JOSÉ FERNANDO ROMERO TAPIA

Integrando mercados

MILA, motor de la Alianza del Pacífico

J O S É F E R N A N D O R O M E R O T A P I A

Integrando mercados

MILA, motor de la Alianza del Pacífico

Lima, julio de 2014

© Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC)

Impreso en el Perú - *Printed in Peru*

Corrección de estilo: Jessica Vivanco

Diseño de cubierta: Germán Ruiz Ch.

Diagramación: Diana Patrón Miñán

Editor del proyecto editorial

Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas S.A.C.

Av. Alonso de Molina 1611, Lima 33 (Perú)

Teléf: 313-3333

www.upc.edu.pe

Primera edición: julio de 2014

Libro electrónico disponible en <http://www.upc.edu.pe/ebooks>

Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC)
Centro de Información

Romero, José Fernando. Integrando mercados. MILA, motor de la Alianza del Pacífico.

Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC), 2014

ISBN de la versión impresa: 978-612-4191-30-5

ISBN de la versión e-book: 978-612-4191-33-6

INTEGRACIÓN ECONÓMICA, BOLSA DE VALORES, MERCADO DE
CAPITALES

332.6428 ROME/M

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida, ni en todo ni en parte, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electroóptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo, por escrito, de la editorial.

El contenido de este libro es responsabilidad del autor y no refleja necesariamente la opinión de los editores.

Contenido

Prólogo	6
Introducción	9
Capítulo 1. El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)	14
¿Cómo se gestó?	14
Las Bolsas del Perú, Colombia y Chile	27
Los organismos de depósito	41
Los organismos reguladores	46
Tres economías con perspectiva común	56
Capítulo 2. Funcionamiento y beneficios del MILA	75
El <i>modus operandi</i> del MILA	75
Los beneficios de la integración	85
Capítulo 3. Los resultados y desafíos del MILA	87
El MILA, una esperanza	87
Los desafíos de la integración	109
Capítulo 4. La trascendencia del MILA: la Alianza del Pacífico	113
Bibliografía	121

La Bolsa es el termómetro de la economía

Prólogo

La integración que nace de la voluntad de los gobiernos enfrenta, entre otras dificultades, falta de condiciones económicas iniciales, diferencia en la orientación de las políticas y presiones de índole diversa. De este modo, las propuestas de integración regional que empezaron con metas ambiciosas y altas expectativas tienden muchas veces a estancarse o, en el mejor de los casos, a avanzar a un ritmo bastante más lento que el inicialmente previsto.

Por el contrario, otras propuestas nacen de las exigencias de un entorno económico que cambia, se globaliza y ofrece nuevos retos y nuevas posibilidades. Bajo ciertas condiciones, estas propuestas tienen una dinámica diferente y sus resultados suelen ser más alentadores. El MILA responde a este segundo patrón y este libro—escrito por quien vivió este proceso desde adentro—nos cuenta algunos pormenores de esta reciente experiencia de integración.

En 2009 se iniciaron las conversaciones para crear un mercado bursátil regional que facilite oportunidades a inversionistas e intermediarios de Chile, Colombia y Perú. Dos años después, se firmó este acuerdo por medio del cual un agente puede comprar y vender las acciones de estas tres plazas bursátiles a través de un intermediario local. Los países que forman el MILA constituyen—en términos de capitalización bursátil—la segunda mayor plaza de la región después de la de Brasil y por encima de la de México.

Este proyecto reduce costos de transacción, incrementa la oferta de títulos y facilita la diversificación de riesgo a nivel regional. Los beneficios de esta diversificación de mercados se refuerza si consideramos que, aparte de los choques provenientes de la economía global, las economías que componen el MILA enfrentan choques idiosincráticos que reducen la correlación de sus ciclos económicos. También es importante considerar la diferente compo-

ción sectorial de cada plaza bursátil, lo que incrementa los beneficios de la diversificación de mercados.

