales por emisor y como porcentaje del PIB

2011 US\$ Miles de millones					2012 US\$ Miles de millones				
País	Gobierno	Empresas no financieras	Total	% del PIB	País	Gobierno	Empresas no financieras	Total	% del PIB
Brasil	1.364	123	1.487	60%	Brasil	1.382	157	1.539	68%
Chile	25	32	57	23%	Chile	31	36	67	25%
Colombia	79	2	81	24%	Colombia	89	2	91	24%
Mexico	269	36	305	26%	Mexico	336	42	378	32%
Peru	11	4	15	9%	Peru	13	4	17	9%
Total	1.747	197	1.945	44%	Total	1.850	241	2.091	49%
% del total	90%	10%	100%		% del total	88%	12%	100%	

Fuente: BIS

Cuadro 8: Evolución de los títulos de deuda locales emitido por empresas no financieras, US\$ miles de millones

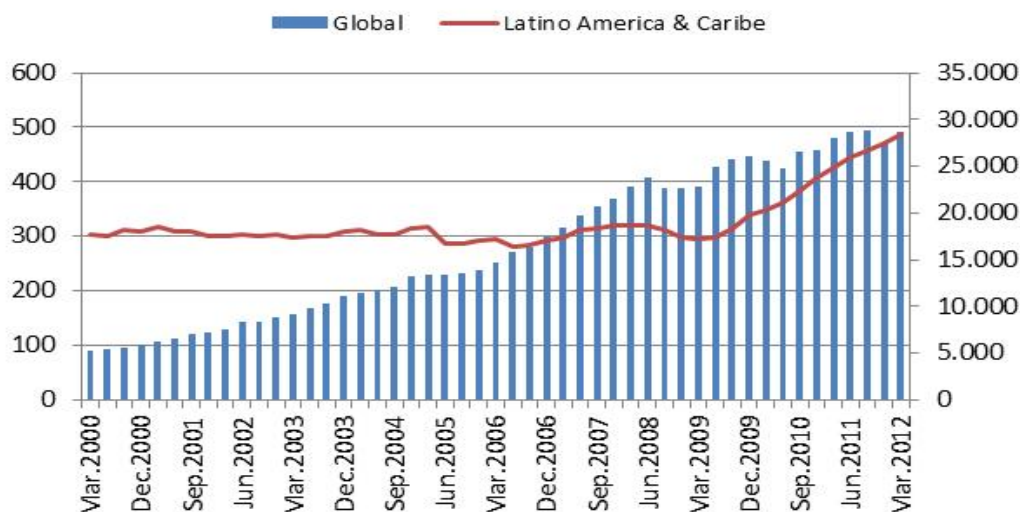


Nota: Eje derecho, valores de Brasil

Fuente: BIS

La emisión de bonos internacionales realizada por países de América Latina, también ha experimentado un crecimiento significativo en el período 2009-2012 (Cuadro 9).

Cuadro 9: Evolución de los bonos en el mercado internacional por residencia del emisor, US\$ miles de millones



Fuente: BIS

La deuda privada de los países de la región difiere en cuánto a montos colocados y emisores. Así, el mercado de bonos corporativos ha alcanzado un desarrollo notable en Chile, especialmente como alternativa de financiamiento a partir de 2009 luego de desatada la crisis financiera internacional. A junio de 2013, el stock de emisiones privadas en Chile alcanzó cerca de los 33.100 millones de USD.

Por su parte, Brasil que si bien representa un importante dinamismo a nivel de emisiones en acciones, no tiene un mercado de deuda corporativa de similar relevancia. La competencia para los bonos corporativos suele venir del mismo sector público en que se refinancia deuda a corto plazo en el mercado local a tasas elevadas.

Cuadro 10: Cantidad de emisiones de bonos registradas en Bolsa

2011	Total	Emisiones domésticas		Emisiones extranjeras		2012	Total	Emisiones domésticas		Emisiones extranjeras
		Sector público	Sector privado					Sector público	Sector privado	
Argentina	1390	298	1092	0		Argentina	1574	325	1240	0
Brasil	265	18	247	0		Brasil	237	16	221	0
Colombia	625	215	401	9		Colombia	658	215	434	9
México	569	n.d.	n.d.	n.d.		México	743	n.d.	n.d.	n.d.
Perú	530	30	498	2		Perú	507	30	475	2

Nota: FIAB no registra esta información para Chile

Fuente: FIAB, BANCO MUNDIAL

Cuadro 11: Valor de mercado de los valores de renta fija registrados en Bolsa, US\$ miles de millones

2011	Emisiones domésticas			Emisiones extranjeras		2012	Emisiones domésticas			Emisiones extranjeras
	Total	Sector público	Sector privado				Total	Sector público	Sector privado	
Argentina	106	103	2,9	0		Argentina	107,4	103,7	3,7	0
Brasil	65,4	5,5	60,0	0		Brasil	53,3	4,5	48,8	0
México	71,4	n.d.	n.d.	n.d.		México	54,7	n.d.	n.d.	n.d.
Perú	17,5	10,8	6,6	0,1		Perú	19,5	12,6	6,8	0,1

Nota: FIAB no registra esta información para Chile y Colombia

Fuente: FIAB, BANCO MUNDIAL

La mayor parte de la cantidad de emisiones de deuda registradas en Bolsa en la región corresponden al sector privado, teniendo una evolución dispar en los países de la región en el último año: Argentina, Colombia y México registran una evolución positiva en 2012, en tanto Perú y Brasil registraron una disminución. El mayor desafío para la región está en la apertura hacia emisores extranjeros y más particularmente a emisores regionales.

En cuanto al valor transado de instrumentos de deuda en Bolsa, se puede apreciar el predominio fuerte de Chile y Colombia, países en que el monto operado en renta fija es muy significativo incluso comparado con los montos transados en acciones. Si bien, Argentina y Brasil presentan un crecimiento relevante de estos montos transados, estas cifras representan un porcentaje poco significativo del valor de mercado de los títulos registrados en bolsa. En Chile, México y Perú, el valor transado muestra una evolución desfavorable en 2012.

Cuadro 12: Valor efectivo total operado en renta fija en Bolsa, US\$ millones

País	2009	2010	2011	2012
Argentina	21.413	27.807	32.342	37.340
Brasil	195	248	160	748
Chile	188.078	177.440	225.856	169.259
Colombia	947.301	1.135.767	912.729,51	839.201
México	318	140	307	212
Perú	1.031	635	610	517

Fuente: FIAB

Los mercados de renta fija de la región registran una baja liquidez. En la mayoría de los países, con excepción de Perú, los montos operados en los 10 valores de renta fija más negociados en Bolsa representan más del 70% del total.

Cuadro 13: Montos operados en los 10 valores de Renta Fija más negociados en Bolsa

% del total		
País	2011	2012
Argentina	66,62	68,61
Brasil	78,8	91,22
Chile	27,72	76,16
Colombia	89,73	72,06
México	n.d.	n.d.
Perú	24,92	26,52

Fuente: FIAB

Dentro de las posibilidades de emisión de deuda corporativa hay dos aspectos importantes de definir. Por una parte, la emisión internacional a través de Eurobonos o inversión extranjera. La diferencia entre las dos radica en que para la primera, se emite en un mercado distinto al mercado local pero en una moneda que no coincide con la moneda de destino. Este tipo de emisiones 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 diferente 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 USD. En los últimos años, también ha crecido el interés por este tipo de emisiones en los países de la región (ver recuadro a continuación).

Recuadro 1: Emisiones de bonos transfronterizas en los países de la región¹

En los últimos años, 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 como es el caso de Londres o Nueva York. El mercado de bonos emitidos en los Chile, Perú, México o Colombia en moneda local (Huasobonds, Incabonds o Tequilabonds), ha tenido un significativo, aunque aún 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.

En el caso de los Huasobonds que corresponden a emisiones de compañías Latinoamericanas en el mercado local chileno, hasta la fecha, han sido cuatro las empresas que han emitido este tipo de instrumentos. La mexicana América Móvil que colocó dos series, la primera en abril de 2009 por UF 4.000.000 y la segunda en mayo de 2010 por UF 5.000.000; Banco de Crédito del Perú que realizó una colocación en noviembre de 2009 por UF 2.700.000; la mexicana GEO que emitió 500 mil UF en agosto de 2012 y el brasileño Banco Pine que emitió 1,5 millones UF en diciembre de 2012.

En el caso de los Tequila Bonds, destaca la emisión en el mercado mexicano por parte de la empresa chilena Molymet por un monto equivalente a US\$ 79 millones realizada en febrero de 2013, que siguió a las emisiones realizadas previamente por los bancos chilenos BCI (2.000 millones de pesos mexicanos en 2011 y 1.000 millones en 2012) y Banco de Chile (US\$ 114 millones en 2012). Los Incabonds, en donde destaca la emisión en el mercado peruano efectuada por la empresa chilena Cencosud por un monto total de US\$ 98 millones en el año 2008. Finalmente, la emisión de un bono en pesos colombianos realizada por la empresa chilena Celfin Capital para Banco BTG Pactual en septiembre de 2012, equivalente a US\$200 millones.

Fuente: Publicaciones de prensa especializada entre 2008 y 2013.

Existen fundamentalmente siete razones por las que el mercado de bonos (tanto corporativo, bancario como gubernamental) no ha logrado despegar adecuadamente

¹ La información sobre bonos emitidos publicada por los reguladores o bolsas de cada país no distingue el país de origen del emisor. Por lo anterior, se hizo un seguimiento a las publicaciones realizadas por prensa especializada en el sector financiero sobre emisiones de bonos corporativos entre 2008 y 2013. En este recuadro se presenta una muestra de las emisiones más relevantes.

en América Latina [Jeanneau & Tovar (2008)]. A continuación, se impone una visión sintética de éstas.

En primer lugar, se atribuye a una deficiente situación macroeconómica (particularmente déficit fiscal) que sin embargo, ya 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 otras economías como Brasil, Perú y Colombia. En segundo lugar, se atribuye a 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 particular, Chile hizo importante modificaciones normativas en 2009 que flexibilizaron los requerimientos para la emisión de efectos de comercio (bonos de corto plazo) en relación a las emisiones de más largo plazo. 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). Este último punto ya fue discutido anteriormente.

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.

2.3 Análisis del Mercado Bursátil

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 al menos tres bolsas: la Bolsa de Mercados Futuros, la Bolsa de Rio de Janeiro y la Bolsa de Sao Paulo. La tendencia en los países de concentrar la liquidez bursátil en menos plazas se 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 paragua 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 han desarrollado una iniciativa denominada MILA (Mercado Integrado Latino Americano).

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.

Cuadro 14: Capitalización de Mercado doméstica

Millones de U\$S				
	2009	2010	2011	2012
Argentina	45.745	63.910	43.580	34.255
Brasil	1.337.234	1.545.566	1.228.936	1.227.447
Chile	230.732	341.799	270.289	313.325
Colombia	137.242	208.502	201.295	262.101
México	325.045	454.345	408.690	525.057
Perú	71.663	103.347	81.878	102.617

Fuente: FIAB

En la tabla precedente, se observa la importancia de los mercados accionarios en la industria financiera regional. Así, destaca la Bolsa Mexicana de Valores con USD 525 miles de millones de capitalización bursátil en 2012. El MILA alcanza en conjunto cerca de USD 670 miles de millones, ubicándose actualmente en segundo lugar de la región tras Bovespa y desplazando a México a un tercer lugar.

Medidos respecto del nivel del PIB de estos países, se puede apreciar que la profundidad de los mercados bursátiles regionales son relativamente importantes. 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.

Cuadro 15: Monto negociado en acciones.

Millones de U\$S				
País	2009	2010	2011	2012
Argentina	2.994	3.815	3.278	2.176
Brasil	626.266	868.094	925.687	871.657
Chile	38.816	55.937	56.384	45.618
Colombia	18.633	28.127	36.269	39.730
México	87.122	120.064	114.279	119.823
Perú	4.549	5.971	7.159	6.971

Fuente: FIAB

Por su parte, el monto negociado en acciones no es del todo relevante al compararse con otros mercados internacionales tales como el europeo. Particularmente, España cuenta con una capitalización bursátil al 2012 de USD 995 miles de millones, lo que contrasta con los montos promedio exhibidos en América Latina. No obstante, la única excepción es Brasil que cuenta con montos negociados cercanos a los 871 miles de millones de USD en 2012. De acuerdo a Goldman Sachs, el mundo emergente en su conjunto representa cerca de 12% de la capitalización bursátil 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.

Cuadro 16: Rotación en el Mercado bursátil.

País	2009	2010	2011	2012
Argentina	3,98	5,11	4,58	4,62
Brasil	66,68	64,7	65,05	70,71
Chile	20,76	19,88	18,34	15,1
Colombia	16,53	12,84	13,26	13,12
México	28,36	28,56	25,61	25,29
Perú	5,83	5,81	6,7	5,35

Fuente: FIAB

La rotación es uno de los indicadores de liquidez que evidencian la mayor debilidad regional. Con la excepción de Brasil, y en menor medida México, los indicadores no son relevantes.

