

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

Tema: Integración de los mercados de capitales del MERCOSUR.

Autor: Sofía Figliuolo.

Director: Luciano Machaín.

07/03/2019

Resumen

En el año 1991 Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay suscribieron el Tratado de Asunción dando origen al Mercado Común del Sur (MERCOSUR), desde entonces el bloque ha avanzado significativamente en numerosos aspectos. Sin embargo, aún en la actualidad, la integración del sector financiero en general y de los mercados de capitales en particular es menor que en otras partes del mundo.

A lo largo de la monografía se describen las principales características de los mercados de valores de los países del MERCOSUR, dejando al descubierto las importantes diferencias que existen entre ellos y un escaso grado de integración financiera regional. En este sentido, los principales avances se observan en la recopilación y difusión de información cuali y cuantitativa de los diferentes mercados así como en la convergencia de los miembros hacia mejores prácticas y la adopción de estándares internacionales.

Numerosos han sido los casos de éxito de integración de los mercados bursátiles a nivel trasfronterizo. Los países del MERCOSUR tienen la oportunidad de profundizar un camino que les permita aprovechar las ventajas que brinda la integración de los mercados financieros y así llevar al mercado común a un nuevo nivel.

Palabras Claves

Mercado Común del Sur (MERCOSUR): proceso de integración regional iniciado en el año 1991 por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay con el objeto fomentar el desarrollo económico de sus miembros y fortalecer la democracia. A los estados fundadores se sumaron Venezuela (suspendida desde 2016) y Bolivia (aún se encuentra en proceso de adhesión).

Mercado de capitales: ámbito donde se reúnen oferentes (ahorristas) y demandantes (inversores) de fondos. El capital financiero acumulado por los primeros se canaliza hacia la inversión productiva a través de la oferta pública y posterior negociación, por medio de agentes habilitados, de valores negociables u otros instrumentos autorizados. Se encuentra regulado por un órgano competente.

Integración financiera: proceso a través del cual se fortalece el vínculo entre los mercados financieros de dos o más países. Puede adquirir una dimensión regional o global, dependiendo del grado de relación con los países vecinos o con los centros e instituciones financieras mundiales (FMI, 2016).

Valor negociable: instrumento representativo de derechos y obligaciones. Ejemplos de ellos son las acciones, obligaciones negociables, bonos y valores de deuda fiduciaria.

Índice

1. Introducción	4
2. Estado actual de los conocimientos sobre el tema	5
2.1. Integración financiera: Determinantes	7
2.2. Integración financiera: Beneficios y riesgos	8
2.3. Integración financiera: Modalidades, experiencias e iniciativas actuales	9
3. MERCOSUR	12
3.1. Descripción general	12
3.2. Descripción de los mercados de capitales del MERCOSUR	14
3.2.1. Uruguay.....	14
3.2.2. Brasil.....	18
3.2.3. Paraguay.....	21
3.2.4. Argentina.....	25
3.3. Análisis cuantitativo de los mercados de capitales de los países miembros	31
3.3.1. Tamaño	31
3.3.2. Participantes.....	34
3.3.3. Liquidez.....	35
3.3.4. Grado de concentración	35
4. Avances en la integración de los mercados de capitales del MERCOSUR	36
4.1. Definición de regulación mínima.....	36
4.2. Listado de ideas para la constitución de un mercado de valores regional	37
4.3. Estadísticas MERCOSUR y mapa de asimetrías.....	39
4.4. Información sobre normas regulatorias de cada país miembro	39
4.5. Proyecto de Acuerdo Marco	39
4.6. Prospecto MERCOSUR	40
5. Reflexiones finales	41
6. Bibliografía	42
7. Sitios Web	45

1. Introducción

En el año 1991 Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay suscribieron el Tratado de Asunción dando origen al MERCOSUR. El nuevo bloque tenía por objeto fomentar el desarrollo económico de sus miembros y fortalecer la democracia. Para alcanzar su cometido se buscaría facilitar la libre circulación de bienes, servicios y factores productivos; establecer un arancel externo común; armonizar la legislación relevante y coordinar las políticas comerciales, sectoriales y macroeconómicas (SGT-4, 2011).

Desde sus orígenes, el MERCOSUR ha mostrado avances significativos en el incremento de los flujos comerciales, así como en la presencia de empresas cuyas actividades se desarrollan en forma complementaria en los diferentes países del bloque. No obstante, aún en la actualidad, la integración de sus mercados y servicios financieros es menor que en otras partes del mundo. De hecho, la mayor parte de los movimientos de capitales se produce con mercados extra regionales (Aboal, Lanzilotta y Perera, 2007).

El escaso grado de integración financiera regional puede explicarse por múltiples factores estructurales, entre los que se encuentran el tamaño de los mercados, el historial de crisis y las asimetrías regulatorias. Sin embargo, múltiples estudios han demostrado que existe una correlación positiva entre el desarrollo y la profundidad de los mercados financieros por un lado y el crecimiento económico de los países por el otro. En particular, los mercados de capitales representan el correlato natural de la actividad productiva brindando alternativas eficientes para canalizar los ahorros hacia la inversión y el financiamiento de la infraestructura (FIAB - BID, 2008).

Dada la reducida dimensión de algunos de los mercados de los países del MERCOSUR, no es posible concebir su desarrollo pleno sino a través de la integración financiera regional (Aboal et al., 2007). La misma facilitaría la adopción de mejores prácticas en áreas tales como la supervisión, regulación y contabilidad, funcionando como eslabón intermedio hacia una integración global más amplia en una etapa posterior (FMI, 2016).

El objetivo general de la monografía consiste en describir los rasgos característicos y los avances en la integración de los mercados de capitales de los países miembros del MERCOSUR. Mientras que los objetivos específicos son:

- Resumir las cuestiones teóricas más relevantes referidas a la integración financiera.
- Describir, cualitativa y cuantitativamente, los principales rasgos de los mercados de capitales de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.
- Sintetizar los avances en materia de integración financiera, haciendo especial énfasis en lo referido a la vinculación de los mercados de valores de los países miembro.
- Reflexionar, en base a las características de los mercados y al grado de integración financiera alcanzado hasta el momento, la factibilidad de un mercado de valores regional.

El informe se estructura en cuatro secciones en línea con los mencionados objetivos específicos.

2. Estado actual de los conocimientos sobre el tema

La integración financiera es un concepto complejo para el cual no existe una definición universalmente aceptada. La dificultad para lograr un consenso al respecto deriva de la multiplicidad de formas que puede adoptar, desde la libre movilidad de flujos de capital transfronterizos, la participación extranjera en los mercados nacionales, el intercambio de información hasta incluso la unificación de los mercados de valores (FMI, 2016).

Si bien no existe una interpretación unánime, a los fines del presente trabajo y en términos generales, se puede definir a la integración financiera como un proceso a través del cual se fortalece el vínculo entre los mercados financieros de dos o más países. La misma puede adquirir una dimensión regional o global, dependiendo del grado de relación con los países vecinos o con los centros e instituciones financieras mundiales (FMI, 2016). En este sentido, cuando dos o más países llegan a estar más conectados entre sí que con los principales centros financieros internacionales se habla de integración financiera regional (BID, 2018).

Particularmente, en lo que refiere a los mercados de valores, desde hace varios años la tendencia que se observa en el mundo es hacia la integración, primero dentro de los países, luego dentro de las regiones y finalmente a nivel internacional (Larraín Ríos, 2016). La globalización y la revolución tecnológica han sido las impulsoras de este proceso, ya que hicieron posible la transmisión de información en tiempo real, el acceso remoto a diferentes mercados y la automatización de la liquidación, compensación y registro de las operaciones a través de Internet. Los mencionados desarrollos, si bien demandan importantes inversiones en sistemas e infraestructura, han permitido un crecimiento exponencial del volumen de transacciones y *clearing* entre mercados (Zabos Pouler, 2017).

En otras palabras, numerosas experiencias han demostrado que la tecnología facilita la integración de los mercados bursátiles y que ambas en conjunto activan un conocido círculo virtuoso en el cual los mercados crecen y logran cumplir en forma cada vez más eficiente con su misión de canalizar el ahorro hacia el financiamiento empresarial y la inversión productiva. Lo que deriva en un mayor crecimiento económico y nivel de empleo, lo que a su vez genera una mayor capacidad de ahorro que retroalimenta el desarrollo de las bolsas (Schamann, 2010).

Desde un punto de vista teórico, los mercados están plenamente integrados si todos los participantes potenciales tienen acceso al mismo conjunto de instrumentos y servicios financieros y se rigen por las mismas reglas, consecuencia de ello, se cumpliría la "ley del precio único"¹. En otras palabras, si la integración es perfecta activos similares tendrán el mismo precio, incluso si se negocian en diferentes mercados (Paúl Gutiérrez, 2008).

Tal como se mencionó anteriormente, el MERCOSUR cuenta con potencial para profundizar su integración financiera. Sus mercados bursátiles y los de América Latina en general, se caracterizan por ser más pequeños, concentrados e ilíquidos² que los de países avanzados y emergentes de Asia y Europa (FMI, 2016).

¹ En la práctica, la integración financiera es siempre imperfecta consecuencia de restricciones normativas y técnicas a los flujos de capital, armonización insuficiente de las regulaciones, barreras culturales y riesgos específicos de cada país (FMI, 2016).

² La baja liquidez reduce el rol informativo de los precios y vuelve al mercado más vulnerable a manipulaciones que son difíciles de detectar producto de que pequeñas transacciones tienen impactos importantes en los precios (Larraín Ríos, 2016).

En lo que refiere a los mercados de renta fija, los mismos suelen concentrar la mayor cantidad de transacciones bursátiles de la región, vinculadas fundamentalmente con deuda soberana. Algunas de las razones que explican la menor participación de bonos corporativos en el volumen total de títulos de deuda son:

- Las mejores condiciones en cuanto a montos, plazos y tasas que encuentran las empresas de primer nivel en los mercados más avanzados (FMI, 2016).
- La reducida base de inversores.
- El escaso desarrollo de instrumentos de cobertura.
- Los complejos mecanismos de registro y suscripción.
- La inexistencia de una curva de tasas completa de referencia (Larraín Ríos, 2016).

En el caso de los mercados de renta variable, es usual verificar que el número de sociedades listadas es limitado debido, entre otros factores, a los elevados costos de transacción y una renuencia general de las empresas locales a obtener capital en los mercados de valores. Pareciera estar arraigado entre los propietarios el interés por mantener el control en sus empresas, prefiriendo el financiamiento con deuda en vez de la apertura de capital (FMI, 2016). Se observa así una sub representación de los sectores de la economía que dificulta la construcción de un portafolio de acciones representativo del Producto Interno Bruto (PIB) del país. Esto merma las posibilidades de alcanzar una adecuada diversificación de cartera (Larraín Ríos, 2016).

Por otro lado, algunas de las empresas más importantes en términos de liquidez y presencia accionaria que cotizan en los mercados bursátiles de Latinoamérica y el MERCOSUR, se encuentran también listadas en mercados internacionales. Al no existir a nivel regional alternativas de operatoria transfronteriza ágiles y debidamente reguladas, es frecuente que el inversor local deba recurrir a los centros financieros para comprar y vender las acciones de las empresas más líquidas listadas en otras bolsas de la región (FIAB - BID, 2008).

Resulta evidente entonces la necesidad de fortalecer los mercados de la región e incrementar su liquidez, impulsando el desarrollo de la operatoria transfronteriza entre sus miembros. De este modo se aprovecharía el potencial inversor disponible y se brindarían alternativas más eficientes para la diversificación y administración de carteras (FIAB - BID, 2008).

En este sentido, la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) desde hace muchos años trabaja para avanzar en la interrelación de los mercados bursátiles de los países de la región utilizando infraestructura normativa y tecnológica ya instalada. El objetivo final de la FIAB consiste en el desarrollo de un mercado de valores regional al que definen como un “Bien Público Regional”. El concepto elegido no es casual ya que, para la ciencia económica, los bienes públicos son aquellos que se caracterizan por la no rivalidad y la no exclusión. En otras palabras, el consumo por parte de un individuo no reduce la cantidad disponible para otros, y el costo de extender el servicio o proveer el bien a una persona adicional es nulo (Mochón y Becker, 2003).

La FIAB plantea, como medio para alcanzar un mercado de valores regional, el establecimiento de estándares de información y criterios homologados a nivel regional para el mutuo reconocimiento de la oferta pública y la actuación transfronteriza de los intermediarios.

En este caso, la no rivalidad se manifiesta en que los beneficios que se obtendrían a partir del establecimiento de estándares homologados regionalmente no se verían comprometidos con la participación de nuevos usuarios, por el contrario dicha participación derivaría en una creciente liquidez y mayor desarrollo de los mercados. Por otra parte, la característica de no exclusión se evidencia en que los criterios establecidos serán ampliamente informados y estarán disponibles para todos los participantes sin generarse costos adicionales por cada nueva incorporación (FIAB - BID, 2008).

Si bien el proyecto de la FIAB refiere a la integración de sus bolsas miembro, algunos de sus conceptos y criterios principales pueden adaptarse y servir de guía para alcanzar una mayor integración en los mercados de valores del MERCOSUR.

2.1. Integración financiera: Determinantes

La evidencia empírica ha demostrado que, la integración financiera resulta competitiva e incrementa el tamaño, profundidad, liquidez y diversidad los mercados, sólo si es capaz de crear ventajas en términos de precios, costos de transacción y provisión eficiente de servicios (BID, 2018).

Cuando se trata de integración a escala trasfronteriza, el primer aspecto a considerar para que la misma sea exitosa es la regulación, lo cual incluye:

- La armonización de los marcos legales y la adopción de estándares internacionales vinculados a la supervisión, mitigación de riesgos e intercambio de información. Por ejemplo, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y los principios de la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) y la *World Federation of Exchanges* (WFE).
- El desarrollo de normas fiscales estables y transparentes para las actividades financieras nacionales y transfronterizas. Las mismas deben estar respaldadas por acuerdos para evitar la doble imposición y la búsqueda de la convergencia en las tasas impositivas (FMI, 2016). Tal como menciona Larraín Ríos (2016), se debe evitar que la cuestión tributaria domine la toma de decisiones de los inversionistas por sobre la consideración de variables fundamentales como son, entre otras, los riesgos o el emisor de un instrumento.
- Asegurar la igualdad y mutuo reconocimiento para instituciones financieras, participantes e intermediarios nacionales y transfronterizas.

En resumen, es importante que el marco normativo y de supervisión de los diferentes países converja en un sentido sustancial. No se trata de que los países sean regidos por las mismas regulaciones, sino que se orienten hacia objetivos similares tomando como referencia estándares internacionales (Larraín Ríos, 2016). Si los participantes del mercado están sujetos a múltiples normas y entes reguladores no armonizados entre sí, es probable que enfrenten mayor incertidumbre y costos. Por otro lado, las diferencias en contabilidad y requisitos de divulgación de información limitan la capacidad de los participantes para establecer una base común de análisis de estados contables y financieros que asegure la coherencia en la valoración intrarregional (BID, 2002).