Como señala el autor, el MILA aún se encuentra en sus estadios iniciales. Falta, por ejemplo, un sistema único de compensación o evaluar la posibilidad de un tratamiento tributario homogéneo. También es cierto que el dinamismo del MILA ha sido menor al previsto, aunque ello no debe verse fuera del contexto global caracterizado por una lenta recuperación de las economías desarrolladas, por una desaceleración en las economías emergentes más grandes y por la existencia factores de riesgo al crecimiento global. A pesar de ello, esta experiencia ha sido exitosa y nos da varias lecciones sobre los procesos de integración económica.

En primer lugar, el MILA muestra la sinergia que puede existir al interior del sector privado y entre el sector privado y el sector público. El libro detalla cómo esta integración de las plazas bursátiles requirió involucrar a las tres sociedades bursátiles y a sus respectivos depositarios centrales. Posteriormente, los organismos reguladores de los tres países iniciaron conversaciones y en un tiempo relativamente corto llegaron a un memorando de entendimiento por el cual se comprometieron a promover esta iniciativa garantizando la protección de los inversionistas y la transparencia del mercado.

En segundo lugar, el MILA muestra cómo a partir de iniciativas focalizadas se puede pasar a propuestas más ambiciosas. El autor nos recuerda que cuando el MILA contaba con acuerdo de intención firmado y con proceso de integración casi culminado, se lanzó, a propuesta de Perú, una iniciativa más ambiciosa e integral como la Alianza del Pacífico. Aparte de las tres economías sudamericanas, esta alianza incorpora a México quien próximamente debe unirse también al MILA. Estos cuatro países, que juntos equivalen a la sexta economía mundial, han emprendido un proceso sostenido de apertura y han celebrado acuerdos de integración con varias economías desarrolladas, lo que incrementa las probabilidades de que la Alianza del Pacífico favorezca encadenamientos productivos y genere una plataforma exportadora hacia terceros países.

En conclusión, el MILA ha iniciado un proceso de integración de los mercados de capitales que puede generar incentivos para una mayor coordinación entre las autoridades de los tres países con el fin de avanzar hacia proyectos de mayor envergadura. José Fernando Romero, al describirnos esta experiencia, nos recuerda que la integración puede también empezar con proyectos concretos, pequeños, de beneficios tangibles en el corto plazo. Proyectos impulsados por la iniciativa privada pero apoyados por el sector público que, como sabemos, debe buscar marcos normativos adecuados y nivelar el terreno a favor de la eficiencia y las mejoras en la competitividad. Una hoja de ruta que muestra un camino inverso a los procesos de integración que muchas economías de la región, incluyendo a Perú, seguimos durante buena parte del siglo pasado.

Julio Velarde,
Presidente del directorio del Banco Central de Reserva del Perú

Introducción

El éxito del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), que el 30 mayo de 2014 celebra el tercer aniversario del inicio de sus operaciones, dependerá básicamente de los actores privados y de cómo sus líderes ven el futuro con mayor apertura.

A lo largo del presente libro, el lector observará cómo es que el sector privado es capaz de desafiar la falta de regulaciones y plataformas, identificando maneras alternativas que doten al sistema bursátil de una mayor eficiencia y, por lo tanto, confianza en el mercado. En efecto, ponerse de acuerdo e ir más allá de la exigencia de normas y mejores regulaciones es una tarea que debe ser impulsada por dicho sector, solo así lograremos una verdadera integración. Además, debemos conocer que el MILA fue una iniciativa privada y puesta en marcha rápidamente por el sector público.

Actualmente, ambos sectores relacionados con el mercado de valores están haciendo su trabajo y la creación del MILA revela que estamos en el camino correcto. Si nos vemos como mercados o países desarticulados, probablemente sigamos avanzando, pero no al ritmo que requerimos. La integración permitirá un mercado más amplio, donde se gane eficiencia y se atenúe el nivel de riesgo. Esta es la esencia del MILA. Tenemos la gran posibilidad de que sea el inicio y motor de mayores y más profundos procesos de integración que redunden en beneficio de nuestras economías y de nuestras poblaciones. Precisamente, este punto se expone en el último capítulo en el cual se describe la forma en que el MILA se constituye en el antecedente de la Alianza del Pacífico y tiene la potencialidad de ser la plataforma que la dinamizará.