La baja liquidez de los mercados accionarios nacionales en la región 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.

Cuadro 17: Importancia relativa del 5% mayor de sociedades transadas en bolsa

País	2009			2010			2011			2012		
	(1)	(2) %	(3) %	(1)	(2) %	(3) %	(1)	(2) %	(3) %	(1)	(2) %	(3) %
Argentina	5	56,8	49,1	5	52,5	51,8	5	56,1	53,1	5,0	49,1	70,2
Brasil	21	64,8	67,4	22	64,2	60,6	19	62,4	57,1	18,0	62,0	50,0
Chile	12	52,6	64,8	11	49,0	54,6	11	47,5	53,7	11,0	46,2	59,0
Colombia	4	51,7	48,4	4	57,6	58,6	4	60,8	72,2	4,0	63,9	64,5
México	6	50,1	59,9	7	57,7	49,5	6	54,0	54,4	8,0	53,4	61,2
Perú	10	38,0	n.d.	3	42,3	n.d.	10	61,6	55,7	11,0	61,4	61,5

(1) Cantidad de sociedades domésticas que representan el 5% del total de sociedades domésticas.

(2) Capitalización bursátil correspondiente a la cantidad de sociedades determinada en el punto (1), ordenadas de mayor a menor capitalización bursátil. / Capitalización bursátil doméstica.

(3) Montos operados correspondientes a la cantidad de sociedades determinadas en el punto (1), ordenadas de mayor a menor en función de los montos operados / Montos totales operados en sociedades domésticas.

Fuente: FIAB

La tabla precedente nos muestra la importancia relativa del 5% de sociedades transadas en bolsa. A pesar de que en Chile la concentración es inferior, alcanza una cifra no despreciable de cerca del 46%. La liquidez de los mercados es baja en general y donde aparece como mejor comportada, Chile, lo es por muy poco margen, a pesar de la existencia de una norma que exime de impuesto a las ganancias de capital a las acciones que tengan la etiqueta de tener “presencia bursátil”.

Cuadro 18: Sociedades listadas en Bolsa.

2011	Total	Domésticas	Extranjeras		2012	Total	Domésticas	Extranjeras
Argentina	105	99	6		Argentina	107	101	6
Brasil	373	366	7		Brasil	364	353	11
Chile	233	229	7		Chile	245	225	20
Colombia	84	79	5		Colombia	81	75	6
México	476	128	348		México	492	131	361
Perú	254	202	52		Perú	274	213	61

Fuente: FIAB

El número de sociedades listadas en Bolsa en la región es limitado y en la mayoría de los países, con excepción de México, se registra una baja participación de empresas extranjeras. No obstante lo anterior, Perú y Chile registran un importante incremento en el número de empresas extranjeras listadas en 2012.

Por otro lado, suele existir una subrepresentación de los sectores industriales más relevantes para la economía [Braun (2009)]. De la siguiente tabla, parece ser una norma en la región que la capitalización bursátil analizada desde la perspectiva sectorial no coincide con la descomposición del PIB que proviene de las cifras macroeconómicas.

Cuadro 19: Capitalización bursátil por sector de actividad.

2012	Industrial %		Mineras %		Banca. Financ y seguros %		Agropecuario %	
	Doméstico	Extranjero	Doméstico	Extranjero	Doméstico	Extranjero	Doméstico	Extranjero
Argentina	46,4	48,86	-	-	21,69	25,49	-	-
Brasil	25,44	58,72	9,16	-	26,09	35,02	0,14	-
Chile	7,71				12,56		-	-
Colombia	67,41	100	-	-	24,87	-	-	-
México	9,68	-	18,6	15,68	12,28	84,32	32,48	-
Perú	16,71	0,1	34,46	72,66	22,36	-	1,23	-
2012	Retail %		Comunicación y tecnología %		Servicios públicos %		Otros %	
	Doméstico	Extranjero	Doméstico	Extranjero	Doméstico	Extranjero	Doméstico	Extranjero
Argentina	-	-	-	-	13,04	18,93	18,87	7,72
Brasil	1,48	0,17	5,9	-	8,87	-	22,32 (1)	6,09
Chile	14,08	-	-	-	-	-	65,65 (2)	-
Colombia	-	-	-	-	1,47	-	6,25	-
México	5,73	-	20,32	-	-	-	0,91	-
Perú	4,53	-	3,22	-	7,2	-	10,29	27,24

(1) Consumo cíclico, consumo no cíclico, construcción y transporte.

(2) Commodities 12,58%, construcción e inmobiliarias/construction and real estate: 0,88%, Consumo/consumption: 3,50%, Utilities 16,06%, salmón/salmon: 0,43y otros/other: 32,22%

Fuente: FIAB

A modo de ejemplo, en la tabla anterior se observa que en Chile el sector minero está prácticamente ausente de bolsa. No obstante, se trata de una economía en la que el sector minero es el de mayor relevancia. Un caso similar ocurre en Perú con el sector retail, el que este sector está subrepresentado con apenas un 4,53%.

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.

2.4 Análisis del Mercado de Fondos

Este sector 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.

Cuadro 20: Montos transados de fondos de inversión en economías seleccionadas de América Latina.

País	2010			2011			2012		
	Cantidad (número de fondos)	Monto transado (Millones de U\$S)	Número de operaciones (miles)	Cantidad (número de fondos)	Monto transado (Millones de U\$S)	Número de operaciones (miles)	Cantidad (número de fondos)	Monto transado (Millones de U\$S)	Número de operaciones (miles)
Argentina	4	0,8	0,01	4	n.d.	0	5	n.d.	0
Brasil	63	987,5	533	70	929,5	502,3	83	2599,0	392,9
Chile	114	1128,0	2,46	126	1026,1	2,9	114	1165,1	3,7
Colombia		0,0	0		0,0	0			
México	597	1136,0	739,36	628	1223,6	834,2	649	1294,0	877,0
Perú	7	18,4	0,21	7	21,5	0,21	7	19,6	0,2

Fuente: FIAB

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.

Cuadro 21: Mercado de los ETF Latinoamericanos.

País	Número de ETFs listados			Monto operado en ETFs (Millones de U\$S)			Número de operaciones (en miles)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Brasil	7	10	15	3.980,66	7.254,51	14.515,18	197,00	578,00	992,60
Chile	50	87	105	54,57	48,05	47,18	0,63	1,26	1,25
Colombia	0	2	1	-	212,38	765,34	-	936,00	2.387,00
México	333	426	455	79.876,53	90.323,79	115.230,49	275,93	546,91	709,02
Perú	3	4	8	0,76	0,17	14,92	0,01	-	0,10

Fuente: FIAB

En la tabla anterior, llama la atención el caso de México y Brasil, donde los montos resultan significativos y ello tiene que ver con la demanda. La cantidad de ETF que se transan sobre portafolios accionarios chilenos representa montos transados muy limitados. Muy al contrario, en internacional que existe por instrumentos que permitan fácilmente replicar índices de los dos mayores mercados latinoamericanos.

En Chile, Colombia y Perú, se espera que la demanda por ETF de estas economías vaya en incremento, dada la reciente integración a través de MILA.

2.5 Análisis del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) entró en operación el 30 de mayo de 2011, con la participación de la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima. La Bolsa Mexicana de Valores firmó un acuerdo para estudiar la viabilidad de su inclusión completa en el MILA.

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. De esta manera, mediante el uso de herramientas tecnológicas y la armonización de la regulación sobre negociación y custodia de títulos, inversionistas e intermediarios, pueden comprar y vender las acciones de las tres plazas bursátiles, a través de un intermediario local.

En 2012 el MILA, registró una capitalización bursátil de US\$ 678 miles de millones, ocupando el segundo lugar después de Brasil en América Latina, con capitalización cercana a los US\$ 1.200 miles de millones y por encima de México, que registró US\$ 525 miles de millones en 2012. Con la potencial inclusión de México, el MILA estaría muy cercano a Brasil en términos de capitalización bursátil.

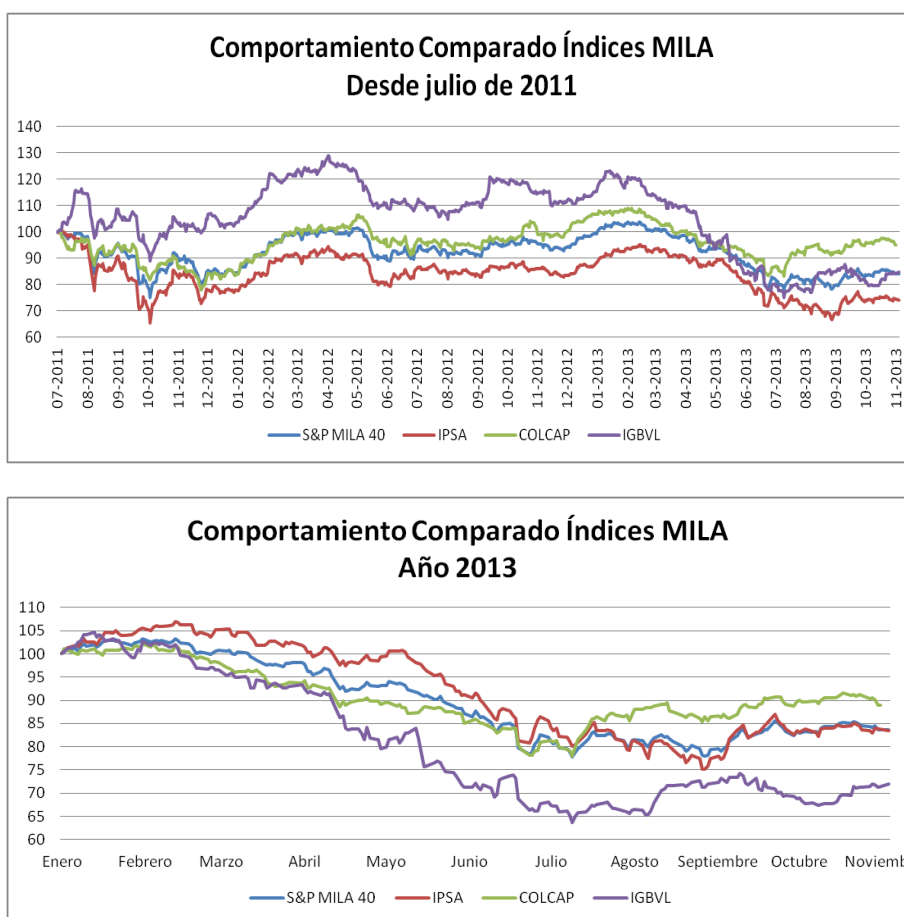
Cuadro 22: MILA, Brasil y México, año 2012

	Capitalización Bursátil (US\$ MM)	Monto negociado en acciones (US\$ MM)	Nº empresas listadas
MILA	678.043	92.319	600
Brasil	1.227.447	871.657	364
México	525.057	119.823	492

Fuente: FIAB

En cuanto a número de empresas listadas, MILA es el principal mercado en la región con 600 empresas. No obstante, el monto negociado en acciones es bajo y alcanza US\$ 92.319 millones, inferior a la cifra registrada por México y muy por debajo del monto registrado por Brasil.

Cuadro 23: Evolución de los índices MILA



Fuente: Bloomberg

Durante el año 2013, el S&P MILA 40 que mide el desempeño del MILA, acumula una variación negativa de 19,1%. A septiembre de 2013, según se muestra en el cuadro a continuación, la capitalización bursátil alcanzó US\$ 646 miles de millones, inferior a lo registrado en 2012, y el volumen negociado alcanzó 5.911 millones.

Cuadro 24: Capitalización Bursátil y Volumen Negociado en MILA, septiembre de 2013

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL		VOLUMEN TOTAL NEGOCIADO	
Millones de US\$		Millones de US\$	
Chile	282.505	Chile	3.573
Colombia	246.311	Colombia	2.151
Perú	117.725	Perú	187
Total	646.541	Total	5.911

Fuente: Mercado MILA

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 desde su creación hasta septiembre de 2013, alcanzaron sólo US\$131,2 MM, con un total de 4.268 operaciones, cifra muy baja en relación con el tamaño agregado de los tres mercados.

Los valores más transados fueron los chilenos (67% del total), seguidos de los colombianos (22%) y de los peruanos con (9%). El 66% de las operaciones realizadas a través de esta infraestructura fueron operadas por Perú, 23% por Chile y 4% por Colombia. Existe una alta concentración en el origen de los valores y país que realiza la transacción, el 64% de los valores transados correspondió a operaciones realizadas por Perú sobre valores chilenos.

Cuadro 25: Volumen transado a través de la infraestructura MILA, acumulado desde su creación hasta septiembre de 2013

US\$	Sobre Valores Chilenos	Sobre Valores Colombianos	Sobre Valores Peruanos	TOTAL
Operaciones realizadas por Chile	-	19.372.614	11.832.096	31.204.710
Operaciones realizadas por Colombia	5.297.896	-	193.985	5.491.881
Operaciones realizadas por Perú	84.136.795	10.455.935	-	94.592.730
TOTAL	89.434.691	29.828.549	12.026.081	131.289.321

Fuente: Mercado MILA

A pesar de que el volumen transado a través de la infraestructura MILA aún es bajo, éste ha registrado un incremento significativo en comparación con lo registrado en 2012. Los valores que mayor incremento experimentaron, en cuanto al volumen transado, fueron los colombianos y los peruanos.