Otro de los determinantes de la integración de los mercados financieros se vincula con el rol de los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras. Dado el volumen de dinero que operan estos inversores, si la regulación les

permite ir aumentando gradualmente la proporción máxima de activos emitidos por otros países del bloque MERCOSUR se podría facilitar la integración.

Por su parte, las cuestiones vinculadas a la tecnología e infraestructura se constituyen en otro determinante fundamental de la integración. Según Schamann (2010), los requerimientos de actualización e inversión en equipos y comunicaciones para la operatoria transfronteriza representan desafíos importantes en términos de necesidades de financiamiento y personal calificado. No obstante ello, son elementales para que la compensación, liquidación y pago de las transacciones sea eficiente, rápido, seguro y con mínimos costos. En otras palabras, si no se fortalece la infraestructura sobre la que operan los mercados no será posible aprovechar los beneficios derivados de la integración (Larraín Ríos, 2016).

Finalmente, resulta evidente que la libre movilidad de capitales es una condición necesaria para el éxito de cualquier intento de integración financiera transfronteriza. En la actualidad, si bien todos los bancos centrales poseen la facultad de establecer controles en condiciones extremas, los países miembros del MERCOSUR tienen libertad de movimientos de capitales. Sin embargo, la volatilidad de los tipos de cambio de las monedas de los diferentes países entre sí y con respecto al dólar americano supone un riesgo para los inversores. El desarrollo de mecanismos de cobertura con contratos de derivados volvería más atractivos los mercados regionales aportándoles liquidez y facilitando la integración (Larraín Ríos, 2016).

2.2. Integración financiera: Beneficios y riesgos

Numerosos estudios reconocen que la integración financiera genera de beneficios importantes para:

- Inversores
 - Mayor cantidad y variedad de instrumentos, lo que permite una mejor diversificación de carteras y riesgos.
 - Reducción de asimetrías informativas, lo que se traduce en una mayor protección.
 - Aumento de liquidez y mejora en el proceso de formación de precios.
 - Menores costos de transacción (FIAB - BID, 2008).

- Empresas emisoras
 - Mayor acceso a fuentes de financiamiento e inversores potenciales.
 - Menores costos de emisión y cumplimiento de requisitos de información al existir criterios regionales homologados.
 - Mayor presencia y visibilidad en los mercados regionales e internacionales. Las empresas de menor tamaño, que usualmente no tienen acceso a mercados desarrollados, se verían favorecidas con la mayor exposición (FIAB - BID, 2008).
 - Se evita la escasez de fondos cuando la economía de origen se ve afectada por algún shock o crisis local (BID, 2002).

- Intermediarios
 - Estímulo a la competencia con pares regionales y la adopción de mejores prácticas.
 - Mayor volumen operado y reducción de costos medios (FIAB - BID, 2008).

- Mercados de valores
 - Potencian su rol como ámbitos eficientes y transparentes para la conjunción de ofertas y demandas (Schamann, 2010).
 - Mayor oferta de servicios e instrumentos financieros.
 - Promoción de la competencia.
 - Economías de escala y reducción de costos de transacción.
 - Transferencia de conocimiento, mejores prácticas y *know-how*.
 - Convergencia regulatoria hacia estándares más altos (BID, 2018).

En resumen, se benefician cada uno de los países y la región como un todo, ya que el fortalecimiento de los mecanismos de captación del ahorro y los mayores incentivos a la inversión, se traducen en un proceso de crecimiento sustentable y en una mayor capacidad de hacer frente a shocks externos extra regionales (FIAB - BID, 2008).

Sin embargo, dichos beneficios traen aparejados algunos riesgos dentro de los que es posible mencionar:

- Las empresas o países podrían alcanzar un nivel de endeudamiento excesivo al poder acceder a mercados financieros más amplios y profundos.
- La ausencia de una autoridad financiera supranacional con capacidad para regular, supervisar y actuar como prestamista de última instancia podría dificultar la detección y superación de posibles crisis.
- El mayor volumen de flujos de capital de corto plazo y con fines especulativos aumenta la probabilidad de *sudden stops*, con consecuencias económicas y sociales negativas.
- La mayor exposición al contagio de crisis financieras originadas en otros países de la región (Paúl Gutiérrez, 2008).

Los mencionados riesgos pueden ser minimizados a través de un adecuado marco regulatorio y una mayor cooperación entre los supervisores de cada país (BID, 2018).

2.3. Integración financiera: Modalidades, experiencias e iniciativas actuales

Desde hace algunos años, se observa que los mercados bursátiles y financieros avanzan hacia un mayor grado de integración operativa con el fin de aumentar su escala de transacciones y acceder a los beneficios descritos en el apartado anterior. Dichos procesos de integración pueden adoptar variadas modalidades, a saber:

- Acuerdos formales de colaboración y acceso mutuo a escala nacional o transfronteriza.
- Alianzas estratégicas a través de participaciones accionarias en otras bolsas³.
- Adopción de una misma plataforma de negociación electrónica y procedimientos de compensación y liquidación post-negociación.

³ Por ejemplo, en 2015 BM&FBOVESPA compró una participación del 8% en la Bolsa de Santiago de Chile (FMI, 2016).

- Uniones de bolsas en un conglomerado más amplio.
- Creación de compañías holding que reúnen a los diferentes intermediarios y entidades que actúan en el ámbito de los mercados (Schamann, 2010).

A continuación se mencionan algunas de las experiencias de integración bursátil que han tenido lugar en las últimas décadas ya que podrían servir de ejemplo y guiar el proceso de integración de los mercados de valores en el MERCOSUR⁴. En lo que refiere a integración a escala nacional se destacan los casos de:

- España: a partir de la Ley 24/1988, las bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia se unieron y crearon la Sociedad de Bolsas con el fin de contar con una plataforma única de negociación de renta variable. Actualmente, la mencionada sociedad integra el holding Bolsas y Mercados Españoles (BME), el cual utiliza como plataforma técnica el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE). El BME se organiza en siete unidades de negocio y reúne una amplia oferta de instrumentos de renta variable, fija y derivados. Además brinda servicios de compensación, liquidación, difusión de información, consultoría y formación (Schamann, 2010).
- Colombia: en 2001 las bolsas de Bogotá, Occidente y Medellín se unieron para crear la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) cuando comprendieron que tener tres mercados pequeños significaba continuar rezagados frente a las otras bolsas del continente. Un año más tarde, la BVC creó el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) para atender más eficientemente a la operatoria de renta fija y en 2008 formalizó una alianza con una firma especializada para el desarrollo de un mercado de derivados energéticos, denominado Derivex (Schamann, 2010).
- Brasil: en el año 2000 las bolsas regionales de Brasil cedieron las actividades de negociación, compensación, liquidación y custodia a la Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA) y a la Cámara Brasileira de Liquidación y Compensación (CBLC). Se conformó así un mercado nacional integrado de renta variable, con el objetivo de fortalecer la liquidez e incrementar la competitividad. El siguiente paso fue la fusión de BOVESPA con la bolsa de derivados BM&F en el 2008. Actualmente, BM&FBOVESPA se encuentra entre las primeras cinco bolsas del mundo por capitalización bursátil (Schamann, 2010). En la siguiente sección se describe con mayor detalle la evolución del mercado carioca.

En los últimos años también han tenido lugar numerosas experiencias de integración bursátil a escala regional, ejemplos de ellas se observan en Europa y América. En el caso europeo, en la actualidad coexisten mercados bursátiles nacionales que operan individualmente, junto con mercados integrados en plataformas únicas de negociación⁵. Este último es el caso de Euronext, holding creado a partir del año 2000 que comenzó integrando a las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas. Al poco tiempo se unieron la bolsa de Lisboa, el mercado de derivados LIFFE de Londres y la cámara de compensación Clearnet⁶. Para el año

⁴ La mayor parte de las iniciativas regionales o internacionales de integración han sido precedidas por la integración a nivel nacional (Schamann, 2010). En tal sentido, es importante que los países miembros del MERCOSUR inicien o completen el proceso de integración de sus mercados bursátiles internos.

⁵ En líneas generales, las tres plataformas de negociación más importantes en Europa son: *Euronext Group*, *Deutsche Borse Group* y *London Stock Exchange* (Larraín Ríos, 2016).

⁶ La cámara de compensación Clearnet a su vez es el resultado de la fusión de la *London Clearing House* y la francesa Clearnet (Larraín Ríos, 2016).

2003, los miembros de Euronext, podían acceder a todos los valores listados y negociarlos a través de una única plataforma denominada Nuevo Sistema de Cotización (NSC).

La fusión se clasificó como de naturaleza horizontal⁷, pues se produjo de forma descentralizada, manteniendo los mercados locales y armonizando sólo las reglas de negociación bajo la supervisión de Euronext. De este modo, existe una única plataforma de transacciones para el mercado spot (NSC) y otra para productos derivados (LiffeConnect) que siguen un único conjunto de reglas. Si una empresa desea cotizar en un mercado Euronext, debe cumplir en primera instancia con los requisitos de cotización unificados y después de la admisión, cumplir con los requisitos de información financiera específicos de cada país.

En cambio, los sistemas de compensación y liquidación se mantuvieron separados y cada mercado continuó siendo supervisado por sus autoridades nacionales⁸. Si bien Clearnet es la contraparte central de todas las operaciones, en función de la elección cada participante del mercado, puede optar liquidar las operaciones a través de diferentes Depósitos Centrales de Valores (DCV) dentro de los que se incluyen: *Euroclear Bank*, *Euroclear Francia*, *Euroclear Holanda*, *Interbolsa (DCV Portugal)*, *CIK (DCV Bélgica)* o DCV locales (Larraín Ríos, 2016).

OMX es otra alianza bursátil en el ámbito europeo. La misma fue creada a partir del año 2003 y aglutina a los mercados nórdicos y bálticos. Las bolsas que la integran operan a través de una única plataforma de transacción, compensación y liquidación con un solo libro de órdenes y reglas de operativas armonizadas. El proceso se inició con la fusión de las bolsas de Estocolmo y Helsinki, formando OMX Group. En el año 2007 fue comprada por NASDAQ formando OMX NASDAQ (Schamann, 2010).

En lo que refiere al mercado bursátil americano, dentro de los ejemplos de integración se destaca el denominado "Proyecto AMERCA". A partir del mismo las bolsas y depositarias de Costa Rica, El Salvador y Panamá buscan generar un mercado regional basándose en el mutuo reconocimiento de la oferta pública de los valores listados y los intermediarios acreditados. Además, asumen el compromiso de asegurar la disponibilidad de información sobre emisores y valores en tiempo real. En cuanto a las cuestiones operativas, el proyecto establece que las transacciones transfronterizas se canalicen a través un único libro de órdenes y acceso remoto. Por otro lado, la liquidación, compensación y depósito de los valores transados se realiza a través de los depósitos centrales locales de cada país. En este aspecto es similar a Euronext (Schamann, 2010).

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es otra experiencia exitosa de integración bursátil en el ámbito americano, es una alianza entre las bolsas de valores de Chile, Colombia, México y Perú. La iniciativa se focaliza en el mercado de renta variable y no contempla la fusión de las bolsas, sino que cada una mantiene su independencia y autonomía regulatoria (Larraín Ríos, 2016). La integración se da entonces por el mutuo reconocimiento y la libre negociación de los valores listados en cada uno de los países. Se opera con acceso remoto, una única plataforma y el ruteo de órdenes hacia los mercados de origen. Por su parte, la habilitación para la operatoria transfronteriza de los intermediarios se realiza en base a acuerdos (Schamann, 2010).

⁷ En cambio, *Deutsche Borse Group* es un ejemplo de estructura de integración vertical ya que intenta generar economías de escala al combinar los servicios de negociación, liquidación y compensación en una única institución (Larraín Ríos, 2016).

⁸ Para empresas emisoras e inversores, el punto de entrada local es lo que determina la regulación aplicable (Schamann, 2010).

Finalmente, dentro de las experiencias de integración bursátil a escala internacional se destaca el caso de la fusión *New York Stock Exchange* (NYSE) con Euronext. La compañía holding creada en 2007, se convirtió en la primera bolsa transatlántica y es en la actualidad una de las principales del mundo. El holding opera, a través de una única plataforma, una amplia gama de productos y servicios financieros.

En lo vinculado a la supervisión, existen dos instancias de regulación basadas en la cooperación internacional. La primera de ellas es el Colegio de Reguladores conformado por los reguladores financieros de Holanda, Francia, Portugal, Reino Unido y Bélgica. La segunda instancia es un Acuerdo de Entendimiento (MoU por sus siglas en inglés) entre el mencionado Colegio de Reguladores y la *Securities and Exchange Commission* (SEC) que es la autoridad financiera en EE.UU. El MoU contempla aspectos tales como el intercambio de información, la protección a los inversores y la armonización de la regulación en las funciones integradas (Larraín Ríos, 2016).

Otro ejemplo de integración bursátil internacional lo brinda la alianza estratégica entre el *Chicago Mercantile Exchange Group* (CME Group) y BM&FBOVESPA. La misma se concretó a través de un acuerdo comercial basado en el *cross listing* de productos y el compromiso para trabajar juntos en el desarrollo nuevos instrumentos y negocios. La alianza demandó importantes inversiones en materia de tecnología e infraestructura para permitir el acceso remoto, el control de riesgos y la administración de garantías. La integración le permitió a la bolsa brasilera acceder a una red de distribución de más de 80 países (Schamann, 2010).

Como puede observarse, numerosos han sido los casos de éxito de integración de los mercados bursátiles a nivel trasfronterizo. Los países del MERCOSUR tienen la oportunidad de iniciar un camino que les permita aprovechar las ventajas que brinda la integración de los mercados financieros y así llevar al mercado común a un nuevo nivel.

3. MERCOSUR

3.1. Descripción general

En el año 1991, Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay suscribieron el Tratado de Asunción dando origen al MERCOSUR⁹. El nuevo bloque, tenía como pilares fundamentales el fomento del desarrollo económico de sus miembros y el fortalecimiento de la democracia.