La posibilidad de la integración surgió en un contexto en el que Latinoamérica se ha convertido en el principal destino de inversiones por su crecimiento a pesar de la crisis internacional de 2008. De hecho, la pregunta que nos formulábamos era la siguiente: ¿Cómo aprovechar la buena percepción de riesgo que atraviesa el continente? La respuesta caía de madura. Cuando uno es pequeño corre el riesgo de que no lo vean y por eso urgía juntarnos y hallar montos escalables que estuvieran en la mira de la inversión global. Constatar esta realidad nos alienta a empujar y a promocionar la integración como palanca para sacar a nuestros países del subdesarrollo.

Por ello, resaltamos el meritorio trabajo de los Congresos del Perú, Chile y Colombia, de sus Superintendencias del Mercado de Valores, de las Bolsas y las Centrales de Depósitos que se pusieron de acuerdo —antes algo poco factible— para integrar sus respectivos mercados, abriendo una ruta con enormes oportunidades. De la misma manera, se destaca el ímpetu del Congreso mexicano y su presidente al haber aprobado recientemente una reforma financiera como paso previo a la integración de México al MILA, lo cual sería posible este 2014.

La delicada responsabilidad que tuvimos los directores de la BVL y de CAVALI desde 2008 nos ha permitido ser no solo testigos de la gestación del MILA, sino también protagonistas e impulsores, así como militantes activos de este proceso, pues tenemos la firme convicción de que la integración y la apertura hacen a las sociedades más seguras y menos riesgosas. Como subraya Pankaj Ghemawat, en su libro *Mundo 3.0: la prosperidad global y las vías para alcanzarla*, la integración y la interacción entre el mercado y las sociedades permitió cada vez a más personas salir de la miseria y la pobreza, la esperanza de vida creció desde que las sociedades y las naciones se abrieron, sin considerar además que la inventiva y el conocimiento científico creció a medida que nos abríamos al mundo.

La voluntad política también jugó un rol importante. Así, por ejemplo, el expresidente Alan García, en su libro *Contra el temor económico, creer en el Perú*, se define como creyente e impulsor de la Alianza del Pacífico. Al

exponer su visión sobre el MILA —además de Perú, Colombia y Chile—, México afirma que este espacio económico debe ser en los próximos años el grupo que impulse el crecimiento en Latinoamérica: «(...) la dimensión de este mercado cada vez más integrado, y que se irá consolidando con mayor proyección hacia el Asia, es un mensaje contra el temor (...)» (García 2011: 9). Esta visión es primordial y esperamos que más líderes políticos se sumen a apoyar las siguientes etapas de esta integración.

El MILA es un caso de éxito. En un tiempo relativamente corto, el sector privado y los organismos reguladores lo condujeron hacia adelante, convencidos de que con el tiempo no solo se logrará una aplanadora de costes e impuestos, sino que la unificación de criterios, las regulaciones y la búsqueda conjunta de eficiencia harán posible llevar y traer más y mejores productos financieros a nuestros países, y permitirán que la mayor competencia de recursos y emisores genere un círculo virtuoso. Este proceso es decisivo para el futuro del Perú y de sus socios en esta integración, considerando además que el mundo va en esa dirección. El MILA es y será positivo para el Perú por lo que debemos aprovechar las innumerables oportunidades que nos brinda. Queremos que sea, como está anunciado para su segunda etapa, el gran gestor de un mercado de capitales robusto. Por eso, saludamos toda reforma que se anuncie para relanzar el mercado de capitales peruano.

De hecho, el MILA nace en una etapa histórica importante para el Perú. El dinamismo emprendedor que observamos a nivel artístico, gastronómico, científico y económico parece estar alineado con la etapa del bono demográfico. Según la revista *Perú Económico*, el Perú se encuentra en plena transición demográfica, pues el periodo de máxima expansión de la población en edad de trabajar (15 a 59 años) está en plena vigencia. Habría empezado en 2005 y se extendería al menos por tres decenios y medio más (hasta 2049 aproximadamente). Este escenario demográfico favorecería un mayor ahorro e inversión, que puede aprovecharse para incrementar los ingresos y el ahorro familiar, lo que reactivará la demanda y, por ende, la inversión y el crecimiento económico. Esto siempre que se den las condiciones adecuadas

de empleo e ingresos, ya que, sin ello, una juventud numerosa, educada y con altas expectativas que no encuentre condiciones adecuadas de empleo puede ser un factor de inestabilidad política y social. Este fenómeno ocurre solo una vez en la historia de una población, es decir, no se repite. Por lo tanto, debemos aprovecharlo ahora, tal como ocurrió en Corea, Taiwán y Estados Unidos con los llamados *baby boomers*. Por otro lado, la relevancia que ha tomado la clase media, tanto en tamaño como en capacidad de consumo, nos hace prever un impacto positivo en nuestro mercado de capitales.