Cuadro 26: Volumen transado a través de la infraestructura MILA, acumulado desde su creación

US\$	A dic. 2012	A sept.2013	variación
Valores chilenos	73.797.601	89.434.691	21%
Valores colombianos	15.476.725	29.828.549	93%
Valores peruanos	6.840.433	12.026.081	76%
Total	96.114.758	131.289.321	37%

Fuente: Mercado MILA

La liquidez de MILA, medida por la rotación promedio diaria, es muy baja en comparación con el mercado brasilero e incluso al ser comparada con México.

Cuadro 27: Rotación promedio diaria

Millones de US\$		
	Rotación diaria promedio	
	2011	2012
MILA	127	125
Brasil	3.718	3.543
México	479	501

Fuente: FIAB

En cuanto al mercado de fondos, existían 6 fondos mutuos vigentes en las tres plazas bursátiles que conforman el mercado integrado a septiembre de 2013, el monto captado por estos fondos es bajo, alcanzando US\$20,67 millones. El monto captado sufrió una drástica disminución (64%) en comparación con diciembre de 2012, la disminución más importante fue la experimentada por los fondos chilenos (78%). Con lo anterior, los fondos chilenos creados para invertir en MILA, que a diciembre 2012 representaban 66% de los montos captados, pasaron a representar 40%, siendo los fondos peruanos los que registran las mayores captaciones a septiembre de 2013.

Cuadro 28: Monto captado por fondos mutuos creados para invertir en MILA, US\$

Fondos mutuos creados para invertir en MILA		Dic. 2012	Sept. 2013	variación
Chile	BANCHILE ANDES	2.491.809	1.666.640	-33%
	SURA - ACCIONES MILA	10.326.995	5.129.988	-50%
	CELFIN - CELFIN INFRAESTRUCTURA	23.238.613		-100%
	BBVA - ANDINO	1.882.219	1.662.644	-12%
Colombia	SERFINCO MERCADOS GLOBALES	2.356.595	764.058	-68%
Perú	BBVA FONDO ANDINO	14.277.989	9.787.739	-31%
	SURA MERCADOS INTEGRADOS	2.565.580	1.659.211	-35%
Total Chile		37.939.636	8.459.272	-78%
Total Colombia		2.356.595	764.058	-68%
Total Perú		16.843.569	11.446.950	-32%
Total fondos mutuos MILA		57.139.800	20.670.280	-64%

Fuente: Mercado MILA

3 CRITERIOS ACTUALES PARA EL REGISTRO DE TÍTULOS DE OFERTA PÚBLICA EN LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO

En este capítulo se realiza un análisis de la regulación y normativa vigente para el registro y emisión de títulos de oferta pública en los países de la región, con el objetivo de identificar la viabilidad de que las respectivas autoridades de supervisión de cada país homologuen los criterios de registro de títulos de oferta pública. A continuación se muestra una revisión de los principales criterios plasmados en la regulación y normativa de cada país.

3.1 Definición de Oferta Pública de Valores

Un primer aspecto que llama la atención en la región es la heterogeneidad y complejidad en la definición de las distintas regulaciones que rigen la oferta pública y la oferta privada. Si bien, las distintas jurisdicciones tienen regulaciones que distinguen aquellas ofertas que están dirigidas a inversionistas institucionales o calificados de las efectuadas al público en general, esas regulaciones difieren de las demás de los países de la región y entre las mismas de la propia jurisdicción, generando espacios para el arbitraje regulatorio a nivel local y regional.

A su vez, si bien las definiciones de oferta pública y privada se asemejan, éstas difieren entre sí y no se hace una definición basada en la plataforma de la emisión, por ejemplo

si la emisión pública debe ser hecha en bolsa para ser considerada como tal sino que por ejemplo, en el caso de Chile se especifica que puede ser dirigida a un grupo de inversionistas o segmento y cae dentro de esta definición amplia.

Por su parte, México y Perú, la distinción existe con mayor claridad y es explícita. Colombia, por su parte, hace una definición implícita de emisión privada puesto que cae en ella cualquier emisión que no se encuentre en la definición pública que es bastante acotada. Sólo se establece que las emisiones dirigidas a accionistas de derivados o bien de acciones de bajo número, no se considerarán emisiones públicas.

Adicionalmente, si bien la definición de inversionista institucional es similar, ello no sucede con la de inversionista calificado o acreditado. Ello puede dificultar la búsqueda de inversionistas calificados a nivel regional ya que en el caso de una jurisdicción tendrá ese tratamiento mientras que en las otras jurisdicciones no necesariamente.

3.2 Requisitos Generales para Efectuar Ofertas Públicas

Existen fundamentalmente dos modalidades de emisión. Una que sea a través de certificados emitidos localmente por un banco o depositario de la emisión de valores extranjeros contra cuyo depósito emite dichos certificados y la otra modalidad es la emisión directa en el mercado local.

En algunos casos, es indispensable contar con una institución patrocinante como es el caso de Perú para la modalidad de Ruteo Intermediado donde es la bolsa la que tiene esa función. De similar manera, en Colombia, se requiere de un administrador de la emisión pero adicionalmente, se establecen una serie de requisitos sobre la oferta pública previa de valores en el país de origen del emisor.

Por su parte, Chile contempla una modalidad especial para ciertas ofertas públicas de acciones y cuotas de fondos cuando el porcentaje colocado es superior al 10% del capital y en que los inversionistas no pueden invertir menos del 2% del capital del emisor. Bajo esa modalidad esas ofertas quedan exceptuadas del requisito de inscripción. La regla general en Chile es que para hacer oferta pública de valores debe inscribirse tanto del emisor como el valor a ser ofrecido, en el caso de emisores nacionales, y sólo del valor en el caso de valores extranjeros. Llama la atención la facultad que otorga la legislación de Chile a su regulador del mercado de valores, en que se le permite exceptuar de registro a los valores extranjeros de mercados con los cuyos reguladores haya suscrito acuerdos de colaboración que permitan contar con información suficiente, oportuna y veraz de los valores que serán ofrecidos.

En el caso de México, se establecen requisitos de equivalencia en el tratamiento de minoritarios (en el caso de acciones extranjeras a ser inscritas bajo el régimen normal en el registro de valores) tal como existan en el país de origen.

México se caracteriza también por autorizar transacciones de títulos extranjeros en el mercado local sin requerimiento de inscripción siempre que éstos se encuentren disponibles sólo para inversionistas calificados (sistema internacional de cotizaciones). Esta última modalidad ha contribuido al importante desarrollo del mercado de valores extranjeros tal como fue expuesto en el capítulo de hechos estilizados.

Para llegar al público general, es fundamental contar con los requerimientos de inscripción previa aprobación de la comisión de banca y valores, particularmente respecto a los derechos de minoritarios. Perú ofrece condiciones particulares al aceptar la inscripción automática de valores extranjeros amparados por el reglamento de ruteo intermediado, siempre que se encuentre debidamente autorizado por la SMV.

3.3 Oferta de Valores Extranjeros en el Mercado Nacional

En el ámbito de la emisión internacional, hemos distinguido por una parte la perspectiva local como recepcionista de valores extranjeros y por otra parte, la perspectiva de empresas locales que emitan en otros mercados de la región. La primera es analizada a continuación y la siguiente será abordada más adelante en este capítulo bajo el título de oferta de valores nacionales en el extranjero.

En Chile, la oferta pública de valores extranjeros, requiere de la inscripción del valor en el Registro de Valores Extranjeros. No obstante que recientemente se incorporó en la normativa una modalidad simplificada que permite la excepción de registro al amparo de convenios con reguladores extranjeros que den garantía que la información estará disponible de manera oportuna en el mercado local. En caso que una sociedad o un tercero (patrocinador) quiera inscribir los valores extranjeros, debe cumplir con los requisitos de inscripción que establezca la Superintendencia de Valores y Seguros. Pueden patrocinar la inscripción de valores extranjeros, aquellas sociedades que cumplan los requisitos de idoneidad que establezca la Superintendencia, los que a la fecha son intermediarios de valores y bolsas de valores, ambos nacionales.

En Colombia, se establecen requisitos explícitos para el emisor:

1. Cuando se trate de títulos de contenido crediticio, los mismos deberán ser a la orden o nominativos y designarse en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión (similar al caso de Chile);
2. Los valores a ser ofrecidos en Colombia deben ser susceptibles de ser ofrecidos públicamente en el país donde se encuentre el domicilio principal del emisor;
3. Los valores a ser ofrecidos en Colombia deberán estar 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;
4. Cuando se vayan a inscribir acciones, deberá informarse los derechos societarios que tendrán los inversionistas residentes en Colombia, así como los que tienen los inversionistas del país del emisor, acreditando además, a satisfacción de la Superintendencia Financiera de Colombia, la forma en que los accionistas residentes en Colombia podrán ejercer sus derechos;
5. La entidad extranjera deberá tener inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, de manera previa a la realización de la oferta. En este caso, se restringe a que los valores ya hayan adquirido el grado internacional previo a listarse en Bogotá.
6. Cuando ello sea requerido por la ley del país donde se encuentre el domicilio principal de la entidad extranjera, deberá acreditarse que la inscripción o la oferta de los valores a ser emitidos en Colombia fue debidamente autorizada por el organismo de control competente en dicha jurisdicción.

En México, por su parte, las sociedades extranjeras sólo pueden inscribir sus acciones en el Registro, si en opinión de la Comisión cuentan con protecciones a minoritarios equivalentes o superiores a las nacionales. Este es el criterio de adoptar el mayor estándar entre lo nacional y lo internacional. No obstante, esta modalidad conlleva dificultades de implementación (Bhattacharya (2008)) ya que no es sencillo establecer mecanismos de control para asegurar la igualdad en el trato de nacionales e internacionales.

Para el caso de Perú, las personas jurídicas constituidas en el exterior que pretendan realizar oferta pública de valores en el país, deben sujetarse a las disposiciones de carácter general que SMV establezca. Tratándose de valores extranjeros que se inscriban al amparo del “Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado” aprobado por SMV, la inscripción es automática a

solicitud de la Bolsa de Valores de Lima, siempre que se cumplan las condiciones definidas al efecto en dicho Reglamento. Recientemente se incorporó una nueva regulación denominada “Mercado de Inversionistas Institucionales”, mediante la que SMV estableció requisitos simplificados para la inscripción de valores extranjeros. No obstante, las ofertas públicas incluidas en ese mercado son: las registradas ante la SMV; las registradas ante la U.S. Securities and Exchange Commission - SEC y la SMV, así como las que se registran ante la SMV y son formuladas al amparo de la Regla 144A y/o la Regulación S de la U.S. Securities and Exchange Commission - SEC, emitidas bajo la U.S. Securities Act of 1933; y las registradas o reconocidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile y cualquier otra autoridad con la que la SMV suscriba un memorando de entendimiento en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

En síntesis, coexisten diversas regulaciones en cada jurisdicción en las que las más recientes incorporan mayores flexibilidades para facilitar la oferta de valores extranjeros, pero que al mismo tiempo difieren entre mercados y pueden generar confusión en los emisores e inversionistas, y espacios para arbitraje regulatorio.

3.4 Empresas listadas en diferentes mercados

Esto es lo que comúnmente se denominada del inglés “cross listings” o “dual listings” cuando se trata de emisiones en dos mercados de valores para un mismo activo financiero (normalmente acciones).

En Chile, La Superintendencia puede eximir de la obligación de inscripción, a emisores bajo la supervisión de reguladores con los que haya suscrito convenios de colaboración basados en la disponibilidad de la información entregada.

En Colombia, los valores extranjeros se pueden listar en los Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros, a petición de una sociedad corredora, o por las Bolsas de Valores en el marco de convenios de integración suscritos con otras bolsas extranjeras.

En México, los valores extranjeros pueden ser transados en México a través del Sistema Internacional de Cotización, para inversionistas calificados e institucionales (en el sentido expuesto anteriormente al describir a los calificados en cada jurisdicción).

En Perú, al amparo del “Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado” y a petición de la Bolsa de Valores de Lima, se pueden inscribir automáticamente y ofrecer en Perú los valores extranjeros sometidos a la fiscalización

de otro regulador, optar por el régimen normal (equivalente a un valor nacional) o acotar el alcance de la oferta y acogerse al mercado de inversionistas institucionales.

3.5 Transacción de Valores Extranjeros

En Chile, las transacciones de valores extranjeros inscritos en el Registro de Valores Extranjeros, sólo se pueden efectuar en bolsas de valores nacionales, o fuera de ellas en la medida que lo haya autorizado la Superintendencia, previo informe favorable del Banco Central.

En Colombia, los valores extranjeros inscritos bajo el régimen normal, pueden ser adquiridos por los inversionistas profesionales (o calificados) y clientes inversionistas.

Tratándose de valores extranjeros inscritos por la misma bolsa al amparo de convenios de integración con bolsas extranjeras, los valores se negociarán en la bolsa extranjera.