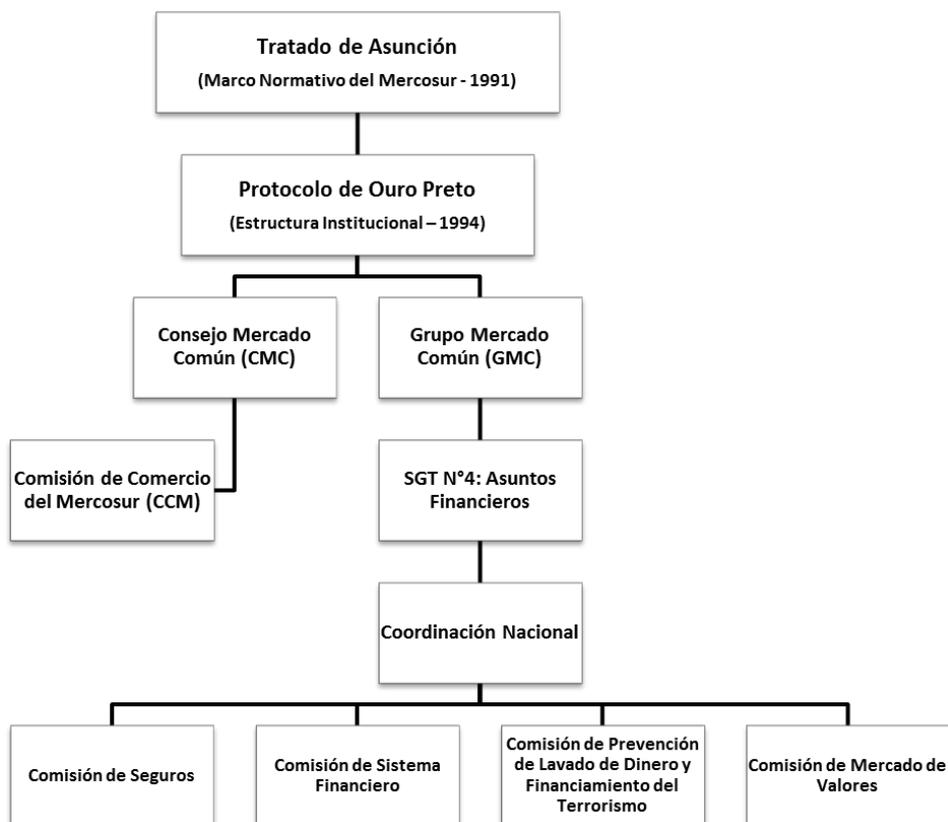
Para alcanzar su cometido, se comenzó por facilitar la libre circulación de bienes, servicios y factores productivos; establecer un arancel externo común; armonizar la legislación relevante y coordinar las políticas comerciales, sectoriales y macroeconómicas. De este modo, los miembros iniciaron un proceso en el cual el área de libre comercio y la unión aduanera constituían pasos intermedios para alcanzar un mercado único capaz de generar un mayor crecimiento económico, aprovechando economías de escala y el mayor poder de negociación del bloque. Por otro lado, se suscribieron acuerdos en materia migratoria, laboral, cultural y social (SGT-4, 2011).

⁹ El Tratado de Asunción está abierto a la adhesión de los demás países de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). En 2006 se incorporó Venezuela y en 2015 Bolivia inició el proceso de adhesión. Sin embargo, al momento de escribir el presente trabajo, Venezuela se encuentra suspendida de su condición de Estado Miembro según lo dispuesto en el Protocolo de Compromiso Democrático (Protocolo de Ushuaia), mientras que Bolivia continúa en proceso de adhesión. Por tales motivos, la monografía se centra en los mercados de valores de los miembros fundadores: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Dentro del mencionado proceso de integración, el sistema financiero desempeña un rol fundamental dado su carácter sistémico y vínculo directo con la estabilidad. Por tal motivo, dentro la estructura institucional establecida en el Protocolo de Ouro Preto en 1994, se incluyó el “Subgrupo de Trabajo N° 4: Asuntos Financieros (SGT-4)”¹⁰. Este último es un órgano técnico, cuyos miembros son funcionarios de línea de los bancos centrales y de los reguladores y supervisores del sector. Su objetivo final consiste en alcanzar un mercado común regional en el sector de bancos, seguros y mercado de capitales.

Tal como puede observarse en el Cuadro 1, sus actividades se organizan en torno a diferentes comisiones bajo la órbita de la “Coordinación Nacional”, la cual sirve de nexo con los órganos superiores del MERCOSUR, a saber: el “Consejo del Mercado Común” (conducción política del proceso de integración) y el “Grupo Mercado Común” (órgano ejecutivo).

Cuadro 1: Estructura Institucional del MERCOSUR – Protocolo de Ouro Preto.



Fuente. Elaboración propia en base a Web Mercosur Financiero – SGT4.

Luego de describir las principales características de los mercados de capitales de países miembros del bloque, se analiza el grado de avance de la Comisión de Mercado de Valores, dependiente del SGT-4, en su labor por alcanzar un mercado común regional de valores y servicios financieros.

¹⁰ Si bien en 1995 el SGT-4 adquiere el nombre actual de “Asuntos Financieros”, el grupo comenzó a funcionar en 1990, incluso antes de la creación oficial del MERCOSUR.

3.2. Descripción de los mercados de capitales del MERCOSUR

En la presente sección se describen los principales participantes, regulaciones, instrumentos y sistemas de negociación de los mercados de capitales de Uruguay, Brasil, Paraguay y Argentina. La información proviene en su mayoría de fuentes oficiales como son la Web y las publicaciones de las bolsas de valores, bancos centrales y organismos de regulación y supervisión de cada país.

3.2.1. Uruguay

Uruguay es el segundo país más pequeño de Sudamérica con una población cercana a los 3,5 millones de habitantes. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el año 2017 su PIB alcanzó los U\$S 60.933 millones y su tasa de inflación fue del 7,9% anual.

En líneas generales, puede decirse que posee un sistema financiero estable y transparente que es regulado por el Banco Central de Uruguay (BCU), a través de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF), no existiendo ningún tipo de limitación a los movimientos de capitales ni controles de cambio sobre operaciones con divisas. En lo que refiere al mercado de capitales, si bien en la última década ha experimentado un crecimiento continuo, aún es un mercado pequeño con un gran potencial de desarrollo (Tarallo, Machaín, Figliuolo y Di Doménica, 2017). Según datos del FMI (2016), existe un significativo volumen de operaciones que se canaliza vía el mercado informal o a través de colocaciones directas entre los emisores de valores y los fondos de pensiones.

- **Organismos de regulación y participantes del mercado de valores**

En lo vinculado a la estructura del mercado de valores, las principales participantes son la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA). La primera es una sociedad civil sin fines de lucro cuyas funciones principales consisten en brindar a sus miembros una plataforma para la emisión primaria y negociación secundaria. Se encarga de la liquidación y compensación de operaciones, custodia de valores, capacitación, representación de tenedores de valores y es agente de pago.

Sus orígenes se remontan al año 1867, cuando se crearon la Sociedad Bolsa Montevideana, la Cámara Sindical y la Comisión Interna de Corredores. Las instituciones tenían por objeto proveer de un punto de encuentro para cerrar negocios, representar los intereses del comercio y regular la actividad de los corredores.

A lo largo del siglo XX, a pesar de los vaivenes, el desarrollo de actividad bursátil ha mostrado una tendencia creciente. Hacia principios de la década de 1920 la Comisión Interna de Corredores se constituyó como asociación civil sin fines de lucro y se convirtió en el ámbito donde se llevaban a cabo las transacciones bursátiles. En 1952, la Comisión comienza a llamarse Bolsa de Valores.

A mediados de los '90, se incorpora a las instituciones financieras como socios especiales de la Bolsa de Valores, surgen las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) y se sanciona la Ley del Mercado de Valores y Obligaciones Negociables. Hitos que favorecieron el desarrollo del mercado de capitales y la operatoria bursátil. Ya en el siglo XXI, la Bolsa adopta su denominación actual (BVM) y comienza a implementarse el sistema de compensación, liquidación y custodia de valores. En el año 2008 se da inicio a la operativa electrónica con el Sistema Integrado Bursátil Español (SIBE).

Actualmente, se encuentran habilitados para operar en la BVM los corredores de bolsa y los denominados socios especiales. Los primeros tienen la categoría de socios y deben cumplir con los requisitos de la legislación uruguaya y el BCU. En tanto que los segundos son instituciones con autorización para operar (bancos, AFAP, aseguradoras, etc.) pero que, contrario a lo que indica su nombre, no tienen la calidad de socios de la BVM y por tanto tampoco pueden participar en las asambleas y decisiones.

La BVM principalmente canaliza, a través de los corredores de bolsa, operaciones de inversores minoristas en el mercado secundario. Se realizan dos ruedas diarias de negociación, una de ellas a través de un sistema electrónico extendiéndose durante toda la jornada. En la otra rueda, las operaciones se concretan en forma presencial en el recinto de la bolsa por un período de tiempo delimitado (Tarallo et al., 2017).

Por su parte, BEVSA es una sociedad anónima que comenzó a operar en 1994 y cuyos accionistas son bancos privados y públicos. En BEVSA es posible realizar operaciones de dinero, cambio y con valores a través de una plataforma electrónica de transacción y liquidación transparente y anónima que es de uso exclusivo de bancos e instituciones financieras (Uruguay XXI, 2014). Otros participantes de importancia son:

- o SSF: tiene a su cargo la supervisión y regulación de todo el sistema financiero. Además es responsable de la divulgación de la información financiera de las entidades bajo su competencia.
- o BCU: creado en el año 1967, es la autoridad monetaria nacional y la entidad que regula el mercado de valores. Según la Ley del Mercado de Valores (Ley 18.627), el BCU a través de la SSF reglamenta y supervisa el mercado y sus agentes a efectos de que su funcionamiento sea transparente, competitivo y eficiente. Además, es responsable de autorizar e inscribir la oferta pública de los valores negociables en las bolsas y velar por una adecuada protección a los inversores.
- o Uruguay Futures Exchange (UFEX): es el primer mercado de futuros y opciones de Uruguay, fue lanzado en año 2016 y tiene por objeto brindar instrumentos de cobertura y contribuir a la formación de precios. Los productos que ofrece son los contratos de futuros y opciones sobre índice de novillo gordo, novillo gordo campo y dólar estadounidense. UFEX opera bajo la supervisión de la SSF y dentro de sus accionistas se encuentran ROFEX y Argentina Clearing¹¹ (Galíndez, 2017).
- o Intermediarios de valores: la Ley 18.627 define de este modo a quienes realizan, en forma profesional y habitual, operaciones de intermediación entre oferentes y demandantes de valores de oferta pública o privada. Deben adoptar la forma de sociedad comercial y estar autorizados por el BCU. Pueden ser corredores de bolsa (socios de la BVM o BEVSA), agentes de valores (operan bolsas del exterior y con no residentes) o entidades de intermediación financiera.
- o Emisores: incluye al Gobierno Central, el BCU, las empresas públicas y privadas, los administradores de fondos de inversión y fideicomisos financieros. Las empresas y fideicomisos privados y los valores que emitan deben estar inscriptos en la SSF y en el BCU y cumplir con los requisitos de información exigidos para

¹¹ ROFEX es un mercado a término de Argentina con sede en la ciudad de Rosario, mientras que Argentina Clearing S.A. es su cámara compensadora. Las principales características de ambas instituciones se describen en el apartado correspondiente al mercado de valores argentino.

poder realizar la oferta pública de los valores. En cambio, el Gobierno Central y el BCU no están obligados registrar los valores ya que se rigen por un estatuto especial.

- o Audidores Externos: especialistas que por su tarea son auxiliares del BCU como supervisor del mercado, institución en la cual deben estar inscritos.
- o Calificadoras de Riesgo: empresas independientes que se encargan de emitir una opinión sobre los instrumentos financieros de oferta pública que se negocian en el mercado. También se las considera auxiliares del BCU, organismo en el cual deben estar inscritas.
- **Sistemas de negociación e instrumentos del mercado de valores**

Tal como se mencionó anteriormente, en la BVM se desarrollan dos ruedas diarias de negociación en las cuales es posible operar con una gran variedad de valores, entre los que se destacan:

- o Bonos, notas y letras del Tesoro: títulos de deuda, emitidos por el Estado a tasa fija o variable para su financiamiento en diferentes monedas. Son los instrumentos de mayor liquidez del mercado local. Se diferencian entre sí por el plazo.
- o Notas y letras de regulación monetaria: títulos emitidos a descuento por el BCU con el objetivo de regular la liquidez.
- o Certificados de depósito: instrumentos de renta fija *bullet* emitidos por los bancos. Los compradores más frecuentes son los mismos bancos y las AFAP, por lo general no tienen mercado secundario.
- o Títulos mixtos emitidos por fideicomisos: son títulos que combinan algunas características de los títulos de renta fija y otras de renta variable. Los inversores reciben un interés periódico fija y tienen participación en el capital final del fideicomiso una vez completado el proyecto de que se trate. Son títulos complejos, de baja liquidez, que en general son comprados por inversores institucionales.
- o Instrumentos derivados: incluye swaps, forwards, futuros y opciones. Los activos subyacentes pueden ser acciones, índices, tasas de interés, divisas o *commodities*.
- o Notas estructuradas: combina varios instrumentos financieros, en general algún título de renta fija con un derivado, para obtener un determinado escenario de pago y perfiles de riesgo/retorno que no se obtendrían con instrumentos individuales. Se trata de instrumentos ilíquidos y complejos, que son adquiridos por inversores institucionales o especializados.
- o Obligaciones negociables, cuota partes de fondos de inversión, acciones (ordinarias y preferidas), títulos de deuda y certificados de participación emitidos por fideicomisos.

Por su parte, BEVSA cuenta desde el año 2000 con un sistema de negociación electrónica denominado SIOPEL que ha demostrado una gran capacidad de adaptación¹². En dicha plataforma se realizan operaciones de mercado de cambios, dinero y valores (primario y secundario). A continuación una breve descripción de mismos y sus principales instrumentos:

- o Mercado de cambios: operaciones de compra-venta de moneda y billetes de contado y a término. Las transacciones se realizan a través de ruedas (los agentes difunden a todo el mercado sus ofertas a efectos de cerrar operaciones) o licitaciones (permiten a un agente efectuar un llamado para que los demás agentes inscriban sus ofertas de compra o venta). Algunos de los instrumentos operados son: dólar spot (dólar fondo BCU), canje (dólar billete por dólar transferencia), dólar futuro (contrato estandarizado), dólar forward (contrato no estandarizado que puede ser con liquidación con entrega o por diferencias), dólar billete BCU, arbitrajes y swaps de monedas.
- o Mercado de dinero: operaciones de préstamos interbancarios en moneda nacional y extranjera. Entre los instrumentos operados se encuentran préstamos de pesos a un día hábil (CALL), préstamos de pesos a plazo (CALL a plazo), préstamos de pesos garantizados (PGCALL), préstamos de dólares BCU a un día hábil (CALLUS), préstamos de pesos del BCU con compra de títulos con pacto de reventa (REPO BCU), operaciones compensadas a término de tasas de interés (OCT TASAS).
- o Mercado de valores: operaciones de mercado primario (licitaciones o subastas) y secundario con instrumentos autorizados por el directorio de BEVSA a cotizar y por el BCU a tener oferta pública. En términos generales se negocian los mismos valores que en la BVM a los que se agregan: bonos soberanos de EEUU, certificados representativos de inversiones (CRI), deuda de organismos multilaterales, deuda soberana de otros países, bonos hipotecarios reajustables, certificados de depósito ajustables por índices de precios, entre otros (Tarallo et al., 2017).

Finalmente UFEX utiliza las plataformas electrónicas de negociación, *back office* y extranet de la empresa Primary para el mercado de futuros uruguayo. Vale destacar que la mencionada compañía es propiedad de ROFEX y Argentina Clearing, ambos accionistas de UFEX como se mencionó anteriormente.