La experiencia laboral que he reunido en el mercado financiero, conocer sus limitaciones, sus potencialidades y constatar la necesidad de utilizar sinergias para crecer, me animaron a escribir este libro titulado *El MILA: el motor de la Alianza del Pacífico*, en el cual expongo la gran oportunidad que tenemos mediante la utilización del mercado integrado, pero que solo aprovecharemos en la medida en que emprendamos ciertas reformas al mercado de capitales. Lo anterior dependerá, sobre todo, de la voluntad del sector público y del liderazgo de los actores privados, quienes deben cambiar su actitud pasiva y trabajar de la mano para promover cambios profundos a nivel regulatorio. Como sostiene el gerente general de la BVL, Francis Stenning, con quien coincidimos, el Estado peruano debe impulsar la formación de una sociedad de inversionistas más que de ahorristas.

El libro se desarrolla a través de cuatro capítulos. El primero trata sobre el nacimiento del MILA, sus actores y las fortalezas de los socios; el segundo detalla cómo funciona y ofrece alcances sobre los beneficios de su desarrollo; el tercero describe los resultados alcanzados hasta el momento y los desafíos a los que se enfrenta, y el cuarto explica la forma cómo el MILA resulta ser el antecedente de la Alianza del Pacífico y, a la vez, el motor de su desarrollo.

Para la realización de esta obra, recogimos valiosas opiniones de personalidades como Claudia Cooper, investigadora peruana; asimismo, los puntos de vista de Francis Stenning y Víctor Sánchez, gerentes generales de la BVL y de CAVALI, respectivamente; Liliana Casafranca y Jesús Palomino, funcionaria y exfuncionario de dichos organismos, respectivamente. A ellos

y a todos los que me brindaron su aliento y su consejo oportuno, mi agradecimiento sincero.

Finalmente, debo remarcar la necesidad de construir un mercado financiero y de capitales grande y desarrollado, que permita a nuestros mercados mayor profundidad. Que el intercambio de conocimientos y las economías de escala que se logre, coadyuve a que las tasas de interés y el financiamiento sean más competitivos para el progreso de las empresas y de nuestros países. Ese es mi gran anhelo y ese es, en suma, el propósito de esta publicación.

Capítulo 1. El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

¿CÓMO SE GESTÓ?

A fines de 2007 e inicios de 2008, altos ejecutivos de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y de la Central de Valores y Liquidaciones (CAVALI) empezaron a desarrollar —como un concepto— la posibilidad de una integración con la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y el Depósito Centralizado de Valores (Deceval). Sólidos argumentos sustentaban la viabilidad del proyecto.

¿Cómo nació esa idea? ¿Qué había pasado? Los representantes de las Bolsas de valores de Costa Rica, El Salvador y Panamá habían expuesto —cinco años antes— en una reunión de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)¹ su anhelo de integrar a sus respectivas plazas bursátiles en lo que denominaron la futura Alianza de Mercados Centroamericanos (AMERCA).

Esta inquietud tuvo su origen en una tendencia global que cruzaba las fronteras: la integración de mercados, de empresas y de Bolsas de valores.

1 Pertenecen a la FIAB las siguientes Bolsas de valores: Buenos Aires y Rosario (Argentina), Bolivia, BM&F Bovespa (Brasil), Santiago (Chile), Colombia, Costa Rica, Guayaquil y Quito (Ecuador), El Salvador, BME (España), México, Panamá, Lima (Perú), Euronext Lisboa (Portugal), Montevideo (Uruguay) y Caracas (Venezuela). Las asambleas de la FIAB se realizan en los países miembros, pero tienen subcomités que se reúnen dos veces al año en diferentes ciudades.