La intermediación en México de valores extranjeros no inscritos, sólo puede realizarse a través del Sistema Internacional de Cotización y adquiridos exclusivamente por inversionistas calificados.

En Perú, las transacciones con valores extranjeros que se inscriban al amparo del “Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado”, deben transarse en rueda de las bolsas de los países extranjeros mediante sistemas de ruteo que permitan el acceso de los corredores locales, o fuera de esos sistemas de negociación, conforme a las disposiciones de carácter general que SMV apruebe. Tratándose de valores que se inscriban para el mercado de inversionistas institucionales, sólo pueden ser adquiridos por esos inversionistas.

3.6 Ofertas de Valores Nacionales en el Extranjero

En Chile, los emisores de valores de oferta pública locales que ofrezcan valores en el extranjero, están obligados a presentar a la Superintendencia, la misma información y en iguales plazos a la que presenten a los reguladores extranjeros. Las entidades constituidas en el país pueden 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.

Para Colombia, las entidades constituidas en ese país que están habilitadas para ser emisores de valores, pueden ofrecer sus valores de forma simultánea en el exterior y

en el mercado local, previa autorización de la Superintendencia (en lo que se refiere a la oferta local). En el caso de oferta simultánea, de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, se requiere que la sociedad emisora tenga sus acciones inscritas en una bolsa de valores colombiana.

En México, por su parte, existe la obligación de notificar a la Comisión por la oferta de valores de personas mexicanas, en el extranjero.

Para Perú, las personas con valores o programas de emisión inscritos en el Registro que pretendan efectuar oferta de valores en el exterior deben presentar a SMV la información que esta entidad establezca mediante normativa.

3.7 Requisitos de Inscripción Valores Nacionales

En Chile las solicitudes de inscripción del emisor deben ir acompañadas de una solicitud de inscripción de los valores. La oferta de esos valores debe efectuarse dentro de un año. El solicitante está obligado a presentar la información sobre su situación jurídica, económica y financiera que la Superintendencia de Valores y Seguros le requiera para esos efectos. En términos generales, se requieren documentos relacionados con la constitución de la entidad y poderes otorgados a quienes la representan, prospectos, estados financieros preparados conforme a normas impartidas por la Superintendencia, y una o dos clasificaciones de riesgo, dependiendo del plazo de vencimiento, y contrato de emisión, en caso de títulos de deuda.

En Colombia la solicitud de inscripción se hace ante la Superintendencia Financiera. Existen dos “mercados”: el principal y el segundo mercado. En el caso del mercado principal, se debe hacer la solicitud acompañando antecedentes legales (autorizaciones, poderes, constitución, entre otros), clasificación de riesgo (en caso de bonos). En el caso del segundo mercado, los valores sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados.

En México las ofertas públicas que se realizan con motivo de una inscripción, deben ir acompañadas de un prospecto que cumpla las formalidades y contenido que establece la Ley de Mercado de Valores en su artículo 88. Para solicitar la inscripción de valores, se debe entregar a la Comisión, la escritura de constitución y modificaciones; el prospecto y suplementos informativos, en caso de colocaciones; los Estados Financieros conforme a principios reconocidos por la Comisión; entre otras disposiciones.

Existen 3 modalidades de inscripción: con oferta, sin oferta y preventiva. La inscripción sin oferta se exceptúa de la obligación de contar con prospecto, debiendo en su reemplazo remitir un folleto con la información similar con excepción de la que se refiere a la oferta (al no haber oferta). La preventiva, pretende dar un plazo determinado a la entidad para hacer una oferta con los valores inscritos (en el caso de títulos de deuda contempla el programa de deuda, es decir, la emisión y colocación de una o más series de valores, en forma sucesiva, durante un plazo y por un monto máximo en circulación).

En Perú el trámite de inscripción en el Registro de valores previamente emitidos y que serán negociados en mecanismos centralizados de negociación de valores, debe iniciarse en la bolsa o en la entidad responsable del respectivo mecanismo centralizado si se trata de colocaciones primarias. Luego de haber verificado el cumplimiento de los requisitos de inscripción y previo acuerdo del órgano competente que apruebe tal verificación, la bolsa o entidad responsable del mecanismo centralizado de negociación, dentro de los cinco días de adoptado el acuerdo, deberá remitir a SMV el expediente de inscripción del valor mobiliario. En el plazo de diez días de recibido el expediente, la Gerencia General de SMV inscribirá los valores en el Registro. Transcurrido dicho plazo sin que mediara pronunciamiento se considerará inscrito el valor automáticamente.

Existen 2 modalidades de inscripción: general y anticipada. Ambas pueden acogerse al Programa de Emisión de Valores. La inscripción anticipada, se emplea cuando se pretende efectuar una o más ofertas primarias o de venta en un período de tiempo dado. El Programa de Emisión, se emplea para la inscripción de los valores que se van a emitir en virtud de programas de emisión, o para la inscripción de los programas en sí mismos.

Además, recientemente se incorporó la modalidad simplificada de inscripción, denominada mercado de inversionistas institucionales.

3.8 Intermediación de Valores

En Chile para actuar como intermediario de valores, se requiere de la inscripción en el Registro de Corredores de Bolsa y Agente de Valores que mantiene la Superintendencia, cumplir los requisitos de capital¹ y condiciones de liquidez, endeudamiento y solvencia que establece la Superintendencia², y constituir una garantía a favor de terceros por 4.000 UF.

En Colombia las sociedades comisionistas de bolsa deben constituirse como sociedades anónimas y tienen por objeto exclusivo el contrato de comisión para la compra venta de valores, requiriendo la autorización de la Superintendencia Financiera para operar. Las sociedades comisionistas de bolsa pueden actuar, previa autorización del Superintendente Financiera de Colombia, como representantes en Colombia de los miembros de las bolsas de futuros y opciones del exterior, así como de las que constituyan las entidades financieras extranjeras especialmente calificadas por el Banco de la República.

En México, para actuar como casa de bolsa (corredora), se requiere constituir una sociedad mercantil con objeto social específico y domicilio en México, y la autorización de la Comisión. Para solicitar la autorización de la Comisión, se deben acompañar los antecedentes requeridos en el artículo 115 de la Ley de Mercado de Valores (estatutos, información de los socios, plan general de funcionamiento y comprobante bancario del depósito de un 10% del capital requerido para operar a favor de la Tesorería. Las casas de bolsa sólo pueden celebrar operaciones en el exterior, por cuenta propia o de terceros, en la medida que éstos puedan participar del sistema internacional de cotizaciones. Las casas de bolsa requieren de la autorización de la Comisión, para invertir en el capital social de casas de bolsas en el extranjero, y pueden operar en el exterior cumpliendo las normas que al efecto establezca la Comisión.

En Perú para poder actuar como agente de intermediación, se debe ser una sociedad anónima, contar con la autorización de organización y funcionamiento otorgada por SMV y cumplir los márgenes de liquidez, endeudamiento, garantías y capital requerido por ley y por SMV.

3.9 Mercados de Negociación

Es importante distinguir que en la región no es homogéneo el tratamiento respecto a las operaciones que se deben/pueden realizar en bolsa y aquellas que se pueden realizar fuera de ella.

En Chile Las acciones de sociedades anónimas abiertas (acciones inscritas en el Registro de Valores) sólo pueden ser intermediadas por corredores de bolsa. Estas transacciones deben efectuarse en bolsa.

En Colombia, Las sociedades comisionistas de bolsa (corredoras) pueden realizar fuera de bolsa, operaciones que tengan por objeto colocar en el mercado primario valores inscritos en bolsa, siempre y cuando el precio de colocación se encuentre

previamente determinado por el emisor, debiendo registrar esas operaciones en la bolsa el día inmediatamente siguiente.

En México, de conformidad al artículo 31 de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y Otros Participantes del Mercado de Valores, la oferta y negociación de valores inscritos en el Registro debe realizarse de la siguiente forma:

I. Las acciones o títulos de crédito que representen acciones se negociarán exclusivamente con la intermediación de casas de bolsa, a través de los sistemas que prevea el reglamento interior de la bolsa..

II. Los instrumentos de deuda inscritos bajo la modalidad “con oferta” podrán negociarse dentro o fuera de bolsa y con la intermediación de casas de bolsa e instituciones de crédito.

III. Los instrumentos de deuda y las acciones representativas del capital social de sociedades de inversión, cuyas emisoras obtengan la inscripción “preventiva” de sus valores, podrán negociarse fuera de bolsa, con independencia de los servicios de intermediación que las distintas entidades financieras puedan ofrecer respecto de dichos valores, en los términos de las leyes especiales que las rijan.

En Perú las ofertas públicas de valores deben tener la intervención de un agente de intermediación, salvo en el caso de instrumentos de corto plazo que coloque el mismo emisor; de instrumentos no accionarios que coloquen las entidades supervisadas por la Superintendencia de Banca y Seguros, que sean de su propia emisión; de colocaciones primarias de certificados de participación de fondos; y de las transacciones de inversionistas institucionales que autorice el Decreto Supremo del Ministro de Economía y Finanzas. Las transacciones con valores extranjeros que se inscriban al amparo del “Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado”, deben transarse en rueda de las bolsas de los países extranjeros mediante sistemas de ruteo que permitan el acceso de los corredores locales, o fuera de esos sistemas de negociación, conforme a las disposiciones de carácter general que SMV apruebe.

3.10 Mercados Especiales

Algunos de los segmentos relevantes encontrados en las diferentes jurisdicciones, se detallan a continuación:

En Chile Las bolsas de valores cuentan con un segmento de cotización denominado “Bolsa Off-Shore” en el que se transan los valores inscritos en el Registro de Valores Extranjeros. La ganancia de capital generada en la compra venta de esos valores por inversionistas extranjeros, no está afecta a pago de impuestos y esta característica es uno de sus pilares fundamentales. No obstante, este segmento no ha alcanzado el dinamismo que tiene por ejemplo, el sistema internacional de cotizaciones en México donde los requisitos de emisión y transacción son menos estrictos como se verificará más adelante.

Existe un segmento de mercado denominado “Bolsa Emergente”, en el que se negocian acciones de entidades con alto potencial de crecimiento, un determinado free float y que tienen un beneficio tributario por 3 años desde su apertura, equivalente al que tienen las acciones de sociedades anónimas con alta liquidez (exención al pago de impuesto por la ganancia de capital en la compra venta de acciones). Cabe recordar que en Chile, las acciones de empresas con alta liquidez están exentas de este tributo, lo que a su vez genera aún mayor liquidez en estos títulos.

Recientemente se introdujo en la regulación de Chile, un segmento bursátil de empresas extranjeras no reguladas en su mercado de origen, cuya regulación quedo completamente radicada en la reglamentación que cada bolsa nacional establezca. Sólo pueden participar de ese segmento los inversionistas calificados.

En Colombia existe el segmento de negociación denominado “Mercado Global”, en el que se transan valores extranjeros y que será explicado más adelante. A su vez, mediante el Decreto 4087 de 2010, se reglamentaron los sistemas de cotización de valores extranjeros a través de acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores, los cuales tienen por objeto permitir la puesta en funcionamiento, en el mercado colombiano, del Mercado integrado Latinoamericano - MILA. Dicho decreto fue complementado con las instrucciones impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia mediante la Circular Externa 001 de 2011.

En México, como ya fue expuesto anteriormente, existe un Sistema Internacional de Cotizaciones: sistema de bolsa para la negociación de valores extranjeros no inscritos pero cuyo emisor o mercado de origen es reconocido por la Comisión, en que participan casas de bolsa e instituciones de crédito; sólo pueden adquirir los valores, los inversionistas calificados e institucionales. En caso de emisores y mercados que no hayan sido automáticamente reconocidos por la Comisión, el reconocimiento debe solicitarse a la Comisión por una casa de bolsa o institución de crédito, a través de la Bolsa, o de oficio por ésta última.

En Perú, la Bolsa de Valores de Lima, cuenta con un segmento especial de capital de riesgo, en el que se listan acciones de empresas mineras junior, que cumplen los requisitos para ser cotizadas en bolsa, conforme al “Reglamento del Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima” (esquema similar al de la Bolsa de Toronto). Además, existe un segmento de mercado denominado “Mercado Alternativo de Valores”, en el que se permite a las PYMEs (conforme a la definición contenida en la reglamentación de ese mercado) registrar valores cumpliendo menores exigencias y pudiendo ofrecer los valores al público en general. A su vez, tal como se mencionara anteriormente, se creó el segmento denominado “Mercado de Inversionistas Institucionales”.