- **Normativa básica**

Según el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV), el marco normativo contempla los acuerdos de MERCOSUR, de modo que los niveles de regulación son similares a los de otros miembros del bloque. Las principales normas son:

- o Ley N° 16.774 – Ley de fondos de inversión (1996).
- o Decreto 146/997 - Decreto sobre calificadoras de riesgo (1997).
- o Ley N° 17.202 - Modificación de la ley 16.774 de fondos de inversión para incluir los casos de securitización y Factoring (1999).
- o Ley N° 18.627 - Ley del mercado de valores (2009).
- o Decreto 322/011 - Reglamenta la ley del mercado de valores (2011).

¹² Es el mismo sistema que utilizan el Mercado Abierto Electrónico (MAE) de Argentina, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica entre otros.

La iniciativa de un mercado de capitales regional podría resultar beneficioso para Uruguay ya que la mayor escala de operaciones y la competencia con otros intermediarios llevaría a una reducción de los costos de transacción que se retroalimentaría con un mayor volumen de operaciones locales canalizadas a través del mercado formal (FMI, 2016).

3.2.2. Brasil

Brasil es el país más grande de Sudamérica y el quinto a nivel mundial, su población supera los 200 millones de habitantes. Según datos del World Economic Outlook (WEO) del FMI, en el año 2018 su PIB fue de U\$S1.909.386 millones, lo que representa aproximadamente el 40% del PIB de Latinoamérica. Su tasa de inflación alcanzó el 4,16% anual.

- **Organismos de regulación y participantes del mercado de valores**

En lo que refiere al mercado de capitales, la historia de BOVESPA se remonta a fines del siglo XIX, cuando se creó la llamada Bolsa Libre. A lo largo de los años BOVESPA se ha mantenido en constante evolución. Ya en la década de 1960 se crea el Índice BOVESPA (Ibovespa), se automatiza el registro de las operaciones desarrolladas en el piso y la información comienza a difundirse por medios electrónicos en forma inmediata. En los años 80 el auge de los fondos de inversión y el comienzo del proceso de desmaterialización de los valores negociables elevaron la eficiencia y liquidez del mercado, lo que significó un gran impulso para el crecimiento de BOVESPA (Tarallo et al., 2017).

En la década de 1990, con el fin de la hiperinflación, la apertura de la economía y el menor grado de participación del estado en la economía, se aprobaron una serie de cambios legales que aumentaron la protección de los derechos de los inversores y la disponibilidad de información. Además, se consolidó la auto-regulación del mercado complementando el accionar de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) (Dos Santos, 2011). En BOVESPA se empiezan a utilizar sistemas de trading electrónico en forma paralela a la negociación a viva voz en el piso y se instituye la CBLC.

En la primera década del siglo XXI el ritmo de los cambios se acelera. En el año 2000, con el fin de concentrar todas las operaciones de renta variable en un único entorno, BOVESPA se integra con otras ocho bolsas de valores de Brasil, entre ellas la de Rio de Janeiro. En el año 2001 se crea Bovespa Fix, el cual es una plataforma de negociación electrónica de valores corporativos de renta fija. Para el año 2005, se eliminaron las operaciones a viva voz y BOVESPA se convirtió en un mercado totalmente electrónico. En 2007, se aprueba la desmutualización y los accionistas de BOVESPA y la CBLC se convierten en accionistas de Bovespa Holding, empresa pública que cotiza en el Novo Mercado y que hacia mediados del 2008, se integra con la BM&F dando origen a BM&FBOVESPA S.A. En 2010, la última firma un acuerdo de asociación estratégica con el CME Group.

Resulta claro que BM&FBOVESPA S.A. buscó alcanzar un modelo de negocios diversificado e integrado verticalmente. Se encarga del registro, compensación y liquidación de las operaciones; la custodia de los valores; la gestión de riesgos; el control de las transacciones; la protección de los inversores y además ocupa el rol de contraparte central.

En marzo de 2017, BM&FBOVESPA S.A. unió sus actividades con "CETIP S.A. Mercados Organizados" y comenzó a operar con el nombre de B3 (Brasil, Bolsa, Balcão¹³), bajo la forma jurídica de sociedad de capital abierta cuyas acciones se negocian en Novo Mercado. De este

¹³ Balcão hace referencia a las denominadas operaciones *Over the Counter* (OTC) cuyas condiciones se negocian entre partes, diferenciándose así de las operaciones estándar de bolsa.

modo, B3 pasó a ser la única bolsa de valores, mercancías y derivados en operación en Brasil. Además, es la mayor depositaria de títulos de renta fija de Latinoamérica y la mayor cámara de activos privados del país (Tarallo et al., 2017).

En los mercados de productos listados en bolsa, B3 provee sistemas de listado negociación, compensación, liquidación y custodia de: acciones, derivados, títulos de renta fija, monedas y *commodities*. Mientras que para los productos no listados, cuya negociación se produce en forma bilateral en el mercado OTC o *Balcão*, B3 ofrece la infraestructura sólo para el registro de las operaciones (Tarallo et al., 2017).

En la actualidad, al mercado tradicional se le suman los segmentos de cotización Novo Mercado y Bovespa Mais. El primero fue creado en el año 2000 y tiene por objeto la negociación de acciones emitidas por empresas que, voluntariamente, adoptan prácticas de gobierno corporativo adicionales a las exigidas por la ley. La decisión de cotizar en este segmento especial implica comprometerse a divulgar la información de forma transparente y completa y a adoptar un conjunto de reglas que amplían los derechos de los accionistas.

Por su parte, Bovespa Mais surge en el año 2008 como un segmento de cotización especial, con el objetivo de facilitar el acceso del mayor número de empresas al mercado de capitales, especialmente las de menor tamaño que buscan financiar su proceso de crecimiento. Concretamente, el segmento hace posible el acceso gradual al mercado, permitiéndole a la compañía disponer del tiempo necesario para profesionalizarse y cumplir con los estándares de buen gobierno corporativo y transparencia exigidos. A la vez que brinda programas de apoyo, expone a la empresa en el mercado aumentando su visibilidad ante los inversores, para que al momento de llevar a cabo la oferta pública inicial (OPI) ya sea reconocida.

Otros participantes de relevancia son:

- o Consejo Monetario Nacional (CMN): es la instancia normativa más alta del sistema financiero de Brasil, sus resoluciones deben ser cumplidas por la CVM, el Banco Central y todos los demás participantes.
- o CVM: es un organismo gubernamental autónomo creado en el año 1976 por la Ley N° 6.385 la cual, junto con la Ley de Sociedades por Acciones (6404) del mismo año, reglamenta el funcionamiento del mercado de valores y sus participantes. Se encarga de regular y fiscalizar la actuación de los diversos integrantes del mercado, así como de aplicar sanciones cuando corresponda.
- o Banco BM&FBOVESPA de Servicios de Liquidación y Custodia SA: tiene como objetivo facilitar la compensación y liquidación de las operaciones y reducir riesgos.
- o BM&F (EE.UU.) Inc y BM&FBOVESPA (UK) Ltd.: subsidiaria de propiedad total que tienen por fin representar a la BM & FBOVESPA en el extranjero y aumentar la base de clientes, a través de la difusión de información y la relación con otras bolsas y agentes reguladores.
- o Instituto BM&FBOVESPA: sociedad civil de interés público, creada en 2007 con el objeto de integrar y coordinar los proyectos de inversión social de la Bolsa.
- o BM&FBOVESPA supervisión del mercado (BSM): asociación civil creada con el objeto de monitorear el desempeño de la BM&FBOVESPA y sus participantes.

- o Market Maker: es una entidad jurídica registrada en la BM&FBOVESPA, que se compromete a mantener la compra y de venta continua durante la rueda de negociación, promoviendo la liquidez de los valores y mitigando los movimientos artificiales de precios. Cada *Market Maker* puede operar en todos los activos para los que se acredite y puede ejercer en forma independiente o ser contratado por cualquier interesado. Su accionar está limitado por parámetros de rendimiento mínimos y máximos de negociación (Tarallo et al., 2017).

- **Sistemas de negociación e instrumentos del mercado de valores**

El B3 gestiona los mercados organizados de una amplia gama de productos de inversión y financiamiento, los principales se listan a continuación:

- o Mercado al contado: acciones, oro, dólar spot, ETF`s, *Brazil Depositary Receipts* (BDR`s), cuota partes de fondos.
- o Derivados cotizados: futuros y opciones sobre tipos de interés, tipos de cambio, índices de acciones, *commodities*, ETF`s y operaciones estructuradas.
- o Derivados OTC o de Balcão: swap, opciones flexibles.
- o Activos de renta fija pública y privada: títulos públicos federales, letras emitidas por el Tesoro, certificado de operación estructurada (instrumento de financiación OTC que combina las características de derivados y renta fija), certificado de depósito bancario, letras financieras (título de renta fija emitido por entidades financieras), obligaciones negociables, etc.

Los inversores extranjeros, ya sean personas físicas o jurídicas, pueden acceder a los mismos activos disponibles para los residentes, siempre que nombren un representante legal y fiscal y un custodio autorizado por la propia CVM o el Banco Central (Tarallo et al., 2017).

Las negociaciones se concretan en forma electrónica a través de tres sistemas a saber:

- o SISBEX: oermita la negociación electrónica y el registro de las transacciones con valores públicos de renta fija, contratos de divisas, bonos corporativos, contratos de energía y derivados.
- o Tesoro Directo: sistema del Tesoro Nacional, operado a través de una asociación con BM&FBOVESPA, que permite la compra de bonos del gobierno por parte de inversores individuales, a través del sitio web Tesoro Directo.
- o PUMA Trading System BM&FBOVESPA: es una plataforma para la negociación de acciones y derivados. Fue desarrollada en conjunto con el *CME Group*, con el objeto de unir varias plataformas de trading en una única, reduciendo la demora en el procesamiento de las órdenes. El sistema le permitió a B3 consolidarse como un punto de referencia global para el control del riesgo de las operaciones ya que ofrece simultáneamente siete mecanismos de protección del mercado. Este hecho hace que el mercado brasileño sea uno de los más seguros del mundo (CME GROUP, 2013).

- **Normativa básica**

Según el IIMV, el marco normativo básico incluye:

- o Ley N° 6.385 - Rige el mercado de valores y crea la CVM (1976).
- o Ley N° 6.404 - Ley de sociedades por acciones (1976).
- o Ley N° 9.457 - Reforma ley de sociedades por acciones (1997).
- o Ley N° 10.303 - Ley de oferta pública de valores (2001), reforma algunos artículos de las leyes 6.385/76, 6.404/76 y 9.457/01.
- o Ley N° 10.411 - Reforma ley N° 6.385 (2002).

Las modificaciones a la normativa se orientaron a profundizar el proceso de armonización del mercado de valores brasileño con los demás miembros del MERCOSUR y con los principales mercados internacionales (Palacios Manzano y Martínez Conesa, 2005).

3.2.3. Paraguay

Paraguay es uno de los países más pequeños de Sudamérica, con una población que supera los 7 millones de habitantes. Según estimaciones del WEO del FMI, en el año 2018 su PIB fue de U\$S 41.851 millones y su tasa de inflación alcanzó el 4,1% anual.

- **Organismos de regulación y participantes del mercado de valores**

El primer antecedente del mercado de valores se remonta a fines del siglo XIX con la creación de la Cámara Nacional de Comercio y Servicios del Paraguay. Dicha institución reunió por primera vez a los empresarios y comerciantes del país y fue en su interior donde surgió, en el año 1977, la Bolsa de Valores y Productos de Asunción SA (BVPASA).

Sin embargo, dos años más tarde se decidió el cierre temporal de la BVPASA por falta de actividad. Fue recién en 1991 cuando, gracias a la sanción de la Ley del Mercado de Valores Paraguay (Ley 94/91), se crea el marco legal necesario para el inicio de las operaciones bursátiles así como la institución reguladora de las mismas, la Comisión Nacional de Valores. En el año 1993 se realiza la primera rueda de negociación de la BVPASA, con la participación de nueve emisoras, iniciándose finalmente las operaciones del Mercado de Valores en el Paraguay.

En el año 1998, se deroga la Ley 94/91 y se promulgó una nueva Ley del Mercado de Valores (Ley 1.284/98). En ese entonces, las ruedas de negociación se concertaban a viva voz, requiriendo la presencia de los operadores en el recinto. En el año 2010, BVPASA implementa un sistema electrónico de negociación (Bolsa Electrónica), permitiéndole estar conectada con otras bolsas del mundo. El mismo es provisto por Primary, la compañía tecnológica propiedad de ROFEX y Argentina Clearing.

Una vez que la negociación electrónica se consolidó para las operaciones con valores negociables, la misma se trasladó al mercado de futuros. Hacia fines de 2011 comenzaron a negociarse contratos de futuros de divisas Guaraníes – Dólares de los Estados Unidos, con características similares al futuro de dólar ROFEX. En 2012 se firmaron dos convenios, a partir de los cuales Argentina Clearing y Primary se comprometieron a brindar asesoramiento y desarrollo de sistemas respectivamente.

En 2017, se presentó la Bolsa de Productos de Paraguay, la cual funciona dentro de la BVPASA¹⁴. En la misma se pueden negociar contratos sobre soja, maíz y trigo y se espera que se vayan incorporando nuevos productos. El desarrollo de la Bolsa de Productos le permitió al sector agrícola contar con precios de referencia e instrumentos de cobertura, reducir costos de transacción y acceder con mayor facilidad a fuentes de financiamiento (La Nación, 2017).

También en el año 2017, se derogó la Ley 1.284/98 y se la reemplazó por la Ley 5.810/17, que es la norma que regula el mercado de valores en la actualidad. Algunos de los principales participantes e instituciones que conforman la estructura del mercado de valores de Paraguay se describen brevemente a continuación.

- o Comisión Nacional de Valores: ente autárquico regulador del mercado con jurisdicción en todo el país, se relaciona con el Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Industria y Comercio. Como institución reguladora, sus actividades principales son el registro, reglamentación y fiscalización de las entidades que operan en el mercado de valores, de manera a asegurar la transparencia, eficiencia y credibilidad del mismo (IIMV).
- o BVPASA: sociedad anónima de objeto exclusivo, cuyos accionistas son las casas de bolsa que realizan operaciones en ellas. Sin embargo, sus estatutos y misma la Ley del Mercado de Valores le prohíben distribuir utilidades, actuando en este sentido como una entidad sin fines de lucro. BVPASA es la institución encargada de proveer la infraestructura necesaria para la concertación de las operaciones de compra y venta de valores negociables y/o productos (Comisión Nacional de Valores, 2016).
- o Casas de bolsa: sociedades anónimas de objeto exclusivo, autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para actuar como intermediarios en las operaciones con valores negociables por cuenta, orden y riesgo de sus clientes a quienes también pueden brindarles asesoramiento en la materia. Deben cumplir con una serie de requisitos entre los que se encuentran ser accionista de la bolsa de valores en la que actuarán, contar con un capital social mínimo, constituir garantías y cualquier otro requisito que la Comisión Nacional de Valores considere adecuado.

Dentro de la BVPASA cada casa de bolsa cuenta con representantes denominados operadores de rueda los cuales son los responsables de buscar las mejores alternativas y ejecutar las órdenes de compra y venta de valores a favor de los clientes de la casa a la que representan. Deben ser acreditados por las casas y autorizados por la Comisión Nacional de Valores y la BVPASA (Comisión Nacional de Valores, 2016).