Bolsas que, en unos casos, empezaron a fusionarse al iniciarse este siglo y, en otros, a ser adquiridas por algunas de mayor capacidad económico-financiera.

Los miembros de la FIAB saludaron la iniciativa de los tres países de Centroamérica que, obviamente, expresaron su esperanza de que en poco tiempo sus vecinos abrazaran ese sueño. El planteamiento fue desarrollándose, se alentó la posibilidad de analizar el tema en profundidad y la forma de ejecutarlo, pues eran conscientes de las dificultades que entrañaría un paso tan audaz.

A los documentos suscritos por las tres Bolsas centroamericanas (convenios bilaterales y un memorando de integración en 2006) se sumó una carta de intención,² en junio de 2008, la cual establecía que esas entidades trabajarían en el proyecto de integración para crear un solo mercado de capitales centroamericano mediante una sola plataforma de negociación. Una unión en igualdad de condiciones entre los tres mercados con el objetivo de lograr el proyecto.

Esa alianza se propuso convertir el mercado de capitales centroamericano en la alternativa de financiamiento preferida por todos los emisores. La respuesta a esta necesidad fue la AMERCA, única plataforma de negociación en la que corredores de Bolsas regionales y extrarregionales ofrecerían liquidez y una formación eficiente de precios a emisores e inversionistas.

La constitución de la AMERCA permitiría incorporar nuevos socios que deberían cumplir con lineamientos mínimos para integrarse, tales como las plataformas tecnológicas, los marcos regulatorios y las decisiones críticas sobre custodios y cámaras de compensación, entre otros, sobre los que han venido trabajando desde 2008.³

Por otro lado, un antecedente internacional positivo data de los inicios del nuevo siglo y culminó con éxito en 2004. Ese año, las Bolsas de Copenhague, Estocolmo y Helsinki se integraron en el mercado NASDAQ OMX Nordic. Las cifras de los siguientes cuatro ejercicios reportaron un creci-

2 Cfr. BVES 2008.

3 Cfr. Central América Data.com 2008.

miento espectacular de volúmenes del mercado, aunque es difícil separar el efecto de la integración del efecto que tuvo la expansión del mercado global de valores durante ese tiempo. Lo cierto es que una de las primeras consecuencias de la integración de las Bolsas nórdicas fue el incremento de la visibilidad y el atractivo de las empresas de esos países ante los ojos de los inversionistas globales. Otras uniones de Bolsas vieron la luz en esta década. De 2000 a 2004 nació Euronext por la fusión de las Bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y la London International Financial Futures and Options Exchange. De 2003 a 2004, salió el OMX por la fusión de las Bolsas de Copenhague, Helsinki, Islandia, Estocolmo, Riga, Tallín y Vilna. En 2007, surgieron NASDAQ OMX, NYSE Euronext y CME Group, y en 2008, BM&FBovespa (A Nova Bolsa), CME Group NYME (New York Mercantil Exchange), entre otros procesos de fusión anunciadas o pendientes de aprobación.

El proyecto de integración del mercado bursátil centroamericano caminaba lento, pero aquel concepto despertó la atención de algunas Bolsas asociadas a la FIAB que habían seguido el análisis de temas como la necesidad de divulgar información de los emisores y estudiar los mecanismos para que los inversionistas accedieran a la información de los valores que negocian.

En ese contexto, los máximos representantes de las Bolsas de Lima y de Colombia empezaron a conversar sobre la posibilidad de integrar sus respectivas entidades. Partieron de la premisa de que si bien el proyecto de integración bursátil de Costa Rica, El Salvador y Panamá entusiasmaba, su concretización tardaría por la forma cómo la concebían. Luego, se preguntaron lo siguiente: ¿Por qué no empezar a trabajar de inmediato? La respuesta fue positiva.

El lector se preguntará por qué las Bolsas del Perú y de Colombia y por qué no las de otros países. La respuesta es que tenemos muchas características en común: crecimiento económico sostenido, manejo económico serio y responsable, sistemas políticos similares, cercanía geográfica, entre otras cualidades que se podrían aprovechar. Además, eran conscientes de las diferencias con otros miembros de la FIAB que eran más grandes o más pequeños, o tenían regímenes económicos y políticos diferentes.