3.11 Ofertas públicas de acciones

En Chile, toda oferta de adquisición de acciones que permitan tomar el control de una sociedad anónima abierta, o de una que tiene a su vez el control de aquélla y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, debe efectuarse a todos los accionistas, a prorrata, por un período de entre 20 a 30 días³³ y por medio de un prospecto cuyo contenido mínimo establece la ley y la SVS. Ese plazo puede prorrogarse por una sola vez por un mínimo de 5 días y hasta 15 días. Las ofertas pueden modificarse durante su vigencia sólo para mejorar el precio o aumentar el número máximo de acciones que se ofrece adquirir. En caso de declarar no exitosa la oferta por materializarse la causales objetivas de caducidad del prospecto o por no alcanzar el mínimo establecido, el oferente podrá efectuar nuevas ofertas por las mismas acciones, sólo transcurridos 20 días después que la oferta quedare sin efecto. Al tercer día de la fecha de vigencia de una oferta, se deberá publicar su resultado indicando el número total de acciones recibidas, el número de acciones que se adquirirá, el factor de prorrata, si fuere el caso, y el porcentaje de control que se alcanzará como producto de la oferta. Dentro de otras excepciones que establece la ley, no se rigen por esas disposiciones la adquisición de acciones que sean enajenadas por el controlador de la sociedad, siempre que ellas tengan presencia bursátil y el precio de la compraventa no sea superior al 10% del precio de mercado.

La Superintendencia puede eximir del cumplimiento de estas normas a aquellas ofertas de hasta un 5% del total de las acciones emitidas, cuando ellas se realicen en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas.

En Colombia, toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo puede convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento del capital con

derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una OPA. De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo puede incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento, a través de una OPA. Si se adelanta una OPA, esta debe realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el cinco por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad. Ambas obligaciones no rigen para los fondos bursátiles ni a las cámaras de contraparte central. Las OPAs requieren de la autorización de la Superintendencia, son irrevocables y deben dirigirse a todos los accionistas. El plazo para recepción de aceptaciones no puede ser inferior a 5 días, y el de aceptación debe ser entre 10 y 30 días desde el término del plazo de recepción de aceptaciones. La OPA es prorrogable por una vez y con antelación de al menos 3 días hábiles de su vencimiento. El precio de la OPA no puede ser inferior al más alto pagado por el oferente en las adquisiciones de los últimos 3 meses. Si la bolsa contempla en su reglamentación la exigencia de garantías, éstas deberán ser constituidas previamente. Cuando un mismo beneficiario real adquiera más del noventa por ciento (90%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en bolsa de valores, los tenedores de valores que posean al menos el uno por ciento 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 México, La Ley regula dos tipos de OPAs, las voluntarias y las forzosas. Ambas requieren de la autorización de la Comisión.

Voluntaria: plazo mínimo 20 días hábiles; asignación a prorrata; modificable si implica un mejor trato a los destinatarios o si así lo establece el folleto; si la Comisión determina que los cambios son relevantes, plazo se extiende al menos en 5 días hábiles.

Forzosa: plazo mínimo 20 días hábiles; asignación a prorrata; modificable si implica un mejor trato a los destinatarios o si así lo establece el folleto; si la Comisión determina que los cambios son relevantes, plazo se extiende al menos en 5 días hábiles; aplica a quienes pretenden adquirir directa o indirectamente el 30% o más de las acciones ordinarias de la entidad, en una o varias operaciones simultáneas o sucesivas; oferta debe hacerse a todas las series de acciones y la contraprestación ofrecida debe ser la misma para todas; 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 debe realizarse por el cien por ciento del capital social cuando el oferente pretenda obtener el control de la sociedad.

En Perú, La persona natural o jurídica que pretende adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, 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 prorrata de las acciones que poseen. Adicionalmente, la exclusión de un valor del Registro obliga a quienes fuesen responsables de la misma, a efectuar una oferta pública de compra dirigida a los demás titulares del valor. Lo anterior, en la medida que la adquisición se trate de una transferencia a título oneroso; y que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% ó 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita remover o designar a la mayoría de los directores, o modificar los estatutos de la sociedad, y que no se encuentre dentro de las excepciones contenidas Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, de SMV. La vigencia de la OPA anterior debe ser de no menos de 20 días y será prorrogable una sola vez por un plazo similar al informado al mercado para la OPA. En los casos en que debe hacerse una OPA posterior, de acuerdo al Reglamento, la vigencia de la OPA no puede superar los 40 días de rueda.

3.12 Emisión de deuda corporativa

En Chile existen dos modalidades de inscripción. La primera consiste en la inscripción de una emisión específica de títulos de deuda y, la segunda, en la inscripción de una línea de títulos de deuda contra la que se van emitiendo títulos por un monto acumulado de hasta el monto aprobado en esa línea dentro de un plazo determinado. En el caso de títulos de deuda, la Ley de Mercado de Valores, regula el contenido mínimo que debe tener el contrato de emisión y establece un conjunto de protecciones a los tenedores de bonos, como por ejemplo, la obligación de contar con un representante de los tenedores de bonos y la existencia de juntas de tenedores de bonos, en el caso de títulos de deuda de mediano y largo plazo. Tratándose de títulos de deuda extranjeros, además de esas dos modalidades, esos instrumentos pueden

inscribirse bajo jurisdicción local, cumpliendo las disposiciones legales aplicables a los títulos de deuda nacionales y la normativa impartida para esos efectos, o como títulos extranjeros para ser transados en el mercado de valores extranjeros.

La oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo sea superior a un año, sólo podrá efectuarse mediante bonos y con sujeción a las disposiciones generales establecidas en la Ley de Mercado de Valores y normativas específicas de la SVS. Al requerirse la inscripción de una emisión de bonos, el emisor deberá acompañar a la Superintendencia ejemplares de la escritura pública que hubiera otorgado con el representante de los futuros tenedores de bonos, el que será designado por el emisor en el mismo instrumento, sin perjuicio de que pueda ser sustituido en cualquier tiempo por la junta general de tenedores de bonos. La escritura contendrá todas las características y modalidades de la emisión, la designación de un administrador extraordinario de los fondos a recaudarse y de un encargado de la custodia, en su caso, y la determinación de los derechos y obligaciones del emisor, del administrador extraordinario, del encargado de la custodia, de los tenedores de bonos y de su representante.

Sólo podrán ser representantes de los tenedores de bonos y administradores extraordinarios, los bancos, las sociedades financieras y las demás personas que autorice la Superintendencia por medio de una norma de carácter general. Ellos deberán acreditar y mantener permanentemente un patrimonio mínimo equivalente a 5.000 unidades de fomento. Las personas a que se refiere este artículo, no podrán ser personas relacionadas al emisor. Si durante el desempeño de sus cargos se produjere alguna inhabilidad por esta razón, se abstendrán de seguir actuando, renunciando al cargo y, además, deberán informar estas circunstancias como hecho esencial a la Superintendencia que los fiscalice, al representante de los tenedores de bonos, en su caso, y se citará en el más breve plazo a junta de tenedores de bonos, cuando la inhabilidad afecte a este último o al administrador extraordinario. La emisión de bonos podrá hacerse con o sin garantía, pudiendo utilizarse en el primer caso cualquiera de las garantías generales o especiales establecidas por la ley.

En Colombia, en el caso de bonos inscritos en el Segundo mercado, no requieren de representante de los tenedores de bonos, mientras que los del mercado principal si lo requieren. Los títulos de deuda deben cumplir ciertas condiciones que se establecen en el artículo 6.1.1.1.5 del Decreto Único 2.555, que se refieren a la estructuración de pago, definición de tasas y valores nominales, y las condiciones de emisión que están reguladas en el Libro 4, de la Parte 6, del Decreto Único 2.555. Estos títulos, pueden inscribirse bajo la modalidad tradicional o a través de la inscripción de un programa

de emisión, contra el que se irán haciendo varias emisiones durante el período establecido en el programa. Además, se pueden emitir bonos bajo la modalidad de emisiones sindicadas. Los pagarés, están regulados en el Libro 6 de esa Parte.

En México, la emisión de títulos de deuda de corto y mediano plazo deberá realizarse a través de intermediarios bursátiles (casas de bolsa) y los tenedores tener un representante común (casa de bolsa o fideicomiso bancario). Uno de los requisitos para emitir obligaciones es obtener la opinión de una empresa calificadora de valores independiente, autorizada por la CNBV. Para listar los valores en el mercado las empresas deben, una vez integrados los paquetes de información, que incluye la preparación de un prospecto de colocación, realizar los pasos listados a continuación:

- Solicitar simultáneamente a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) la inscripción al listado.
- Definir las características de la emisión y oferta pública.
- Depositar los valores que amparan la emisión en la S.D. Indeval.
- Realizar la oferta pública.
- Inscribirse a Emisnet (BMV).

En el caso de Perú, también existen las dos modalidades de inscripción, esto es, la inscripción de una emisión específica o de un programa de emisión de valores (línea) contra la que se emitirán los títulos de deuda. Los requisitos de inscripción dependen de si el oferente realizará una colocación primaria o una colocación secundaria de valores. Además de esas modalidades, recientemente se introdujo un segmento especial con requisitos menores de inscripción para las ofertas públicas de valores dirigidas a inversionistas institucionales, segmento denominado Mercado de Inversionistas Institucionales. Si bien, en Perú toda emisión de bonos requiere de la designación del representante de los obligacionistas, esa condición no es necesaria cuando la oferta está dirigida a inversionistas institucionales.

Otro aspecto relevante para el mercado de bonos tiene que ver con la clasificación de riesgo. En México, esta clasificación puede ser efectuada por una clasificadora autorizada por la CNBV y en Chile existe una figura única a nivel regional denominada Comisión Clasificadora de Riesgo (CCS). Esta fue creada en 1985 para apoyar el proceso de desarrollo del nuevo sistema de fondos de pensiones. Las atribuciones de la CCS son amplias y deben autorizar o rechazar instrumentos financieros nacionales y extranjeros.

Los emisores de la región pueden eventualmente realizar una emisión en otro mercado y moneda que no sea la de circulación nacional. Ya hay casos de emisiones de empresas de Perú denominados en UF (instrumentos indexatorio del peso chileno) y es fundamental potenciar esta opción de financiamiento. A su vez, Colombia, Brasil, Perú y Uruguay ya han efectuado emisiones internacionales denominadas en sus propias monedas [Tovar & Quispe-Agnoli (2008b)]. Chile está estudiando un camino similar.

En numerosos casos, el emisor tendrá incentivo a una emisión en otra moneda para hacer cobertura de riesgo en caso de percibir ingresos en la moneda en la que se planifique la emisión. No obstante, hay casos en los que la emisión en el mercado extranjero expone al emisor a exposición cambiaria. En este caso, el desarrollo del mercado de derivados es un apoyo relevante. En estos casos, la disponibilidad de futuros, forwards y opciones sobre tasa de interés y/o tipo de cambio son necesarios. También, bajo un esquema similar a la opción vía forwards, el mercado de swaps puede solucionar posibles exposiciones a otras monedas y así aprovechar mejor los menores costos de emisión en un mercado frente al otro (particularmente si se trata del mercado local). Resultaría natural por los requerimientos de volumen que aunque el subyacente no se transe en el mismo mercado, el derivado encuentre un mercado único.

Desde el punto de vista de la demanda, el mercado de bonos corporativos presenta algunas trabas. Desde luego, los institucionales se encuentran con las mismas restricciones ya comentadas en el caso de la administración de fondos de terceros.

Uno de los aspectos importantes a tratar en materia de emisiones de bonos corporativos tiene que ver con la modalidad Eurobonos donde no hay mayor mención a ello en las distintas leyes y normativas de las diferentes jurisdicciones. Esto es, permitir de manera más explícita la emisión de bonos en un mercado distinto cuya moneda no coincide con el mercado de destino. Asimismo, esto tiene que ir acompañado de la posibilidad de acceder al mercado de derivados, particularmente asociado al desarrollo de SWAPS. La razón radica en permitir que emisores emitan donde aparentemente se encuentren con mejores condiciones de costo y no tengan que quedar expuestos necesariamente a la moneda de emisión. De esta forma, se permitiría aplicar el principio de la ventaja comparativa.

4 CRITERIOS Y TRATAMIENTOS TRIBUTARIOS DE LAS UTILIDADES, DIVIDENDOS Y GANANCIAS DE CAPITAL EN LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO

En este capítulo del informe se realiza un análisis del tratamiento tributario actual a las utilidades, dividendos y ganancias de capital que recibe el inversionista extranjero en Chile, Colombia, México y Perú, así como los convenios de doble tributación vigentes entre estos países. Lo anterior con el fin de identificar, la brecha entre la situación actual y la situación de un mercado integrado.

4.1 Sinopsis de la Tributación a Servicios Financieros en América Latina

El cuadro a continuación resume las tasas impositivas que, en los casos generales, debe pagar un inversionista extranjero frente a distintas operaciones financieras.

Cuadro 29: Impuestos que pagan los inversionistas extranjeros en operaciones financieras

	Chile	Colombia	México	Perú
Ganancias de Capital	0% para acciones con presencia bursátil y 35% en los casos restantes	0% si la venta no supera el 10% de las acciones en circulación de la sociedad emisora en el mismo período fiscal	0% para las acciones en bolsa	5% después del tramo exento si las acciones se negocian en la Bolsa de Valores. 30% si se negocian fuera de Bolsa.
Intereses instrumento de renta fija	Impuesto Adicional (35%)	Impuesto a la Renta (33%)	4,9%	Impuesto a la Renta (30%)
Dividendos	Impuesto Adicional (35%) Crédito Impuesto 1a Categoría (17% o 20%)	0% Sobre dividendos que han tributado en cabeza de la sociedad emisora. 33% Sobre dividendos que no pagaron impuesto en cabeza de la sociedad emisora.	Dividendos x 1,4286 Impuesto sobre la renta (30%)	4,1%
Transacciones financieras	Impuesto timbre y estampillas (máximo 0,4% anual)	Gravamen a los movimientos financieros (0,4% por operación)	Impuesto a los depósitos en efectivo (3%)	Impuesto a las Transacciones Financieras (0,005% por operación)

Fuente: Elaboración propia en base a las leyes del impuesto a la renta de cada país.