- o Caja de valores: sociedad anónima responsable de la custodia de los valores, así como del registro, compensación y liquidación de las operaciones que con ellos se efectúan. Además tiene capacidad para administrar los valores (cobro de dividendos, cupones y amortizaciones) y emitir certificados no negociables sobre los valores en depósito para acreditar propiedad a pedido del depositante. La custodia y registros electrónicos que realiza la caja ha permitido la desmaterialización de los valores negociables (Comisión Nacional de Valores, 2016).

¹⁴ Hasta 2017 sólo se había desarrollado el área de valores de la BVPASA.

- o Audidores externos: responsables de evaluar los estados contables de las sociedades que operan en el mercado de valores. Deben contar con autorización de la Comisión Nacional de Valores.
- o Sociedades administradoras de fondos patrimoniales de inversión: sociedades anónimas que se dedican a administrar un patrimonio autónomo como son los fondos patrimoniales de inversión constituidos por aportes de personas y empresas para ser invertidos en instrumentos con oferta pública.
- o Calificadoras de Riesgo: empresas que, como su nombre lo indica, tienen por objeto analizar, evaluar y calificar el nivel de riesgo de los valores negociables y sus emisores. En general se concentran en títulos de renta fija.

Finalmente, los emisores de valores negociables representativos de deuda o capital pueden ser las sociedades anónimas, los fondos de inversión cerrados, las entidades del Estado y demás personas jurídicas que cumplan con todos los requisitos señalados en la Ley del Mercado de Valores vigente en la actualidad (Comisión Nacional de Valores, 2016).

- **Sistemas de negociación e instrumentos del mercado de valores**

Desde 1993 BVPASA celebra diariamente sesiones o ruedas de negociación, para las cuales facilita medios físicos, tecnológicos, humanos y administrativos. El sistema de negociación tradicional es el pregón a viva voz que, como ya se mencionó, exige la presencia física del operador de rueda en el recinto. El sistema se basa en una subasta común, en la cual los operadores dan a conocer las ofertas de compra y venta a través de boletas de operaciones, intentando obtener las mejores puntas respectivas.

Las operaciones pueden ser comunes o directas. Las primeras son aquellas que se cierran entre operadores de diferentes casas de bolsa. En contraposición, las operaciones directas se dan cuando un mismo operador representa la punta vendedora y compradora adjudicándose la operación sin que intervengan de otras casas de bolsa.

Desde el año 2010 se introdujo un sistema de negociación electrónico o Bolsa Electrónica que permitió avanzar con la desmaterialización de los valores negociables. Como se mencionó anteriormente el mismo es provisto por la compañía Primary. Sin embargo, aún en la actualidad continúan realizándose operaciones a través del sistema tradicional sobre algunos títulos ya negociados con anterioridad a la vigencia del nuevo sistema. Es decir, con títulos físicos o impresos que quedaron en poder de los inversionistas o custodiados por la casa de bolsa.

La Bolsa Electrónica permite que los operadores de las casas de bolsa ingresen las ofertas en pantallas de negociación desde sus oficinas o donde se encuentren. Las ofertas que coincidan en precio, se cierran en forma automática bajo el criterio de “primero en tiempo, primero en derecho”. Las modalidades de operación pueden ser:

- o En firme: Operaciones de compra y venta de valores que tiene por objeto la transferencia definitiva de los mismos.
- o Pase o Reporto: Operaciones que incluyen la compra/venta de valores al contado, con una simultánea operación inversa de la misma cantidad y especie a un cierto plazo y precio predeterminados.

Adicionalmente, la Bolsa Electrónica permite que los inversionistas realicen un monitoreo de sus carteras y operaciones a través de un sistema de Extranet, al cual es posible acceder desde cualquier dispositivo con acceso a internet (Comisión Nacional de Valores, 2016).

A continuación se describen brevemente algunos de los principales instrumentos que se negocian en la BVPASA:

- o Acciones: representan una parte del capital social de una sociedad anónima. Son libremente negociables en la BVPASA siempre que cuenten con autorización de la Comisión Nacional de Valores.
- o Bonos y títulos de inversión: valores representativos de deuda, emitidos por empresas, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores. En otros países como Argentina y Uruguay se los denomina “obligaciones negociables”. En el caso de los títulos de inversión, el plazo mínimo de negociación es de 90 días.
- o Bonos municipales y del Tesoro General de la Nación: como su nombre lo indican son emitidos por los municipios o el Tesoro y tienen la finalidad de financiar las obligaciones y necesidades del sector público. Pueden estar denominados en moneda nacional o extranjera.
- o Pagarés: título de crédito por cual una persona se compromete a pagar a otra, una suma determinada de dinero a un plazo inferior a un año.
- o Certificado de depósito de ahorro (CDA): títulos de deuda a plazo fijo emitidos por empresas financieras. No requieren autorización de la Comisión Nacional de Valores para su emisión.
- o Certificado de call interfinanciero (CCI): instrumentos emitidos por bancos y entidades financieras para ser negociados exclusivamente entre ellos mismos a corto plazo (hasta 30 días). No requieren autorización de la Comisión Nacional de Valores para su emisión.
- o Futuros: contratos sobre futuros de tipo de cambio Guaraníes – Dólares de los Estados Unidos.
- o Fondos abiertos o fondos mutuos: patrimonio formado con aportes de personas físicas y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública negociados en la BVPASA. Las cuotas de participación pueden ser rescatadas, en forma parcial o total, en cualquier momento por el aportante.
- o Fondos de inversión: se diferencian de los fondos abiertos o mutuos en que las cuota partes no pueden ser rescatadas antes de la liquidación del fondo. En caso que el propietario de las cuotas necesite liquidez, debe venderlas en la BVPASA ya que las mismas son valores de oferta pública y como tales deben ser inscritas por la Comisión Nacional de Valores. También se los conoce como fondos cerrados.
- o Fondos de Inversión de Capital Extranjero: patrimonio formado con aportes captados en el extranjero tanto de personas físicas o jurídicas, para su inversión en valores de oferta pública en Paraguay. Las administradoras de éste tipo de fondos se constituyen y permanecen en el extranjero y operan en el país por medio de representantes. Suelen ser fondos cerrados (Comisión Nacional de Valores, 2016).

- **Normativa básica**

Según el IIMV, el marco normativo básico, por orden cronológico, incluye:

- o Ley N° 1.163 - Bolsas de productos (1997).
- o Ley N° 1.036 - Sociedades securitizadoras (1997).
- o Ley N° 3.899 - Sociedades calificadoras de riesgos (2009).
- o Ley N° 5.067 - Modifica la Ley 1.163/97 (2013).
- o Ley N° 5.452 - Fondos patrimoniales de inversión (2015).
- o Ley N° 5.810 - Ley de mercado de valores (2017).
- o Resoluciones de BVPASA validadas por la Comisión Nacional de Valores.

Los cambios en la normativa a lo largo de los años reflejan la evolución del joven mercado de valores paraguayo y la voluntad de adoptar prácticas y tecnología que le permitan acercarse a otras bolsas del mundo.

3.2.4. Argentina

Argentina es el segundo país más grande de Sudamérica y el octavo a nivel mundial, su población supera los 44,5 millones de habitantes. Según estimaciones del FMI, en el año 2018 su PIB fue de U\$S 475.429 millones, lo que representa aproximadamente el 9% del PIB de Latinoamérica y su tasa de inflación alcanzó el 40,5% anual.

- **Organismos de regulación y participantes del mercado de valores**

El origen del sistema bursátil argentino se remonta al siglo XIX, con la fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) en 1854 y el Centro Comercial de Rosario en 1884, que luego pasaría a denominarse Bolsa de Comercio de Rosario (BCR). La compraventa de oro, acciones y títulos de crédito fueron los primeros mercados organizados de las bolsas, que se constituyeron en ámbitos representativos de los intereses del comercio, la producción y las finanzas de la región.

Unos años más tarde se funda el Mercado Término de Rosario SA, actualmente conocido como ROFEX, con el fin de realizar operaciones a futuro de granos. Gracias a la intensa actividad cerealera del puerto de Rosario, el Mercado a Término llegó a convertirse en formador de precios internacional en las décadas de 1920 y 1930. Por ese entonces se crean también el Mercado de Títulos y Cambios y Mercado de Títulos y Cambios del Rosario que, en la década de 1950, cambiarían sus nombres a Mercado de Valores de Buenos Aires SA (MERVAL) y Mercado de Valores de Rosario SA (MERVAROS) respectivamente. Ambos mercados tenían por objeto liquidar y garantizar las operaciones de compraventa de títulos valores públicos y privados, actuando como contraparte central de las operaciones.

En 1969 entra en vigencia la Ley de Oferta Pública, Bolsas y Mercados de Valores (Ley 17.811), norma que regulaba la totalidad del mercado de capitales. Dicha ley crea la Comisión Nacional de Valores (CNV) como un ente autárquico nacional de carácter técnico asignándole la función de autorizar la oferta pública de los títulos valores y ejercer el poder de policía con competencia disciplinaria sobre todos los participantes del mercado a quienes a su vez autoriza a funcionar. La Ley 17.811 delegaba a las bolsas el poder de autorizar la cotización de los valores negociables y a los mercados la facultad de dictarse sus propias reglas para el registro y actuación de los agentes (Quintana, 2013).

Las décadas de 1970 a 1980 transcurren con un incremento importante en las operaciones de títulos públicos. El surgimiento del Austral como nueva moneda y la hiperinflación, se asocian a un ciclo en el cual se produjo un amplio recambio de operadores y una mayor profesionalización de la actividad. En los '90 los mercados de valores reflejaron el devenir económico del país y la región, los índices bursátiles y los volúmenes operados tocaron máximos en los primeros años, para caer abruptamente con las crisis de las economías de la región.

En 2001 se estableció el Régimen de Transparencia de Oferta Pública (Decreto 677) que incorporó a la legislación prácticas de buen gobierno corporativo, transparencia y protección del ahorrista en el mercado de capitales entre otras cuestiones.

Hacia fines de 2012 se sanciona la nueva Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831), derogando la Ley 17.811, el Decreto 677/01 y otras disposiciones secundarias. Tal como reza el texto de la norma, la Ley 26.831 tiene por objeto regular a los participantes y valores negociables en el ámbito del mercado de capitales que estén sujetos a la reglamentación y control de la CNV, promover la participación y proteger a los pequeños inversores y PyMEs, propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado y fomentar la simplificación de la negociación para lograr una mayor liquidez y competitividad.

La Ley 26.831 y su posterior reforma en el año 2018, conocida como Ley de Financiamiento Productivo (Ley 27.400), modificaron la estructura y organización del mercado de capitales argentino con el objeto de volverlo más federal y modernizarlo en línea con la legislación mundial. Algunos de los principales aspectos que se modificaron fueron:

- o Mayores facultades a la CNV.
- o Eliminación del principio de autorregulación de los mercados.
- o Los mercados deben constituirse como sociedades anónimas con oferta pública. Se elimina la obligatoriedad de ser accionista para poder operar (desmutualización).
- o Se elimina la figura del agente de bolsa y se crean nuevas categorías de agentes.
- o Mayor transparencia y protección de inversores minoritarios (Gallardo & Brunori, 2015).
- o Se eliminaron restricciones al intercambio de información entre la CNV, el BCRA, la Superintendencia de Seguros y la Unidad de Información Financiera (UIF).
- o Mayor cantidad de herramientas para el financiamiento de las PyMEs.
- o Securitización de los créditos hipotecarios (La Nación, 2018).

En simultáneo con la desmutualización, se inició un proceso por el cual se fueron integrando los distintos mercados en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) y en el Mercado Argentino de Valores (MAV), manteniéndose el Mercado Abierto Electrónico (MAE) (Zabos Pouler, 2017).

Los cambios han sido de tal magnitud que al momento de escribir el presente trabajo las instituciones y participantes del mercado aún se están adaptando a ellos. A continuación se describen brevemente algunos de los principales participantes.

- o CNV: es el órgano regulador del mercado y opera bajo la órbita de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Hacienda. Desde la sanción de la Ley 26.831 sus facultades se han ampliado hasta incluir la autorización, supervisión, fiscalización, poder disciplinario y regulación de la oferta pública de valores negociables y la totalidad de los participantes del mercado de capitales.

- o Caja de Valores: fundada en 1974, es una sociedad anónima que desempeña los roles de agente de depósito colectivo, custodia, registro y pago de los títulos valores públicos y privados. En la actualidad, está regulada por la Ley 26.831 y normas de CNV. Su principal accionista, con más de un 99% de participación, es BYMA. Con el fin de que los inversores locales puedan mantener en custodia valores emitidos por otros países, Caja de Valores posee cuentas en las siguientes depositarias: Euroclear, Clearstream, Iberclear, The Depository Trust Company (DTC), y CBLC.
- o BYMA: es un nuevo mercado que engloba a la Caja de Valores, la BCBA y al Merval, continuando con la actividad de este último¹⁵. Surgido a partir de la Ley 26.831, recién a fines de 2016 la CNV aprobó su inscripción como mercado de capitales y a mediados de 2017 la oferta pública de sus acciones, de modo que cualquier inversor minorista puede ser accionista del ByMA. Sin embargo, vale destacar que para ser agente miembro de BYMA no se requiere ser accionista sólo se debe estar registrado ante la CNV.

Dentro de los valores que es posible negociar en BYMA se encuentran las acciones de grandes empresas, los certificados de depósito argentino (CEDEARS)¹⁶, títulos públicos, ON, valores fiduciarios emitidos por fideicomisos financieros, fondos comunes de inversión.

Las actividades del nuevo mercado se encuentran integradas verticalmente abarcando: la cotización de valores, la colocación primaria, la negociación secundaria, el control de las transacciones, la liquidación, la compensación, la custodia, el pago, la gestión de pedidos, riesgos y garantías y los servicios de pre y post negociación (Arbia, 2017).

Desde mediados de 2018 BYMA fue autorizado por la CNV, con acuerdo de la CVM de Brasil, para ingresar en el mercado de futuros utilizando la plataforma PUMA Trading System de B3. Si bien hasta el momento sólo se habilitó la negociación del contrato de "Futuros de Índice Merval", el convenio demuestra el gran potencial de desarrollo conjunto que puede alcanzarse a nivel local y regional a partir de la cooperación (BYMA, 2018).

- o MAV: creado a partir de la Ley 26.831, surge de la fusión entre la BCR, el MERVAROS, la Bolsa de Comercio y el Mercado de Valores de Mendoza. El MAV es un mercado que se especializa en productos no estandarizados dirigidos a las PyMEs y economías regionales, continuando con la búsqueda de una mayor federalización del mercado de capitales.