Como se puede apreciar en las líneas precedentes, la idea de la integración de las Bolsas que forman el MILA se inició de Centroamérica, que a su vez tomó la iniciativa nacida en Europa y, cuyos resultados, según la experiencia de la operación nórdica, animaron a quienes propusieron la AMERCA, dado que la región atravesaba una buena *performance* económico-financiera.

A juicio de Víctor Sánchez, gerente general de CAVALI, el concepto de la integración de las Bolsas se gesta, en parte, en el seno de la FIAB a partir de 2003 y 2004, donde Costa Rica, El Salvador y Panamá, que venían conversando entre ellos sobre esa posibilidad, expusieron su acuerdo a ese organismo internacional dado que querían una Bolsa regional para que sus emisores e inversionistas se sirvan de un nuevo mercado ampliado.⁴

¿Qué razones alentaban el proyecto de integración? Lograr un mercado más líquido y más escalable frente a otros mucho más desarrollados de la región, tales como México y Brasil. También la necesidad de complementarse no solo como monto de liquidez, sino tratar de correlacionar sectores diversos. Somos países con identidades propias, pero si, por ejemplo, Perú, Colombia y Chile suman de manera agregada sus respectivos PBI, se acercan un poco a economías importantes, situándolos en una posición competitiva. Más aún, ahora con el ingreso de México nos acercamos a compararnos con el tamaño de Brasil.

En efecto, en lo que se refiere a los mercados de capitales, en los países de la región vemos que unos han avanzado más que otros, pero individualmente aún somos pequeños para el mundo. Es así como varios países y mercados integrados pueden aproximarse a otros que son más relevantes en el concierto internacional.

Una mayor liquidez es la aspiración de todo mercado de valores, por lo que la integración es recomendable, toda vez que halla en las sinergias y las partes óptimas del sistema financiero internacional un mejor complemento para servir como palanca de desarrollo a nuestras respectivas economías.

4 Cfr. Sánchez 2012.

La tendencia en el mundo durante la primera década del siglo XXI ha sido la de integrar mercados, pero en Latinoamérica la integración era teoría. Pese a ello, los procesos que han vivido los mercados de capitales han sido muy dinámicos: se formaron grandes conglomerados financieros en Europa, EE. UU., Brasil; en Colombia, Argentina y Chile hubo fusiones y adquisiciones de sus Bolsas dentro de sus fronteras.

Asimismo, el crecimiento de los precios de los *commodities* en general y de los minerales en particular generaba un mayor interés en desarrollar inversiones en Latinoamérica e invertir en valores del sector minero (solo en la BVL hay listadas 40 empresas en este sector).

Con esas cartas sobre la mesa, los presidentes y los gerentes generales de la Bolsa de Valores de Lima y de la Bolsa de Valores de Colombia empezaron a conversar sobre la posibilidad de esa integración. Era fines de 2007 y los primeros meses de 2008.

Los máximos ejecutivos de ambas Bolsas pusieron manos a la obra: empezaron a trabajar la idea y a empujarla; llevaron la iniciativa a sus directorios. En la BVL se investigó y se empezó a madurar el tema, por lo que solicitó estudios sobre el mercado de Colombia. Lo más probable es que de igual manera ocurriera en la BVC.

«En 2008 recibimos el encargo de comenzar a investigar el mercado bursátil colombiano: cuánto negocia al día, cuánto ha crecido, cuáles son los sectores económicos más relevantes; y en cuanto a su economía, cuáles son sus principales *drives*, entre otros tópicos» (Casafranca 2011: 10-11).

La primera tarea fue una preevaluación del mercado observando su viabilidad y coherencia según el desempeño económico y el comportamiento del mercado bursátil. De allí se estudió el funcionamiento de las Bolsas, las características de negociación, las plataformas legales y los requisitos de los reguladores. Estos aspectos permitirían saber si sería factible una integración.

Para poder revisar todo el contenido de esta edición, adquiere esta publicación en nuestra **tienda virtual**.