4.2 Chile

Las ganancias de capital por enajenación de acciones, bonos y *debentures* no pagan impuestos, al no considerarse ingresos constitutivos de renta, cuando se trate de activos financieros que tengan “presencia bursátil”. Esto define a los valores que estén inscritos en el Registro de Valores, estén registrados en una bolsa de valores en Chile, y cumplan con el requisito de tener presencia ajustada igual o superior al 25% o contar con un “Market Maker”, todo de acuerdo a lo establecido en Norma de Carácter General N° 327 del 17 de Enero 2012, de la Superintendencia de Valores y Seguros².

Cuando la ganancia de capital se obtenga por enajenación de valores que no respondan al caso mencionado anteriormente, las ganancias de capital son tratadas como renta chilena, y los no residentes deberán pagar el impuesto adicional, con tasa de 35%, de carácter único, en los siguientes casos:

- Cuando al menos un 20% del valor de mercado de lo que el enajenante posee, directa o indirectamente, en la sociedad o entidad extranjera, provenga de acciones, derechos, bienes muebles o inmuebles, etc., de entidades situadas en Chile.
- Cuando el precio de mercado de los activos que se encuentren en Chile pero que se adquieran de manera indirecta tengan un valor igual o superior a las 210.000 UTA³.
- Cuando la sociedad extranjera esté domiciliada en un país considerado como “paraíso fiscal” por la OECD; a menos que el vendedor o el comprador demuestren que: 1) la sociedad extranjera que enajena sus títulos no tiene un asociado con residencia en Chile con un porcentaje de participación superior o igual a 5%, y 2) que los socios o accionistas que controlen más del 50% de la entidad no están domiciliados en ninguno de los países mencionados anteriormente.

Además de todo lo anterior, la ganancia de capital se gravará con el impuesto adicional⁴ que se aplica a los no residentes, solo si la enajenación alcanza, directa o indirectamente, el 10% o más de acciones, títulos, etc., de la sociedad extranjera.

² Para detalles sobre las condiciones del Market Maker y la determinación de la presencia ajustada de un valor, ver la definición de la Circular N°327.

³ UTA: Unidades tributarias anuales. Para 2013, el valor promedio aproximado de una UTA es de US\$980.

En el caso de los intereses, aunque la tasa general es de 35%, estos pagarán una tasa de 4% cuando se trate de depósitos a plazo en instituciones bancarias y bonos o debentures emitidos por empresas chilenas o por el Estado de Chile, entre otras excepciones.

Finalmente, los dividendos o repartos de utilidades al extranjero pagan el impuesto adicional con tasa de 35%; sin embargo, tienen un crédito tributario igual al pago de impuesto de primera categoría (impuesto a las empresas) que la sociedad haya realizado, cuya tasa asciende a 20%⁵.

4.3 Colombia⁶

En términos generales⁷, la tasa de impuesto sobre la renta en Colombia es de 25%. Sin embargo, se contempla un régimen especial para usuarios industriales y zonas francas, con una tasa de 15%. En el caso de los no residentes, la tasa es de 33%.

Además, existe un sistema de progresividad en la tarifa del impuesto sobre la renta para las empresas que inicien actividades y que sean consideradas pequeñas, en base a sus activos (menor a USD 1.500 aproximadamente) y al número de empleados (menos de 50): 0% los primeros dos años, 6,25% el tercer año, 12,5% el cuarto año, y 18,75% el quinto año.

Recientemente, fue establecido el impuesto sobre la renta para la equidad (CREE), cuya tasa de 2013 a 2015 es de 9%, y de 8% a partir de 2016.

Para que la persona natural sea considerada como residente, tiene que permanecer continua o discontinuamente en el país por más de 183 días calendario, incluyendo los días de entrada y salida del país, o tiene que ser nacional residente, o que durante el año tenga su centro de intereses vitales, económicos o de negocios en el país⁸.

Existen ciertas operaciones que cuentan con descuentos (o créditos) tributarios, entre ellas los impuestos pagados en el exterior, aportes parafiscales para la generación de nuevos empleos formales y el IVA pagado en importación de maquinaria y equipos para industrias.

⁴ Así se denomina el impuesto a los no residentes.

⁵ Si las utilidades repartidas corresponden a un año anterior a 2011, la tasa de primera categoría será la correspondiente a dicho año. Cabe señalar que antes de 2011 la tasa de primera categoría era de 17%.

⁶ Basado en el capítulo 7 de la “Guía legal para hacer negocios en Colombia. 2013”. Ver www.proexport.com.co.

⁷ Basado en el capítulo 7 de la “Guía legal para hacer negocios en Colombia. 2013”. Ver www.proexport.com.co.

⁸ Ver el artículo 10 del Estatuto Tributario Colombiano.

En el caso de los créditos sobre el impuesto a la renta, el 50% del gravamen a los movimientos financieros sirve de crédito para dicho impuesto. Además, los intereses que deban cancelarse por deuda obtenida en entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia son deducibles en un 100%. También, en el caso de los residentes, se encuentran los impuestos pagados en el exterior. Por último, los gastos generados en el exterior con retención en la fuente también son deducibles, y en el caso que no se les haya practicado la retención en la fuente no pueden exceder el 15% de la renta líquida del contribuyente.

Además, hay operaciones que son consideradas no constitutivas de renta. Entre estos ingresos se cuentan los dividendos que provengan de utilidades que ya hayan sido gravadas en cabeza de la sociedad colombiana que las distribuye; las ganancias de capital provenientes de la enajenación de acciones que cotizan en bolsa que no excedan del 10% de la participación de la sociedad durante el año gravable, indemnizaciones por seguros, y la distribución de utilidades por liquidación de sociedades. El resto paga el impuesto a la renta con tasa de 33%.

En Colombia también se practica la retención en la fuente (recaudación anticipada) a entidades sin domicilio en Colombia. En el caso general, la tasa de la retención es de un 33%, aunque existen otras tasas dependiendo de la naturaleza de la operación.

4.4 México

La legislación mexicana considera como residentes en el extranjero a quienes no tienen habitación en el país, o, en el caso de personas naturales, que más del 50% de sus ingresos anuales se generen fuera del país. Los honorarios pagados a personas residentes en el extranjero no pagan impuesto por dichos ingresos.

El impuesto a la renta en México es de 25%. Para calcular el impuesto a las utilidades o dividendos remesados, se multiplica el importe remesado por 1,4286 y al resultado se le aplica una tasa de 30%.

Los ingresos por ganancias de capital no pagan impuestos si se enajenan acciones de la Bolsa Mexicana de Valores; en caso contrario, deben pagar el impuesto a la renta de 25% sin deducción alguna. En el caso de que los contribuyentes no residentes tengan un representante en el país, tienen la opción de calcular el impuesto sobre la ganancia de capital, en lugar de calcularlo sobre el monto total de la operación, y aplicando sobre dicha ganancia una tasa de 28%.

Respecto a los ingresos por intereses, existen tasas diferenciadas de impuesto, dependiendo del tipo de operación. En el cuadro a continuación se describe el tipo de interés y la tasa de impuesto asociada en cada caso.

Cuadro 30: Tasa de impuesto asociada a ingresos por intereses en México.

Tasa	Tipos de intereses
10%	Intereses pagados por entidades de financiamiento pertenecientes a estados extranjeros y bancos extranjeros, siempre que sean los beneficiarios efectivos de los intereses y cuenten con registro en el Registro de Bancos, Entidades de Financiamiento, Fondos de Pensiones y Jubilaciones y Fondos de Inversión en el Extranjero.
10%	Intereses pagados provenientes de títulos de crédito colocados a través de bancos o de casas de bolsa, en un país con el que México no tenga celebrado tratado para evitar la doble tributación, siempre que dichos documentos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
10%	Por la adquisición de un derecho de crédito de cualquier clase, presentes, futuros o contingentes.
4,9%	Intereses provenientes de títulos de crédito colocados entre el gran público inversionista, ganancias provenientes de su enajenación, los percibidos de certificados, aceptaciones, títulos de crédito, préstamos u otros créditos, a cargo de instituciones bancarias, sociedades financieras de objeto limitado, o de organizaciones auxiliares de crédito, siempre que estos documentos se encuentren registrados en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; de lo contrario, se aplicará la tasa de 10%.
4,9%	Intereses pagados a entidades de financiamiento del extranjero, en las que el gobierno federal participe en su capital social, siempre que sean beneficiarias efectivas de los mismos y se encuentren inscritas en el registro mencionado.*
15%	Intereses pagados a reaseguradoras.
21%	Intereses: • Pagados por instituciones bancarias, distintos de los señalados anteriormente. • Pagados a proveedores del extranjero por venta de maquinaria y equipo, que formen parte del activo del adquirente. • Los pagados a residentes en el extranjero para financiar la adquisición de maquinaria y equipo, y en general para la habilitación, avío o comercialización, siempre que se haga constar en el contrato y se trate de sociedades registradas en el Registro de Bancos, Entidades de Financiamiento, Fondos de Pensiones y Jubilaciones y Fondos de Inversión del Extranjero.
30%	Resto de los intereses no exentos, distintos a los anteriores.

Fuente: Servicio de Administración Tributaria, México.

4.5 Perú

La legislación tributaria para personas naturales no residentes en Perú, con rentas con fuente peruana, considera una tasa de 4,1% para los dividendos o utilidades distribuidos al extranjero. En el caso de ganancias de capital, si los valores son negociados fuera de una Bolsa de valores del Perú, pagan una tasa de 30%. Por otra parte, los intereses que son pagados por empresas domiciliadas en el país pagan impuesto con tasa de 30%.

En el caso de personas jurídicas no residentes, si estas reciben intereses por un crédito externo, dichos recursos ingresan al país, y el interés anual generado no supera en más de 3 puntos la tasa preferencial, los ingresos por intereses pagan una tasa de impuesto de 4,99%; si no cumple dichas condiciones, 30%. Por otra parte, si los intereses son abonados al exterior por empresas establecidas en el país, pagan una tasa de 1%. En el caso de dividendos o utilidades remesadas, la tasa también es de 4,1%. En el caso de las ganancias de capital, si estas se generan por la venta de títulos en una Bolsa de valores de Perú, la tasa de impuesto es de 5%.

Perú por su parte tiene un impuesto sobre las transacciones financieras el cual recae sobre todas las operaciones en moneda nacional o extranjera que se realizan a través del sistema financiero, cuya tasa corresponde a un 0,005%. En caso de que el contribuyente realice más del 15% de sus transacciones sin utilizar dinero en efectivo u otros medios de pago, se gravan los montos que exceden el 15% con una tasa igual al doble a la ya mencionada. Este impuesto sirve de crédito al impuesto a la renta.

4.6 Convenios de Doble Tributación

A continuación, se describen brevemente los acuerdos de doble tributación firmados entre los países en estudio. Cabe aclarar que existen acuerdos que están en proceso, pero a la fecha se encuentran pendientes, como el acuerdo entre Colombia y México.

4.6.1 Chile – Perú

En el caso de Chile, el convenio establece que para los residentes chilenos (peruanos) que paguen impuestos en Perú (Chile) por sus rentas podrán usarlas de crédito contra los impuestos chilenos (peruanos) sobre los ingresos. En el caso de los residentes peruanos pueden acreditar con tope la cantidad de impuestos que deben pagar en su país.

En el caso de los dividendos, intereses y regalías generados en Chile (Perú) por residentes de Perú (Chile) deben pagar el impuesto a la renta en este país y el país de origen de la renta puede cobrar un gravamen.

En el caso de los dividendos el impuesto así exigido no puede exceder del 10% del importe bruto de estos si el beneficiario es una sociedad que controla directa o indirectamente un porcentaje mayor al 25% de las acciones con derecho a voto en la sociedad que paga los dividendos. Para los otros casos el impuesto tiene como cota máxima un 10%. Para el caso de los intereses y regalías la máxima tasa que se puede cobrar es de un 15%.

Las ganancias de capital que un residente de Chile (Perú) obtenga por la venta de títulos u otros derechos representativos del capital de una sociedad, o de cualquier instrumento financiero situado en Perú (Chile) son susceptibles a impuestos en Perú (Chile).

4.6.2 Colombia – Perú (Comunidad Andina)

El acuerdo con la CAN (Perú, Ecuador y Bolivia) establece que los beneficios de las empresas, dividendos y participaciones, intereses ganados y ganancias de capital serán gravados únicamente en el país en que se originaron. En general el principio de la fuente es el que rige y permite evitar la doble tributación.