Vale destacar que BYMA y MAV suscribieron un acuerdo a partir del cual segmentaron la negociación de diferentes productos. Concretamente, en BYMA se concentra la operatoria de valores de alta liquidez como son los títulos públicos y las acciones de empresas grandes. Mientras que las operaciones de cheques de pago diferido, pagaré bursátil, facturas, acciones PyME, ON PyME, valores de corto plazo (VCP), fideicomisos financieros, títulos municipales y provinciales son exclusivas del

¹⁵ Las primeras instituciones del interior del país en adherirse a BYMA fueron la Bolsa y Mercado de Córdoba (BCBA, 2017).

¹⁶ Son certificados representativos de valores negociables listados en mercados del exterior.

MAV. Por otro lado, el MAV suscribió acuerdos de interconexión con ROFEX y MATBA. En tanto que BYMA lo hizo con ROFEX y el mismo MAV.

- o MAE: es una entidad auto-regulada no bursátil autorizada por CNV, que inició sus actividades en 1989. Se basa en una plataforma electrónica que permite la concertación y registración de operaciones de instrumentos de renta fija públicos y privados, certificados de participación en fideicomisos financieros y fondos cerrados de inversión, divisas, pases (Repos) de títulos de deuda públicos, préstamos interbancarios (*call money*) y operaciones a término *cash settlement* sobre distintos tipos de activos subyacentes (moneda extranjera, tasas e índices). En forma complementaria, la plataforma es utilizada en las licitaciones y colocaciones primarias de títulos públicos y privados.

Con el objetivo de contribuir con la integración del mercado de capitales argentino BYMA y MAE firmaron un acuerdo para la liquidación y compensación directa de aquellas operaciones que un agente registre en ambos mercados con la misma especie y de signo contrario. Adicionalmente se habilitarán las operaciones de préstamo de valores entre sí. El convenio otorga mayor fluidez y fomenta la reducción de los costos transaccionales en ambos mercados (BYMA, 2018).

- o Mercado a Término de Buenos Aires (MATBA): constituido como una sociedad anónima, sus inicios se remontan a principios del siglo XX. El MATBA registra y garantiza operaciones de futuro y opciones, especializándose en *commodities* agrícolas. Las transacciones se realizan a viva voz, en la RUEDA de operaciones, o bien en el mercado electrónico. Actualmente es líder en soja en Sudamérica.
- o ROFEX: al igual que MATBA, es una sociedad anónima cuyos primeros antecedentes se ubican a comienzos del siglo XX con la fundación del Mercado General de Productos Nacionales del Rosario de Santa Fe SA. En la actualidad, ROFEX continúa operando con base en la ciudad de Rosario y se encuentra entre los 40 mercados de derivados más importantes a nivel mundial según el ranking elaborado por la *Futures Industry Association*. Ofrece un ámbito seguro para la negociación de futuros y opciones agropecuarios (Soja, Trigo, Maíz, Índice Soja Rosafé, Índice Trigo Rosafé, Índice Maíz Rosafé, Soja y Maíz Chicago) y financieros (Dólar, Euro, Oro, Petróleo, Cupón PBI). La compensación de las operaciones está a cargo de la Cámara Compensadora Argentina Clearing SA.

En los últimos años, ROFEX ha firmado convenios de interconexión con MAE y MATBA. Con este último además está previsto fusionarse de modo que exista un único mercado a término en el país. La firma del acuerdo compromiso previo a la fusión se concretó a fines del año 2018.

- o Argentina Clearing SA: entidad autorizada por la CNV para brindar servicios de registro, compensación, liquidación, garantía y custodia de valores negociables, derivados y contratos OTC en los mercados y bolsas de Argentina y la región.
- o Intermediarios: a partir de la sanción de la Ley 26.831 se eliminaron las figuras de agente y sociedad de bolsa y se definieron nuevas categorías de intermediarios, los cuales pueden ser personas físicas y/o jurídicas que deberán estar autorizadas y registradas ante la CNV quedando bajo su competencia disciplinaria. La misma Ley les delimita las actividades que pueden realizar así como establece las formalidades, requisitos patrimoniales, prohibiciones e incompatibilidades que les

son exigibles a cada categoría. Por su parte, los mercados deben habilitar la actuación de cada agente autorizado por CNV dentro de su ámbito, es decir otorgarles una membresía.

Las nuevas categorías de intermediarios son: Agentes de Negociación, Productores de Agentes de Negociación, Agentes de Colocación y Distribución, Agentes de Corretaje, Agentes de Liquidación y Compensación, Agentes de Administración de Productos de Inversión Colectiva (PIC), Agentes de Custodia de PIC, Agentes de Deposito Colectivo y Agentes de Calificación de Riesgo (Quintana, 2013).

- **Sistemas de negociación e instrumentos del mercado de valores**

Hasta el año 2017 los sistemas de concertación de operaciones disponibles eran:

- o Sistema de Negociación Asistida por computador (SINAC): las órdenes de compra y venta se ingresan en terminales ubicadas en las oficinas de los agentes, las cuales están interconectadas a un conmutador central. La negociación es al mejor postor y se concretan de acuerdo a la prioridad precio-tiempo.
- o Piso: mecanismo de negociación tradicional, las operaciones son concertadas a viva voz en el recinto aplicando la prioridad precio- tiempo.
- o Sistema de Concurrencia: como el nombre lo indica, combina la concertación de ofertas a viva voz (piso) y electrónica (SINAC).
- o Negociación Continua: sistema utilizado en MAE sólo para negociar títulos públicos y obligaciones negociables. La negociación es directa entre los operadores por lo que no rige la regla de la mejor oferta. No hay una comisión explícita para el agente, sino que la ganancia surge de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta (Hegab, c.2006).

Luego de que, a inicios de 2017, la Inspección General de Justicia y la CNV autorizaron la constitución y operación de BYMA, el nuevo mercado se esforzó para estar a la altura de sus pares internacionales realizando importantes inversiones en tecnología vinculada a la concertación de operaciones.

Concretamente desarrolló el Sistema de Colocaciones Primarias (SICOLP), el cual permite a los agentes miembros de BYMA y otros intermediarios participar a través de internet del proceso de colocación primaria de valores negociables con oferta pública mediante subasta o licitación pública y *book building*.

En lo que refiere a la negociación secundaria coexisten dos sistemas. Por un lado, la negociación bilateral (SENEBI) entre agentes miembros que operan por su propia cuenta en forma directa. En este caso, las operaciones concertadas deben informarse para su registro en SENEBI y publicación. Se consideran operaciones no garantizadas y no gozan del respaldo del fondo de garantía constituido por BYMA. Por otro lado, existe un sistema de negociación electrónica con concertación automática de las operaciones en el cual rige la prioridad precio-tiempo (PPT).

Para este desarrollo BYMA adquirió la licencia para utilizar la plataforma de negociación *Millennium*, en reemplazo del SINAC. *Millennium* es el software que utilizan las principales bolsas de valores del mundo como son las Bolsas de Londres, Milán, Oslo y Johannesburgo.

Dado que en este segmento de negociación BYMA actúa como contraparte central, las operaciones de encuentran garantizadas.

Tanto BYMA como MAV ofrecen a los inversores el servicio de *Direct Market Access* (DMA) y Ruteo de Órdenes desde Internet (RODI) que permiten a los comitentes de los agentes miembros ingresar órdenes sobre valores negociables así como ver en tiempo real los últimos precios operados y las puntas compradoras y vendedoras de los diferentes activos. No es necesario que el comitente instale ningún software o infraestructura particular para utilizar el servicio, basta con tener conexión a internet.

Respecto de la liquidación de las transacciones, BYMA cuenta con un sistema que le permite liquidar las operaciones de colocación primaria y negociación secundaria asegurando la entrega contra el pago en tiempo real. BYMA puede liquidar operaciones en las que actúa como contraparte central como aquellas que no están garantizadas o bien han sido concertadas en otros mercados.

Por su parte, MAE ha desarrollado un software de negociación denominado Sistema de Operaciones Electrónicas (SIOPEL) que permite negociar a distancia todo tipo de productos en forma transparente y segura. El sistema brinda siete métodos de negociación diferentes y puede ser utilizado por los mercados de valores, BCRA e intermediarios. Las ventajas que ofrece SIOPEL, llevaron a que MAE celebre acuerdos con múltiples bolsas de la región otorgando licencias para la utilización de la plataforma. Algunas de ellas son: BEVSA, BOVESPA, Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores de Colombia y Bolsa de Valores de Costa Rica.

En tanto que ROFEX se ha caracterizado por llevar adelante desarrollos innovadores en lo que refiere a plataformas tecnológicas para la negociación de sus productos y la interconexión con otros mercados, a través de Primary SA la empresa de tecnología del grupo.

La flexibilidad de la plataforma de *trading* desarrollada por Primary permitió incorporar una amplia variedad de nuevos productos junto con complejas reglas de acceso, validación y *matching* asociadas a cada uno. Es un sistema que puede adaptarse para cubrir las necesidades de pequeños *brokers* locales hasta bolsas nacionales multiproducto, que procesan miles de órdenes por segundo.

Finalmente, dado que en la sección anterior se mencionaron los principales valores se negocian en cada mercado, sólo resta hacer referencia a la posibilidad de realizar operaciones de contado y/o a plazo sobre tales valores. Las primeras son aquellas que implican la compra o venta de cierto activo y su liquidación se produce en forma inmediata, a las 24 o a las 48 horas, pudiendo el mercado solicitar garantías. En tanto que se consideran operaciones a plazo a las que se pactan con una fecha de liquidación superior a las 48 horas y para las que siempre se requieren garantías. Algunas de las operaciones a plazo incluyen:

- o Plazo Firme: comprador y vendedor conciertan la operación en una fecha determinada y quedan obligados, fijando un plazo para su liquidación.
- o Pase: compra/venta de contado o a plazo y la simultánea operación inversa de la misma especie, para un mismo comitente y a un vencimiento posterior.
- o Caución: operación financiera garantizada con valores negociables. El tomador de una caución necesita fondos líquidos y para obtenerlos deposita valores negociables en garantía, al vencimiento devuelve el monto recibido más los intereses pactados y recupera la garantía.

- o Futuros y opciones
- o Préstamo de valores: contrato que transfiere temporalmente la propiedad de ciertos valores negociables. Al vencimiento se restituye la propiedad junto con el pago de una contraprestación previamente pactada y los derechos patrimoniales que hubieren generado los valores durante la vigencia del contrato.
- **Normativa básica**

Para el caso del mercado de capitales argentino el marco normativo básico, por orden cronológico, incluye:

- o Ley N° 23.576 - Ley de Obligaciones Negociables (1988).
- o Ley N° 24.083 - Ley de Fondos Comunes de Inversión (1992).
- o Ley N° 24.441 - Ley de Fideicomiso (1994).
- o Ley N° 26.831 - Ley de Mercado de Capitales (2012). Reemplaza a la Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores.
- o Ley N° 27.440 - Ley de Financiamiento Productivo (2018). Modifica a las leyes 26.831, 24.441, 24.083 y 23.576.

Las últimas modificaciones han modernizado el marco normativo del mercado de capitales alineándolo con las regulaciones de otras bolsas y mercados del mundo. Las nuevas leyes favorecen el desarrollo de instrumentos de inversión destinados al financiamiento de PyMES y proyectos con impacto en la economía real, simplifican trámites, mejoran la protección a los inversores y buscan prevenir riesgos sistémicos. En otras palabras, contribuyen a potenciar el rol del mercado de capitales como motor del desarrollo económico a la vez que facilitan la integración internacional del mercado argentino.

3.3. Análisis cuantitativo de los mercados de capitales de los países miembros

Hasta el momento se realizó una descripción cualitativa de las principales características, instrumentos, participantes y legislación de los mercados objeto de estudio. En el presente apartado se pretende cuantificar y comparar algunos de los rasgos claves para captar en forma ecuánime las diferencias que existen entre los mercados y bolsas de valores de los países que conforman el bloque MERCOSUR. Se entiende que a partir de información cuantitativa acerca de aspectos tales como el tamaño, la liquidez y el grado de concentración es posible evaluar objetivamente la posibilidad de aumentar el nivel de integración de los mercados de capitales, así como determinar quiénes serían los principales beneficiados.

3.3.1. Tamaño

En lo que refiere al mercado accionario, los indicadores de tamaño dan cuenta que el mercado brasilero es por amplia diferencia el más grande del bloque, seguido por el argentino. Los guarismos no resultan sorprendentes si se considera que los mercados financieros no son más que el correlato de la economía real.

Para tomar dimensión de las diferencias basta con mencionar que en el mercado de renta variable cotizan en la bolsa Brasil más del triple de empresas que en BYMA y nueve veces más empresas que en Paraguay que son los países para los que se dispone de información, tal como puede observarse en el Cuadro 2.

Cuadro 2: Número de sociedades listadas en el mercado accionario (2017).

Bolsa	Argentina (BYMA)	Brasil (B3)	Paraguay (Asunción)	Uruguay (Montevideo)
Sociedades Domésticas	96	335	40	n.d.
Sociedades Extranjeras	6	8	0	n.d.
TOTAL	102	343	40	n.d.

Fuente. Elaboración propia en base a FIAB.

Las disparidades se amplían si en vez de considerar el número de empresas cotizantes se analiza la capitalización bursátil de cada uno de los mercados de renta variable. Dicho indicador se define como la sumatoria del precio unitario de cada acción multiplicado por el número de acciones en circulación de cada empresa nacional que cotiza en bolsa. El Cuadro 3 permite apreciar que la bolsa de Brasil, es casi nueve veces más grande que la bolsa argentina que es la que sigue en dimensión.

Según datos correspondientes al cierre del año 2017, la capitalización bursátil de las empresas paraguayas representó apenas el 4% del PIB de ese país, por debajo del 17% de Argentina y del 46% de Brasil. Independientemente de las notorias diferencias, en todos los casos son guarismos pequeños comparados con los mercados de las economías desarrolladas que superan el 100%.

Cuadro 3: Relevancia del mercado accionario en la economía nacional.

País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
PIB Nominal 2017 (Millones USD)	USD 637.557	USD 2.055.143	USD 38.941	USD 59.180
Capitalización de mercado doméstico al 31/12/17	USD 110.589	USD 954.629	USD 1.672	n.d.
Capitalización de mercado doméstico/PIB	17%	46%	4%	-

Fuente. Elaboración propia en base a FIAB y WEO (FMI).

Sin embargo, el mercado accionario representa sólo una pequeña porción de la operatoria total, la cual se concentra en activos de renta fija en todos los países del MERCOSUR. Concretamente, en el año 2017 las colocaciones primarias de acciones no superaron en ninguno de los mercados el 5% del total.

Tal como se observa en el Cuadro 4, en Argentina, Brasil y Paraguay más del 95% de las colocaciones del mercado primario del año 2017 fueron títulos de deuda pública o corporativa. En el caso de Uruguay, el porcentaje llega al 55%.

Cuadro 4: Participación por instrumento en las colocaciones del mercado primario - Millones USD (2017).

Mercado Primario	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Deuda pública soberana y subsoberana	17%	74%	66%	9%
Banco Central	79%	0%	0%	46%
Acciones	1%	4%	0%	0%
Bonos Corporativos	2%	22%	33%	0%
Fideicomisos financieros	1%	0%	1%	1%
Otros	0%	0%	0%	44%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Nota: Para el caso de Uruguay, la categoría “Otros” incluye el patrimonio de los fondos protección de SURA Asset Management.