4.6.3 Colombia – Chile

El convenio con Chile comprende los impuestos a la renta y al patrimonio, todas las rentas no asociadas a estos impuestos pueden ser gravadas en ambos países. Se define un establecimiento permanente a los servicios prestados por personas jurídicas o naturales de un país al otro, si estos tienen una duración mayor a 183 días dentro de un periodo de 12 meses.

Respecto a los dividendos se establece que el impuesto así exigido no podrá exceder de:

1. 0% del importe bruto de los dividendos si el beneficiario efectivo es una Sociedad que posea directamente al menos el 25% del capital de la sociedad que paga los dividendos.
2. El 7% del importe bruto de los dividendos en todos los demás casos.
3. Tratándose de dividendos que de ser distribuidos a residentes en Colombia hubiesen estado gravados a la tarifa general del impuesto de renta (33%), la tarifa de retención en la fuente podrá reducirse al 7% siempre que corresponden a rentas exentas en cabeza de la sociedad domiciliada en

Colombia y que dicha parte se reinvierta en la misma actividad productora de renta en Colombia durante un término mínimo de 3 años.

4. El pago de impuesto de renta en Colombia que genere un ingreso no constitutivo de renta ni ganancia ocasional para los accionistas chilenos que superen el 65% de la utilidad comercial antes de impuestos, permitirá girar el exceso con tarifa del 7% siempre que las utilidades se reinviertan en la misma actividad productora de renta por un término mínimo de 3 años.

4.6.4 México – Chile

El convenio entre estos dos países comprende los impuestos sobre la renta junto con, en el caso mexicano, el impuesto al activo. Se define un establecimiento permanente a los servicios prestados por personas jurídicas o naturales de un país al otro, si estos tienen una duración mayor a 183 días dentro de un periodo de 12 meses.

Respecto a los dividendos se establece que el impuesto así exigido no podrá exceder de:

1. 5% del importe bruto de los dividendos si el beneficiario efectivo es una Sociedad que posea directamente al menos el 20% del capital de la sociedad que paga los dividendos.
2. 10% del importe bruto de los dividendos en los demás casos.

En el caso de los intereses, estos pueden someterse a la legislación donde está la fuente. También pueden someterse a la legislación del país en el cual el contribuyente es residente, mientras no exceda el 15% del importe bruto de los intereses.

5 REVISIÓN DE HITOS EN EL PROCESO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA UNIÓN EUROPEA⁹

En esta sección se realiza una síntesis de las principales políticas de integración financiera y se revisan hitos del proceso de integración del mercado de valores con el fin de extraer lecciones relevantes para el caso de los países de la Alianza del Pacífico.

5.1 Principales políticas de integración financiera

Las políticas de integración financiera en Europa están plasmadas en tres iniciativas principales: 1) FSAP, Financial Service Action Plan; 2) el proceso Lamfalussy, y 3) 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 FSAP.

5.1.1 Financial Service Action Plan, FSAB

El *Financial Service Action Plan, FSAB*, puesto en marcha en 1999, estuvo dirigido a remover las barreras para los flujos transfronterizos de servicios financieros y capital dentro de la Unión Europea. La fase legislativa del FSAP fue completada en el año 2005 y a partir de ese año se inició la implementación de las diferentes medidas a nivel nacional.

El FSAP, sobre la base de un trabajo previo que identificó las principales barreras, definió tres objetivos estratégicos: 1) un único mercado mayorista, 2) mercados retail abiertos y seguros y 3) reglas prudenciales y de supervisión. Para esto generaron una serie de directivas, en el cuadro a continuación se muestran las que están relacionadas más directamente con los mercados financieros.

La piedra angular de FSAB es la Directiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) implementada totalmente fines de 2007. 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.

⁹ Síntesis basada en la revisión de fuentes bibliográficas: Integrating Europe's Financial Markets. IMF. Decressin, Faruquee y Fonteyne. 2007. Financial Integration in Europe, European Central Bank, 2013. La armonización de la gestión de los fondos de inversión, García Martínez Luz, Universidad Complutense, 2012.

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.

Las directivas “prospectos” y “transparencia” son particularmente importantes en el proceso de integración. Estas directivas buscan unificar las reglas impuestas para los emisores relacionadas con la divulgación de información y permite realizar emisiones en los mercados de la UE sobre la base de un solo prospecto.

Cuadro 31: 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	Implementación de Basilea II

Temas	Contenido
para bancos y firmas de inversión	
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: Integrating Europe`s Financial Markets. IMF. Decressin, Faruquee y Fonteyne.2007

5.1.2 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 FSAB.

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; 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.

5.1.3 White Paper

El **White Paper** definió las políticas prioritarias para el período 2005-2010, focalizándose en las siguientes áreas:

Cuadro 32: 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.
Fondos de inversión	El aumento de la eficiencia en el marco de los fondos de inversión armonizados (UCIT, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives) se busca a través de medidas legislativas y no legislativas, mediante la simplificación del pasaporte, armonización de prospectos y el incremento de la cooperación entre supervisores. Otro aspecto es clarificar el tratamiento impositivo para las fusiones de fondos y la delegación de actividades de custodia de valores.
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: Integrating Europe's Financial Markets. IMF. Decressin, Faruquee y Fonteyne.2007

5.2 Integración del mercado de renta variable

La consolidación del mercado accionario y los esfuerzos de armonización regulatoria se aceleraron después de la introducción del euro. Actualmente el mercado 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, se produjo en forma descentralizada 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 estas reglas 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. 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 marzo de 2012, la Comisión Europea adoptó una propuesta de Reglamento sobre los depositarios centrales de valores y sobre la mejora de la liquidación de valores. El futuro reglamento establecerá 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. Tendrá un impacto importante en el marco jurídico de la UE para las infraestructuras del mercado financiero.

En 2012 también existió otra iniciativa legislativa en el ámbito de la administración de fondos de inversión que incluye la publicación de estándares técnicos regulatorios que complementan la Directiva de Fondos del FSAB y una propuesta para la Directiva UCITS V relacionada con la remuneración de los operadores UCITS y reglas concernientes con los depositarios.

5.2.1 Modelo 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. 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 que generalizaron la adopción de estándares más altos en todos los países miembros.

5.2.2 Cross listing

El “cross listing” de acciones en Europa no ha sido una solución muy eficiente para la integración financiera. Si bien, constituye un mecanismo para facilitar las transacciones transfronterizas en la ausencia de una infraestructura de mercado integrada, tiende a crear mercados paralelos para el mismo activo, fragmentando la liquidez en el proceso (Faruquee 2007).

Las compañías emisoras, al listar sus acciones en múltiples mercados, acceden a una base de inversionistas más amplia a un menor costo. Los inversionistas extranjeros, a través del cross listing pueden mitigar la segmentación de mercado, al reducir las barreras que generan la regulación o la carencia de información. Sin embargo, listarse en múltiples mercados, también implica costos más altos. Hay costos de *compliance* relacionados con operar bajo varios set de reglas y costos de establecer acuerdos para la liquidación y compensación en el mercado extranjero.

En mercados más fragmentados, las listas múltiples pueden ayudar a reducir barreras. Sin embargo, en la medida en que el mercado se integra y el costo del cross listing se reduce, también lo hacen los incentivos y beneficios. En Europa. Wójcik, Clark and Bauer (2004) encontraron que las compañías listadas en otros mercados europeos no tuvieron ventajas en los ratings de gobernanza corporativa, en tanto las listadas en los mercados en Estados Unidos si lo hicieron.

El cross listing, puede fragmentar la liquidez sobre diferentes mercados, con consecuencias adversas para los precios, profundidad y volatilidad de los mercados. Pagano y otros (2001) encontraron que las compañías europeas listadas fueron atraídas por las bolsas más líquidas y por mercados en donde estaban listadas otras compañías de la misma industria.

5.2.3 Pasaporte UCIT para la gestión de fondos de inversión

La Directiva UCIT (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives), que considera el pasaporte para las sociedades gestoras, se empezó a implementar en julio de 2011, por lo cual aún no se han realizado evaluaciones sobre su impacto en la integración y desarrollo del mercado de fondos. Sin embargo, a continuación se realiza una revisión de su alcance con relación a las transacciones transfronterizas.

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 establecidos 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 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. La Directiva armoniza la normativa de cada país, estipulando la información que las sociedades administradora debe entregar al organismo regulador, los requisitos que deben cumplir para su acreditación como: 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 las sociedad administradora, normas de transparencia, divulgación de información, requisitos de entrega de información previa al inversionista, gobierno corporativo, entre las principales.

European Securities and Markets Authority (ESMA) es la autoridad encargada de llevar 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.

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, en primer lugar, ofrece la oportunidad a los gestores de

fondos 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, siempre y cuando los Estados miembros impongan requisitos más estrictos. Las gestoras tienen como plazo julio de 2014 para informar a ESMA los fondos que comercializará entre inversionistas no profesionales y los requisitos adicionales impuestos.

En segundo lugar, 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.

La normativa abre 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. El pasaporte también permitirá 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.

6 REQUERIMIENTOS PARA UN PROCESO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA EFICAZ

6.1 Análisis de viabilidad para la homologación de requisitos para el registro de valores de oferta pública

Los últimos cambios introducidos a la legislación y normativa en Chile, Colombia y Perú, mediante las que se flexibilizan los requisitos para la inscripción y oferta pública de valores extranjeros en sus mercados y se generan segmentos con menor carga regulatoria para las pequeñas y medianas empresas, denotan el mayor énfasis, que en materia comercial y regulatoria, está teniendo la integración de los mercados de valores en las economías en desarrollo y emergentes de Latinoamérica.

Este fenómeno puede atribuirse al impacto que ha tenido en las economías emergentes el proceso de integración de las economías desarrolladas, como respuesta natural a la necesidad de incrementar la profundidad, liquidez y recursos disponibles para inversión en esos mercados para mantener el atractivo de los inversionistas y emisores de valores¹⁰. Los procesos de integración, tanto de bolsas de valores como de las jurisdicciones en caso de Europa, ocurridos en los últimos 20 años, han generado mercados de valores extremadamente líquidos y profundos, y con bajos costos de transacción, que disminuyen el atractivo de las de economías menos desarrolladas.

Esa pérdida de atractivo, se suma a la cada vez mayor necesidad de elevar los estándares regulatorios para cumplir con aquellos nuevos requeridos por los inversionistas y recomendados por organismos internacionales con motivo de las crisis y escándalos financieros internacionales, lo que se traduce en mayores costos regulatorios.

Es en ese contexto que resulta en extremo atinente que los reguladores y participantes de las economías emergentes y en desarrollo actúen de manera coordinada para facilitar la elección de los mejores estándares regulatorios (costo-eficiente) y acelerar los procesos de integración regional.

¹⁰ Una necesidad similar sienten también economías de otras latitudes como Centroamérica. En efecto, Panamá, Costa Rica y El Salvador hace años que vienen discutiendo y tomando medidas que tiendan a integrar sus mercados.

Si bien todas las jurisdicciones revisadas cuentan con protecciones y exigencias similares en materia de oferta pública de valores y todas ellas están generando grandes esfuerzos y avances regulatorios en materia de internacionalización de sus mercados, todavía no existen criterios uniformes para demarcar aquellos espacios regulatorios que definen los segmentos del mercado que serán desregulados, autoregulados o regulados, existiendo, por ejemplo, jurisdicciones con mayores flexibilidades en materia de oferta de valores extranjeros dirigidas al público en general y otras que restringen completamente esa oferta a inversionistas calificados.

En ese sentido, todo esfuerzo tendiente a fomentar la coordinación entre las jurisdicciones, manteniendo las libertades que cada una de ellas requieren para el ejercicio autónomo de sus potestades reglamentarias, facilitará las actuales iniciativas de integración, permitirá a las distintas jurisdicciones compartir las diversas visiones que tienen respecto de la solución regulatoria eficiente para, producto de ese intercambio, poder avanzar en la definición de estándares reconocidos como costo eficientes tanto a nivel local como a nivel regional, y hará a esa región más visible a nivel global por la mayor cobertura que tendrá el proceso que individualmente está llevando cada jurisdicción al consolidarse en un proyecto regional.

Teniendo en consideración que en todas las jurisdicciones los reguladores cuentan con facultades para flexibilizar los requisitos en materia de exigencias de información y de oferta pública cuando las ofertas se dirigen a inversionistas calificados, que todas ellas han empleado esas facultades para generar segmentos especiales para ese mercado de calificados y que los requisitos para la inscripción y oferta de esos instrumentos es bastante similar (representante de los tenedores, clasificación de riesgo y modalidad de registro), parecieran estar dadas las condiciones para la generación en el corto plazo de un segmento común con una reducida carga regulatoria para esos inversionistas en que se pudieran ofrecer instrumentos de deuda sobre estándares de emisión y protección comunes.

Por su parte, en materia de oferta de acciones de sociedad, también estarían dadas las condiciones para que, en ese mercado de calificados, se pudieran ofrecer tanto de entidades reguladas como no reguladas, permitiéndose con ello que existiera un mercado regional de empresas de menor tamaño y que aumente la visibilidad regional de empresas de mayor tamaño. Los estándares de ese mercado podrían quedar a definición de los reguladores, de las bolsas o de los agentes participantes del mismo, dependiendo de cuan complejo resultara que los dos últimos llegaran a un acuerdo respecto de esos estándares.