Fuente. Elaboración propia en base a SGT4 - Acta N°1/18.

Si se analiza el Cuadro 5, en el cual se muestra la participación por instrumento en el total negociado en los diferentes mercados secundarios de los países del bloque, nuevamente se verifica la preponderancia de los activos de renta fija públicos y privados. Sólo en el caso de Brasil, el volumen negociado en acciones en 2017 alcanza una participación significativa cercana al 30%.

Cuadro 5: Participación por instrumento en las negociaciones del mercado secundario - Millones USD (2017).

Mercado Secundario	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Deuda pública soberana y subsoberana	28%	66%	16%	21%
Banco Central	67%	0%	0%	78%
Acciones	1%	26%	11%	0%
Bonos Corporativos	1%	8%	72%	0%
Fideicomisos financieros	0%	0%	2%	0%
Otros	3%	0%	0%	1%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Fuente. Elaboración propia en base a SGT4 - Acta N°1/18.

Dada la importancia del mercado de renta fija, se lo incluye y se retoma la cuestión del tamaño. Al respecto, los Cuadros 6 y 7 replican la información de los anteriores considerando los montos negociados en el año 2017 en cada uno de los mercados.

Los datos del mercado primario podrían inducir a pensar que el mercado argentino supera en volumen colocado al brasilero. Sin embargo, es necesario resaltar que se debe a una cuestión excepcional del año tomado como muestra, dado que el grueso de las colocaciones corresponde a títulos emitidos por el BCRA consecuencia de la política monetaria vigente en ese entonces.

Cuadro 6: Volumen de colocaciones en el mercado primario - Millones USD (2017).

Mercado primario - USD millones	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	TOTAL
Deuda pública soberana y subsoberana	71.535	229.787	198	3.215	304.736
Banco Central	340.333	-	-	16.162	356.495
Acciones	3.518	12.139	0	-	15.657
Bonos Corporativos	9.943	69.548	99	25	79.615
Fideicomisos financieros	2.991	-	3	219	3.213
Otros	1.543	-	-	15.146	16.688
TOTAL	429.863	311.474	301	34.767	776.404

Fuente. Elaboración propia en base a SGT4 - Acta N°1/18.

En el caso de las negociaciones en mercados secundarios, resulta evidente la superioridad del mercado brasilero en cuanto a volumen operado.

Cuadro 7: Volumen negociado en el mercado secundario - Millones USD (2017).

Mercado secundario - USD millones	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	TOTAL
Deuda pública soberana y subsoberana	190.842	1.539.873	36	2.949	1.733.700
Banco Central	453.714	-	-	11.207	464.921
Acciones	7.343	599.332	25	9	606.709
Bonos Corporativos	7.458	180.163	162	4	187.787
Fideicomisos financieros	776	-	4	2	782
Otros	17.273	-	-	209	17.482
TOTAL	677.407	2.319.368	227	14.380	3.011.381

Fuente. Elaboración propia en base a SGT4 - Acta N°1/18.

3.3.2. Participantes

En lo vinculado a los participantes y emisores, se observa una clara preponderancia del sector público en todos los mercados de los países del MERCOSUR, sea en colocaciones primarias como en negociación secundaria.

Como se muestra en el Cuadro 8, la única excepción la constituye la negociación en mercado secundario en la bolsa de Asunción, en la cual el 84% de las operaciones se realizan sobre títulos corporativos.

Cuadro 8: Participación por sector en el mercado primario y secundario (2017).

Mercado Primario	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Sector público	96%	74%	66%	56%
Sector privado	4%	26%	34%	44%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Mercado Secundario	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Sector público	95%	66%	16%	98%
Sector privado	5%	34%	84%	2%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Fuente. Elaboración propia en base a SGT4 - Acta N°1/18.

3.3.3. Liquidez

Para analizar la liquidez de los mercados de renta variable se utilizan tres indicadores relacionados entre sí. El primero de ellos es el número de días hábiles para la operatoria bursátil en un año calendario. Tal como puede verificarse en el Cuadro 9, en el año 2017 Paraguay fue el país con mayor cantidad de días hábiles bursátiles superando a Brasil y Argentina en casi 20 días hábiles. En otras palabras, podría decirse que la Bolsa de Asunción tuvo en 2017 un mes adicional de operatoria.

El segundo indicador de liquidez lo constituye la rotación diaria promedio, definida como el cociente entre el monto total operado en acciones y los días hábiles bursátiles en el año. Vale destacar que este indicador puede resultar engañoso dado que cuanto mayor sea la cantidad de días hábiles menor será la rotación diaria promedio. Para el año 2017 la bolsa brasilera B3 fue la de mayor liquidez de la región según este indicador.

El último indicador es el valor promedio de las transacciones, el cual surge de dividir el monto total operado en acciones por la cantidad de operaciones con acciones. Resulta interesante resaltar que en el año tomado como referencia las operaciones de la Bolsa de Asunción fueron las de mayor tamaño relativo dentro de la región. Podría decirse entonces que BYMA y B3 ejecutan una mayor cantidad de transacciones de menor tamaño promedio, mientras que la Bolsa de Asunción liquida un menor número de operaciones pero de mayor tamaño medio.

Cuadro 9: Días hábiles, rotación diaria y valor promedio de las operaciones en el mercado accionario (2017).

Bolsa	Argentina (BYMA)	Brasil (B3)	Paraguay (Asunción)	Uruguay (Montevideo)
Días hábiles bursátiles en el año	247	246	264	n.d.
Rotación diaria promedio (Miles de U\$S)	30.195	2.695.706	96	n.d.
Valor promedio de las operaciones (Miles de U\$S)	3	3	57	n.d.

Notas: No se incluyen operaciones en Fondos de inversión.

Fuente: Elaboración propia en base a FIAB.

3.3.4. Grado de concentración

Por último, se analiza el grado de concentración definido como el porcentaje del volumen total operado que representan los diez valores de renta fija y variable más negociados en cada mercado. El indicador se sitúa entre cero y cien, cuanto más se acerque a cien indica mayor concentración (Orozco & Ramírez, 2016).

De la información presentada en el Cuadro 10 surge que, en cada uno de los mercados el grado de concentración es similar para la negociación de títulos renta fija y variable. Paraguay es el país cuyos mercados están más concentrados, de hecho en 2017 el total de la negociación de acciones de sociedades domésticas se concentró en sólo 10 empresas.

En el caso de Brasil y Argentina el grado de concentración para el año 2017 fue algo menor, aproximadamente la mitad de las operaciones que concretaron tanto de valores de renta fija como de acciones correspondieron a los 10 títulos más negociados.

Cuadro 10: Concentración de mercado de renta fija y variable (2017).

País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Montos operados por las 10 sociedades domésticas más transadas / Monto total operado en acciones domésticas	53%	40%	100%	n.d.
Montos operados en los 10 valores de renta fija más negociados / Monto total operado en renta fija	46%	56%	87%	n.d.

Fuente. Elaboración propia en base a FIAB.

A modo de resumen, de la información estadística analizada para el año 2017 se pueden extraer los siguientes rasgos claves de los mercados de los países del MERCOSUR:

- El mercado brasilero es el más grande y líquido de la región.
- El mercado paraguayo es el más concentrado de la región.
- El grado de capitalización de todos los mercados es bajo en comparación con los países desarrollados.
- En todos los mercados predomina la negociación de valores de renta fija.
- En todos los mercados el principal emisor es el sector público.

En función de los estudios teóricos en la materia y la evidencia empírica, los mercados más pequeños, concentrados e ilíquidos de la región son los que saldrían más beneficiados ante una posible integración. Si bien todos los países gozarían de las ventajas de una eventual integración, Brasil sería el que menores beneficios marginales parecería que podría obtener.

4. Avances en la integración de los mercados de capitales del MERCOSUR

Los principales avances que se han logrado en materia de integración financiera se deben a la labor del SGT-4 y se vinculan principalmente con la convergencia de los miembros hacia mejores prácticas y la adopción de ciertos estándares internacionales. Dado el objeto de la monografía, resulta de interés describir específicamente las actividades y avances de la Comisión de Mercado de Valores dependiente del SGT-4.

La mencionada Comisión comenzó a funcionar en 1991 con el fin de analizar las regulaciones de los mercados de los países miembros y buscar formas de armonización de las normas y prácticas de supervisión. El objetivo último siempre fue alcanzar un mercado de capitales regional. A continuación, los principales avances de la Comisión de Mercado de Valores.

4.1. Definición de regulación mínima

Los primeros antecedentes se ubican a principios de la década del '90, cuando el CMC aprueba la Decisión N° 8/93: "Regulación mínima del mercado de capitales". Como su nombre lo indica, el objetivo de la misma consistía en lograr un acuerdo sobre un estándar regulatorio mínimo e indispensable para la integración de los mercados de valores, evitando la duplicación de controles. La propuesta se restringió a operaciones celebradas en el ámbito del MERCOSUR con títulos emitidos por sociedades abiertas de los países miembros, sin incluir a los títulos de deuda pública. Los principales aspectos se vinculaban a la homogenización de conceptos y la estandarización de la elaboración, presentación y divulgación de información contable y estados financieros.

La Decisión N° 8/93 del CMC permanece vigente en actualidad y se complementa con la Decisión N° 31/10 del CMC: "Reglamentación mínima del mercado de capitales sobre la elaboración y divulgación de los estados financieros", del año 2010. La nueva norma establece que:

Las sociedades con oferta pública autorizada por los Estados Partes que deseen negociar sus valores en el ámbito del MERCOSUR deberán, a partir de los ejercicios iniciados en 2012, presentar sus estados financieros trimestrales y anuales, adoptando las NIIF vigentes, de acuerdo con los pronunciamientos emitidos por la International Accounting Standards Board (Decisión CMC N° 31/10, 2010).

4.2. Listado de ideas para la constitución de un mercado de valores regional

En función a lo dispuesto por el GMC en su Resolución N° 26/03, la Comisión de Mercado de Valores elaboró un informe acerca de las condiciones necesarias para la constitución de un mercado de capitales regional, dejando constancia que previamente se requiere del acuerdo entre reguladores y del interés del sector privado.

El listado se presentó en la XXII Reunión del SGT-4 (Acta N° 2/2006) y se incluyó como Anexo XI del Acta 02/07, correspondiente a la LXVIII reunión ordinaria del GMC. A continuación se resumen los principales puntos del mismo, donde se resaltan similitudes, diferencias y aspectos que deberían modificarse en pos de avanzar con la integración:

- **Títulos públicos**
 - o En los cuatro países varía quiénes son considerados emisores de títulos públicos, aspecto que debería homogeneizarse.
 - o Ninguno de los países inscribe a los emisores de títulos públicos en el regulador, no estando sujetos al régimen informativo vigente para los privados.
 - o Los inversores de cualquiera de los países miembros deberían poder acceder, en iguales condiciones que el inversor local, a los mecanismos de negociación utilizados en cada país, buscando no segmentar la liquidez de los mercados.
 - o La normativa debería asegurar el normal flujo de capitales de un país a otro del bloque, no deben existir restricciones.
- **Oferta pública de valores privados**
 - o Argentina, Brasil y Paraguay no permiten transacciones de valores al portador. En Uruguay si bien se admiten los valores al portador, desde la sanción de la Ley 18.930 del año 2012 deben inscribirse en un sistema de registro público de acceso restringido a ciertos organismos públicos.
 - o En Brasil las emisiones de ON deben contar con agente fiduciario, de lo contrario la negociación queda limitada a inversores institucionales. En los demás países esta figura es optativa.
 - o Las agencias calificadoras de riesgo son registradas por los reguladores en Argentina, Paraguay y Uruguay, no así en Brasil.

- o En Brasil no existe la figura del fideicomiso financiero, pero las empresas brasileras podrían acceder al mercado de los demás países a través de fiduciarios de los otros países del bloque.
- o Las reglamentaciones brasileras y argentinas prevén que las acciones emitidas en el exterior sean ofertadas localmente bajo la forma de BDR y ADR respectivamente.
- o Respecto de la calidad de la información, los países acuerdan que es deseable que las prácticas estén alineadas con las de IOSCO. La Comisión propone considerar un régimen mixto, en el cual una oferta realizada en más de una jurisdicción debería cumplir con padrones informativos mínimos que se definan para el MERCOSUR, mientras que una oferta exclusivamente local seguiría cumpliendo sólo las normas locales. Actualmente, Argentina y Brasil son los países que exigen informaciones más detalladas en los prospectos de emisión.

- **Fondos comunes de inversión (FCI)**

- o La industria de FCI se encuentra presente en todos los países del bloque, aunque con distinto grado de desarrollo, normas y restricciones vinculadas al tamaño de la economía en general y del mercado de capitales en particular. Sin embargo, las diferencias no parecen ser fundamentales. Un marco referencial a utilizar puede ser el que brinda la IOSCO.
- o Para hacer viable un mercado regional de FCI la Comisión considera que deben acordarse, como mínimo, los siguientes aspectos: contenido básico de los prospectos o reglamentos, difusión periódica de información relevante, publicidad, tipos de activos en los que puedan invertir, posibilidad de compartir información.
- o En todos los países existen FCI en su moneda local y en algunos de ellos en monedas duras, como son dólar y euro. Para conformar un mercado regional se considera necesario que sea posible negociar FCI denominados en las monedas de los países miembros.

- **Propuestas de acciones**

- o Cooperación regulatoria: una oferta pública sólo podría ser realizada en otro país miembro si la autoridad del país de origen asegura que cumple con la legislación local y los requisitos que se establezcan para el MERCOSUR. Los reguladores deberían firmar un convenio que les permita operativizar los procedimientos de acceso al mercado de capitales regional y compartir información sobre cualquier interviniente en el mercado. Para ello deben poseer similares atribuciones legales, situación que hoy no se verifica.
- o Convenios entre particulares: celebración de acuerdos entre las distintas entidades de los mercados y las cámaras de liquidación y custodia de cada uno de los países miembros, de modo que los valores que se incorporen bajo tales convenios puedan ser ofrecidos públicamente en los demás países.
- o Cámaras de arbitraje: se sugiere que las ofertas públicas que se desarrollen en más de una jurisdicción prevean que las diferencias que se presenten entre agentes, sean resueltas a través de una Cámara de Arbitraje previamente definida. Dado que

aún no se trabajó lo suficiente en determinar la legislación que se aplicaría ante cada supuesto.

- o Pasaporte: tomando el modelo de pasaporte comunitario de la UE, podría establecerse una suerte de “Pasaporte Mercosur” que permitiera que un valor admitido en una jurisdicción, siempre que cumpla con determinados requisitos, pueda serlo en otras jurisdicciones.

Vale destacar que la Comisión no abordó cuestiones tributarias por no ser de su competencia, así como tampoco contempló la hipótesis de que las legislaciones de los países sean modificadas en el corto plazo ya que el proceso legislativo es una variable exógena, fuera del alcance de las autoridades reguladoras de los mercados de capitales.

4.3. Estadísticas MERCOSUR y mapa de asimetrías

De acuerdo a lo establecido en el acta 02/03 del GMC, el primer semestre de cada año los países miembros deben completar un cuadro con información estadística referida a su mercado de capitales (monto negociado en títulos públicos y privados, stock de títulos en circulación, volumen negociado en derivados, etc.). El miembro que ejerce la presidencia pro tempore se encarga de compilar la información y hacerla circular entre los demás países y finalmente se incluye en la Web del MERCOSUR.

En lo que refiere al mapa de asimetrías, su elaboración fue propuesta en la XXX reunión del SGT-4 del año 2010. Tal como su nombre lo indica pretende plasmar las diferencias más importantes entre los mercados de capitales de los países del bloque. En todas las reuniones es revisado pero tales modificaciones se mantienen en estado reservado.

Resulta importante destacar que disponer de información estadística homogénea, confiable y actualizada anualmente es una condición necesaria aunque no suficiente para la integración de los mercados.

4.4. Información sobre normas regulatorias de cada país miembro

Desde el año 2003, los países miembros del bloque presentan en cada reunión de la Comisión de Mercado de Valores del SGT-4, las novedades legislativas en el ámbito de los mercados. Las nuevas normas regulatorias del mercado de capitales de cada país se incluyen en el acta correspondiente a la reunión de modo que los demás miembros tomen conocimiento de las mismas. Es una actividad de carácter permanente que tuvo su origen en el Acta 01/03 de la mencionada Comisión.

4.5. Proyecto de Acuerdo Marco

En la XXIV reunión del SGT-4 del año 2007 se propuso elaborar un “Proyecto de Acuerdo Marco Mercosur de Intercambio de Información y Cooperación” entre las autoridades y reguladores de los países miembro. El mismo tenía por objeto facilitar la integración de los mercados de capitales a nivel regional.

Desde entonces se han ido elaborando y modificando borradores en función de los planteos de las diferentes Delegaciones de los países miembros. Al momento de escribir el presente trabajo el “Proyecto de Acuerdo Marco” continúa en etapa de negociaciones cuyos avances tienen el carácter de reservado.

4.6. Prospecto MERCOSUR

El proyecto de establecimiento de un “Prospecto Mercosur” con cierto contenido mínimo para la emisión de valores negociables se planteó en la XXII reunión del SGT-4 del año 2006. En las reuniones siguientes se propuso que siguiera los lineamientos de la IOSCO.

El “Prospecto Mercosur” tenía como finalidad que los emisores de los distintos países integrantes del bloque presenten la información en forma homogénea, facilitando la toma de decisiones a los inversores y la negociación de los títulos en los diferentes mercados con un único registro (SGT-4, 2011). Al igual que “Proyecto de Acuerdo Marco”, al momento de escribir la monografía el “Prospecto Mercosur” continúa en etapa de negociaciones, cuyos avances se incluyen en las actas de las reuniones pero tienen el carácter de reservado.

Aún queda un largo camino por recorrer y muchas asignaturas pendientes. Sin embargo, resulta clave que se siga trabajando en pos de aumentar la integración y potenciar el desarrollo del bloque y la región.

5. Reflexiones finales

A lo largo de la monografía se han descrito las principales características de los mercados de valores de los países del MERCOSUR, dejando al descubierto las importantes diferencias que existen entre ellos y el escaso grado de integración financiera regional que existe en comparación a otras partes del mundo.

La Comisión de Mercado de Valores dependiente del SGT-4 viene trabajando desde hace muchos años en la integración de los mercados de capitales del MERCOSUR. Los principales avances se observan en la recopilación y difusión de información cuali y cuantitativa de los diferentes mercados así como en la convergencia de los miembros hacia mejores prácticas y la adopción de estándares internacionales como es la presentación de información contable en base a normas NIIF.

El triunfo de Jair Bolsonaro en las elecciones presidenciales de Brasil del año 2018 abre una nueva etapa para el MERCOSUR. Declaraciones del presidente electo y sus ministros indican que es probable que se inicie un período de flexibilización y cambios en el bloque que, en algunas cuestiones referidas a la economía real, podrían significar una involución en el proceso de integración. No obstante, en lo vinculado a los aspectos financieros en general y del mercado de capitales en particular, el camino iniciado y los resultados alcanzados parecieran no tener vuelta atrás. Ello porque los avances se vinculan con la adopción de estándares internacionales que apuntan insertar a la región en mercados globales cada vez más interconectados gracias a las innovaciones en tecnología y comunicaciones.

Resulta claro que los mercados y economías de menor tamaño serán los que puedan sacar mayor provecho de las ventajas de la integración. Sin embargo, se debe tener presente que no sólo se benefician cada uno de los países sino también la región como un todo, ya que para el mercado global los países del MERCOSUR, incluso como bloque, representan una porción pequeña. De allí el interés en fomentar una integración regional que incremente el tamaño, profundidad, liquidez y diversidad de los mercados de capitales y permita crear ventajas competitivas en términos de precios, costos de transacción y provisión eficiente de servicios.

En la medida que los mercados se vuelvan más eficientes para captar ahorros y canalizarlos hacia la inversión productiva, se generarán efectos positivos sobre la economía real que redundarán en un mayor crecimiento y en una mayor capacidad de afrontar shocks externos al bloque.

Numerosos han sido los casos de éxito de integración de los mercados bursátiles a nivel transfronterizo. Los países del MERCOSUR tienen la oportunidad de profundizar un camino que les permita aprovechar las ventajas que brinda la integración de los mercados financieros y así llevar al mercado común a un nuevo nivel.

El camino hacia la integración no es lineal, aún quedan muchas asignaturas pendientes en las cuales se debe seguir trabajando en pos de alcanzar un mayor grado de integración. Las modalidades e instrumentos particulares que podría adoptar el proceso exceden el contenido de la presente monografía y quedan como objeto de análisis para futuros estudios.

6. Bibliografía

- Aboal, D., Lanzilotta, B. y Perera, M. (2007). *Integración financiera en el MERCOSUR*. Centro de Investigaciones Económicas. Uruguay.
- Arbia, C. (24 de Mayo de 2017). Las 10 claves para entender cómo funcionará el nuevo mercado bursátil ByMA. *Infobae*. Recuperado de <https://www.infobae.com/economia/finanzas-y-negocios/2017/05/24/las-10-claves-para-entender-como-funcionara-el-nuevo-mercado-bursatil-byma/>
- BCBA. (04 de Abril de 2017). *BYMA se hizo realidad*. Recuperado de <https://www.bcba.sba.com.ar/byma-se-hizo-realidad/>
- BID. (2002). *Más allá de las fronteras: El nuevo regionalismo en América Latina*.
- BID. (2018). *Integración y tecnología financiera para las Américas*. III Cumbre Empresarial de las Américas, Vicepresidencia de Sectores y Conocimiento del BID. Perú.
- BYMA. (05 de Noviembre de 2018). *BYMA y MAE firman acuerdo para la liquidación de operaciones entre mercados*. Recuperado de <https://www.byma.com.ar/noticias/byma-y-mae-firman-acuerdo-para-la-liquidacion-de-operaciones-entre-mercados/>
- BYMA. (26 de Julio de 2018). *BYMA consolida su alianza estratégica con B3 y crea un nuevo Mercado de Futuros*. Recuperado de <https://www.byma.com.ar/noticias/byma-alianza-b3-futuros/>
- Casas de Bolsa del Mercosur buscan tener mayor relacionamiento entre sí. (09 de Junio de 2015). *Diario 5 días*. Recuperado de <https://www.5dias.com.py/casas-de-bolsa-del-mercosur-buscan-tener-mayor-relacionamiento-entre-si/>
- CME GROUP. (2013). *PUMA Trading System. BM&FBOVESPA celebrates a month of BOVESPA segment transactions at the new platform*. Recuperado de <http://www.prnewswire.com/news-releases/puma-trading-system-bmfbovespa-celebrates-a-month-of-bovespa-segment-transactions-at-the-new-platform-207204781.html>
- Comisión Nacional de Valores. (2016). *Todo lo que usted debe saber acerca del mercado de valores*. Recuperado de <http://www.cnv.gov.py/>
- Consejo Mercado Común (1993). Decisión N° 8/93. Mercosur.
- Consejo Mercado Común (2010). Decisión N° 31/10. Mercosur.
- Dos Santos, E. (2011). *Brasil en el mapa de las finanzas globales*. Unidad de Economías Emergentes de BBVA Research. España.
- El Cronista (25 de Septiembre de 2015). *Avanza la integración de los mercados bursátiles del Mercosur*.
- FIAB - BID. (2008). *Fortalecimiento y desarrollo del mercado de valores regional*. Recuperado de <http://www.fiabnet.org/attach/Pr/Proy-Fortalecim-Desarr.pdf>
- FMI. (2016). *Financial Integration in Latin America*. Recuperado de <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx>
- FMI. (2018). *World Economic Outlook (WEO)*. Octubre.

- Galíndez, M. (2017, 21 de Abril). *De la mano del Rofex, en Uruguay pueden comprar dólares a futuro*. Punto Biz.
- Gallardo, G. I. y Brunori, M. N. (2015). *El mercado de capitales. Alternativas financieras no tradicionales*. Instituto Universitario Aeronáutico, Facultad Ciencias de la Administración. Argentina.
- Grupo Mercado Común (2003). Acta N° 02/03. Reunión L. Mercosur.
- Grupo Mercado Común (2003). Resolución N° 26/03. Mercosur.
- Grupo Mercado Común (2007). Acta N° 02/07. Reunión LXVIII. Mercosur.
- Hegab, R. M. (c.2006). *El mercado de valores: su funcionamiento*. Facultad de Ciencias Económicas, Jurídicas y Sociales. Universidad Nacional de Salta. Salta, Argentina.
- La Nación (09 de Mayo de 2018). *Qué cambios introduce la Ley de Financiamiento Productivo*. Recuperado de: <https://www.lanacion.com.ar/2132914-que-cambios-introduce-la-ley-de-financiamiento-productivo>
- La Nación (13 de Diciembre de 2017). *Lanzan la primera Bolsa de Productos de Paraguay*. Recuperado de https://www.lanacion.com.py/negocios_edicion_impresa/2017/12/13/lanzan-la-primera-bolsa-de-productos-de-paraguay/
- Larraín Ríos, G. (2016). *Integración financiera en América Latina. Realidades, desafíos y propuestas estratégicas*. Documento de la serie "En Ruta hacia la Integración", BID, Sector de Instituciones para el Desarrollo. División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras.
- Ley N° 1.163. (2097). *Ley de bolsas de productos*. Paraguay.
- Ley N° 10.303. (2001). *Ley de oferta pública de valores*. Brasil.
- Ley N° 18.627. (2009). *Ley del mercado de valores*. Uruguay.
- Ley N° 26.831. (2012). *Ley de mercado de capitales de la República Argentina*. Argentina.
- Ley N° 27.440. (2018). *Ley de financiamiento productivo*. Argentina.
- Ley N° 5.810. (2018). *Ley de mercado de valores*. Paraguay.
- Ley N° 6.385. (1976). *Ley de mercado de valores*. Brasil.
- Mochón, F. y Becker, V. A. (2003). *Economía, principios y aplicaciones (3° ed.)*. Buenos Aires: McGraw-Hill Interamericana.
- Orozco, J. E. y Ramírez, B. D. (2016). Análisis comparativo de los mercados bursátiles que integran el MILA. *Contexto* (5), 53-62.
- Palacios Manzano, M. y Martínez Conesa, I. (2005). *El proceso de armonización contable en Latinoamérica: Camino hacia las normas internacionales*. Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Murcia. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. España.
- Paúl Gutiérrez, J. (2008). *Integración Financiera*. Recuperado de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/integracion-financiera.html>

- Pussetto, L. (2008). Sistema financiero y crecimiento económico. Un misterio sin resolver. *Palermo Business Review*, 47-60.
- Quintana, E. (2013). *Intermediarios: un antes y un después en el Mercado de Capitales de Argentina*. UCEMA. Argentina.
- Schamann, E. M. (2010, 13 de Enero). La integración de los mercados bursátiles. Experiencias y reflexiones. *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario* (1509), 26-32.
- SGT-4. (2003). Acta N° 1/03. Reunión XV. Comisión mercado de valores Mercosur.
- SGT-4. (2006). Acta N° 2/06. Reunión XXII. Comisión mercado de valores Mercosur.
- SGT-4. (2007). Acta N° 2/07. Reunión XXIV. Comisión mercado de valores Mercosur.
- SGT-4. (2010). Acta N° 2/10. Reunión XXX. Comisión mercado de valores Mercosur.
- SGT-4. (2011). *Cartilla Conmemorativa de los 20 Años del Mercosur*. Recuperado de: <http://www.bcb.gov.br/?MERCOSUL>.
- SGT-4. (2018). Acta N° 1/18. Reunión XLIII. Comisión mercado de valores. Mercosur.
- Tarallo, A., Machaín, L., Figliuolo, S., Di Doménica, O. (2017). *Financiamiento de empresas PyME en los mercados de capitales de Latinoamérica*. Facultad de Ciencias Económicas y Estadística. Universidad Nacional de Rosario. Rosario, Argentina.
- Uruguay XXI. (2014). *Sistema Financiero. Promoción de inversiones y exportaciones*. Recuperado de: <https://www.uruguayxxi.gub.uy/es/centro-informacion/articulo/sistema-financiero/>
- Zabos Pouler, E. F. (09 de Abril de 2017). Tendencias actuales en los mercados de capitales. *Los Andes*. Recuperado de: <https://losandes.com.ar/article/tendencias-actuales-en-los-mercados-de-capitales>

7. Sitios Web

Argentina Clearing SA - www.argentinaclearing.com.ar
Banco Central de Uruguay - www.bcu.gub.uy
Bolsa de Comercio de Buenos Aires - www.bcba.sba.com.ar
Bolsa de Comercio de Rosario - www.bcr.com.ar
Bolsa de Valores de Montevideo - www.bvm.com.uy
Bolsa de Valores y Productos de Asunción SA - www.bvpasa.com.py
Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay SA - www.bevsa.com.uy
Bolsas y Mercados Argentinos SA - www.byma.com.ar
Brasil, Bolsa, Balcão - www.b3.com.br
Caja de Valores SA - www.cajval.sba.com.ar
Comisión Nacional de Valores Argentina - www.cnv.gov.ar
Comisión Nacional de Valores Paraguay - www.cnv.gov.py
Comisión de Valores Mobiliarios Brasil - www.cvm.gov.br
Federación Iberoamericana de Bolsas - www.fiabnet.org
Fondo Monetario Internacional - www.imf.org
Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores - www.iimv.org
Mercado a Término de Buenos Aires - www.matba.com.ar
Mercado Abierto Electrónico - www.mae.com.ar
Mercado Argentino de Valores SA - www.mav-sa.com.ar
Mercado de Valores de Rosario SA - www.mervaros.com.ar
Mercosur - www.mercosur.int
Mercosur Financiero SGT 4 - www.sgt4.mercosur.int
Primary SA - www.primary.com.ar
Rosario Futures Exchange - www.rofex.com.ar
Uruguay Futures Exchange - www.ufex.com.uy