En lo que se refiere a inversionistas retail, a partir de las actuales exigencias y regulaciones de los países revisados, todavía se observan visiones distintas, razón por la que resulta necesario generar iniciativas tendientes a explicitar las aprensiones existentes para, eventualmente y a partir del intercambio de las mismas, llegar a una visión suficientemente similar como para encontrar una solución regulatoria común o que, siendo distintas, puedan coexistir entre sí en un mercado regional integrado.

6.2 Integración y desarrollo de los mercados de renta fija

Habiendo ya discutido la homologación de requisitos de oferta pública, el componente de renta fija del mercado integrado se reduce a la posibilidad de los inversionistas para incorporar en sus carteras instrumentos de renta fija emitidos en países dentro de la región. Dado que los inversionistas desregulados no suponen un desafío particular en esta materia, el primer aspecto es modificar la regulación de los fondos de pensiones, principales inversionistas institucionales de los países de la Alianza del Pacífico para que puedan realizar este tipo de inversiones. Esto no fue directamente cubierto por esta consultoría, pero implica considerar tanto aspectos de límites de inversión en el extranjero, clasificación de riesgo y cobertura cambiaria.

En segundo lugar, por la naturaleza del sistema de pensiones de los cuatro países – contribución definida en países con población joven – los fondos de pensiones son actualmente los principales inversionistas en deuda corporativa, pero en algunos años más ganarán en importancia y eventualmente sobrepasarán a los primeros, las compañías de seguros de vida. Esto requiere entonces modificar la regulación de este sector para permitir que estos inversionistas institucionales puedan cumplir esta importante labor.

Tercero, es crucial también generar condiciones para el desarrollo de los mercados de *commercial paper*. El principal inversionista en este tipo de instrumento usualmente son fondos mutuos de money market cuya regulación también debiera al menos no desfavorecer este tipo de inversiones. De cualquier forma, es posible que no haya demasiado interés en este tipo de inversión dado el corto horizonte temporal de las inversiones en este tipo de instrumentos.

6.3 Tributación de utilidades, dividendos y ganancias de capital

Desde incluso antes de la entrada en operaciones del MILA, se ha observado en los países integrantes un esfuerzo por homologar la estructura tributaria, el cual se ha estado orientando, particularmente, a gravar las inversiones grandes, mas no las pequeñas.

Sin embargo, aún hay espacio para avanzar. Por ejemplo, los impuestos a las ganancias de capital en el caso chileno y colombiano son en la práctica iguales a cero. Sin embargo, en Perú la tasa asciende a 5%, lo que pudiera incidir negativamente en la llegada de inversionistas extranjeros a dicho país. De igual manera, en México se está estableciendo, de acuerdo a la Reforma Hacendaria que regirá a partir de enero de 2014, que las ganancias de capital sean gravadas a una tasa del 10%, aludiendo a la experiencia de países con un mercado financiero más desarrollado, como Estados Unidos, Japón y Reino Unido, entre otros. La razón que se esgrime para esta medida radica en los altos ingresos que se han generado por la venta de acciones en los últimos años, lo que, dada la exención actual de impuestos, implicaría una mejora en la progresividad del sistema tributario.

Las diferentes tasas impositivas que existen entre países al momento de gravar un mismo tipo de transacción financiera, como por ejemplo las ganancias de capital o la repartición de dividendos, suelen tener efectos en la participación de los inversionistas extranjeros en las bolsas locales respecto a la de los países vecinos. Por lo tanto, cada administración tributaria y fiscal enfrenta un dilema, el cual se divide entre establecer un sistema impositivo guiado por los principios de equidad clásicos, así como también por los objetivos de política fiscal que cada gobierno exponga, y los beneficios de la integración a los mercados vecinos junto con la atracción de inversionistas extranjeros que ocurren al mantener tasas impositivas bajas y similares a la de otros países.

Aun cuando dicha disyuntiva siempre existirá, a la vez que cada país es quien mejor evalúa el sistema impositivo que requiere, la homologación del tratamiento tributario en las transacciones de valores permite obtener grandes beneficios, como el potenciamiento, la masificación, la profundización y el consecuente desarrollo de los mercados financieros. Dado esto, para los países analizados es recomendable un tratamiento tributario similar para las transacciones financieras mencionadas, mediante la homologación de las tasas impositivas y también mediante un sistema de administración similar para dichos impuestos, es decir, en lo referente a las retenciones y declaraciones que cada inversionista debe hacer. Esto lograría minimizar los costos de elegir entre un mercado de valores y otro, a la vez que evita dejar en una situación menos favorable a los países con tasas impositivas mayores o administraciones tributarias más complejas.

6.4 Acuerdos de Reconocimiento Mutuo entre reguladores

El uso de Acuerdos de Reconocimiento Mutuo (ARM) se ha extendido entre los países desarrollados en muchos ámbitos, no solo en el financiero. Estos ARM permiten que autoridades de distintos países, sujetos por definición a diferentes marcos jurídicos, puedan establecer mecanismos de información y supervisión cruzados que den garantías suficientes a ambas partes. En el tiempo y a través del diálogo, esto debiera permitir aumentar además la armonización de las regulaciones.

Si bien estos ARM pueden cubrir muchas áreas, sugerimos circunscribirlos en una primera etapa a dos objetivos principales: integrar desde la perspectiva transaccional las bolsas de la región y favorecer el desarrollo del “pasaporte latinoamericano para gestores de fondos”.

El modelo de ARM que se propone utilizar aquí está basado en los ARM que ha promovido IOSCO para sus países miembros. Los contenidos de estos acuerdos se puede resumir en lo siguiente:

- (a) Definir los objetivos del ARM que se propone que sean la integración transaccional de las bolsas locales y la comercialización y distribución de Fondos Mutuos y de Inversión (incluyendo Fondos de Cobertura de Riesgo) de acuerdo con un procedimiento administrativo simplificado (de común acuerdo) y con mecanismos de intercambio de información para asegurar una supervisión que vele por la confianza de los inversionistas. Idealmente estos ARM debieran tener contenidos idénticos dentro de los países miembros y por esta razón es que alcanzar dicho acuerdo puede ser mejor manejado si una institución supranacional toma el liderazgo en la materia. El candidato ideal para ello es COSRA.
- (b) Definición de qué tipo de integración bursátil se pretende promover. Hay dos tipos de integración que se puede trabajar y que pueden avanzar en paralelo:
 - En la perspectiva transaccional, se sugiere seguir el modelo de MILA y que de alguna forma ya han conversado bilateralmente BOVESPA, la Bolsa Mexicana de Valores y la Bolsa de Comercio de Santiago. En lo que respecta a los reguladores los temas a considerar en el ARM son al menos:
 - Transparencia e integridad de mercado
 - Estándares y requerimientos mínimos tecnológicos y de procesos que deben adoptar bolsas, depósitos de valores y sociedades comisionistas de bolsa

- Gestión de riesgo de contraparte, cambiario y de liquidez
 - Acceso a información por parte de inversionistas, supervisores y mercado en general
 - Mecanismos de resolución de conflictos
 - En la perspectiva de desarrollar un segmento bursátil común en América Latina, la idea sería establecer criterios de traspaso de información, criterios comunes de supervisión de mercado, de difusión de información al mercado, etc...
- (c) Definición del mercado objetivo para la distribución de fondos. En Europa la comercialización se dirige al público general. En el caso Latinoamericano la propuesta es dirigirlo al mercado de inversionistas calificados. Entre los tópicos que hay que incluir es definiciones sobre si la Administradora debe tener representante legal en el país de destino que estuviera encargado de manejar las cuentas de los inversionistas (ej. pago de dividendos), servir de contacto con la Administradora extranjera. Normalmente estos requisitos se piden si hay distribución a clientes retail, pero como primera etapa introductoria puede también considerarse. En cualquier caso, esta alternativa es menos costosa de implementar que establecer subsidiarias en el extranjero. La Administradora extranjera que distribuye cuotas de fondos localmente debe ser siempre responsable por lo que haga su representante o, si no lo hubiera, debe tener disponible toda la información que pudiera requerir ya sean los clientes o los supervisores locales.
- El desafío es alcanzar una definición común de inversionista calificado. Por su naturaleza, alcanzar un acuerdo en esta materia puede ser de interés de COSRA.
- (d) La regla general debe ser que el responsable por la entrega de información es la Administradora extranjera. El tipo de información que debe tener incluye:
- Autorización para operar en el país de origen
 - Prospectos de los fondos en el lenguaje del país local y con las características que requiere dicho país
 - Identidad de quien representa a la Administradora.
 - Información relevante sobre la Administradora o el Fondo, tanto desde la perspectiva de un inversionista como de las autoridades del país local.
- (e) La relación entre las autoridades de dos países debe quedar establecida nítidamente:

- Responsabilidades de la Autoridad en el país donde reside la Administradora o el intermediario bursátil
 - Emisión de un certificado que confirme el status de la Administradora o intermediario bursátil (mínimos legales locales más cumplimiento de los estándares requeridos para operar en este mercado latinoamericano integrado.
 - Información inmediata a su contraparte de cualquier decisión tomada respecto de la Administradora o intermediario bursátil en cuestión.
- Responsabilidades de la Autoridad en el país donde se distribuyen los fondos
 - Autorizar la distribución de las cuotas del fondo cuya administradora cumple los requisitos previos
 - Informar a la Autoridad del país donde la Administradora está domiciliada de cualquier decisión tomada respecto del fondo distribuído en su país.
 - Efectuar una supervisión mínima sobre los representantes de la Administradora extranjera, en caso de existir.

7 CONCLUSIONES

Algunas proposiciones preliminares para el CEAP son:

- (a) Si bien el proceso de integración hasta el momento se ha basado en lo que ha hecho el sector privado, el CEAP debiera valorar que los gobiernos se involucren porque es necesario institucionalizar el proceso
- (b) Sin embargo, es necesario tener cuidado porque la naturaleza del involucramiento de los Estados en este proceso puede ponerlo en riesgo. La experiencia de MILA puede servir de ejemplo: el empuje inicial se está perdiendo, tanto por razones de mercado como por razones de las múltiples demandas de atención que pesan sobre los reguladores.
- (c) En este sentido, debiera evaluarse la creación de una pequeña unidad permanente de integración situada en alguno de los países (se sugiere Colombia que hasta el momento ha sido el país con mayor empuje tanto del

lado privado como del lado público) y que tenga una persona de dedicación exclusiva a este proceso en cada país.

(d) Para efectos de evitar el band-wagon effect, es necesario tener una regla doble: unanimidad para la definición de reglas del juego, pero bilateralidad o incluso unilateralidad si es que corresponde para avanzar hacia ellas

(e) Es necesario privilegiar ciertas acciones por sobre otras. En este sentido,

- i. En la lógica de intentar mantener el momentum privado que ha sido distintivo de esta fase de integración, haría una consulta amplia al sector privado para evaluar dónde están prioritariamente las necesidades de integración. Es posible, por la realidad de las multilatinas, que ello implique facilitar acceder a los mercados de deuda en los países de destino de las inversores directas (bajo el supuesto que las matrices prefieren emitir capital en sus mercados de origen pero manejan su apalancamiento en los de destino viendo las diferentes alternativas). Esta misma lógica permite pensar en facilitar aún más (si es que es factible) la inversión de institucionales de instrumentos de capital y deuda de manera transfronteriza.
- ii. Es imperativo que los reguladores financieros avancen en los procesos de reconocimiento mutuo

(f) Dadas las distorsiones tributarias existentes, se recomienda lo siguiente:

- i. Que CEAP haga una propuesta realista de un enfoque de convergencia tributaria para varios servicios financieros, incluyendo las fusiones y adquisiciones. El término “realista” aquí es importante porque no puede ser una propuesta que busque eliminar los impuestos sino racionalizarlos y hacerlos converger hacia las mejores prácticas intrarregionales. Esto supone entonces sugerir una estrategia de convergencia autoimponiéndose la restricción de que sea a recaudación tributaria constante
- ii. Dicha propuesta debe ser presentada a los gobierno de manera que a los stakeholders públicos les quede claro que el CEAP internaliza el problema de la restricción presupuestaria de cada gobierno y lo respeta.

- iii. Contra esta propuesta habría que negociar con los gobiernos el establecimiento de una mesa de trabajo intergubernamental para definir específicamente cómo avanzar (explicar internamente en cada país qué cambios hay y se pueden hacer, explorar vías normativas y legales que favorezcan la convergencia bajo el principio de unilateralidad)

ⁱ Al monto inicial de 6.000 UF requerido por ley, o de 14.000 si el intermediario hará operaciones de cartera propia, se le deben aplicar ciertos incrementos establecidos en la Norma de Carácter General N°18 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

ⁱⁱ Los requisitos están contenidos en la Norma de Carácter General N°18.

ⁱⁱⁱ El plazo es de 30 días si hay una entidad depositaria en el registro de accionistas de la sociedad.