



La integración de los mercados bursátiles. Experiencias y reflexiones

Elvira María Schamann (*)

Paulatinamente, en consonancia con alianzas, consolidaciones, fusiones y arreglos societarios diversos observados en numerosos países a nivel nacional, así como a nivel regional e internacional, el mapa bursátil se ha ido rediseñando, reflejando los efectos de la globalización y el aprovechamiento

de las posibilidades que brindan los desarrollos tecnológicos y de comunicaciones.

Variados son los objetivos específicos que motivan estas iniciativas, si bien en todos los casos se incluyen los referidos a brindar al inversor mayores y más di-

versificadas oportunidades de inversión, brindar a las sociedades emisoras un mayor acceso a las fuentes de financiamiento disponible y potenciar el rol de las propias entidades bursátiles como ámbitos eficientes y transparentes para la conjunción de ofertas y demandas que trascienden el potencial local.

(*) Secretaria General de la Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB

Variadas son también las modalidades concretas de estos procesos de integración: acuerdos de operatoria a escala nacional o transfronteriza, uniones de diversas bolsas en un conglomerado más amplio, creación de compañías holding que reúnen las diversas entidades que actúan en las diferentes instancias de la cadena de valor, etc..

La mayor parte de las iniciativas regionales o internacionales de integración operativa han seguido en el tiempo a aquellas de integración a nivel nacional. Claros ejemplos, en tal sentido, presentan España, Colombia y Brasil, por mencionar algunos en el ámbito iberoamericano.

Tanto a nivel de las experiencias nacionales como de las que trascienden las fronteras, existen dos áreas en las cuales claramente debe ponerse un importante foco en materia de integración: las cuestiones regulatorias (incluyendo normativas autorregulatorias) y las tecnológicas.

En la primera, los estándares internacionales –recomendaciones IOSCO y de la Federación Mundial de Bolsas, WFE- brindan esquemas de referencia recomendables y, en cierta medida, necesarios para avanzar con éxito y agilidad en estas iniciativas. Volveremos sobre este punto más adelante al comentar brevemente el modelo FIAB de integración de operatoria transfronteriza.

Los temas tecnológicos, básicamente los requerimientos de actualización –e inversión– en equipamiento, comunicaciones y procesos informáticos para la operatoria transfronteriza representan desafíos importantes para las bolsas en términos de necesidades de financiamiento y de personal altamente calificado.

EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN BURSÁTIL A ESCALA NACIONAL

Un ejemplo, en cierto sentido pionero, de integración operativa

OBJETIVOS

INVERSORES

- Diversificación de carteras
- Más atractivo a inversores extranjeros por ampliación mercado
- Información de y valores emisores
- Mejor situación para la formación de precios

EMPRESAS EMISORAS

- Mayor acceso al ahorro para su financiamiento
- Costos con economías de escala en la emisión de valores
- Menores costos de cumplimiento de requisitos de información
- Mayor presencia o visibilidad en los mercados

OBJETIVOS

INTERMEDIARIOS

- Acuerdos comerciales para la operatoria transfronteriza
- Conocimiento más amplio de sus colegas de la región y crecientes niveles de desarrollo profesional
- Fortalecimiento de la inversión local y más eficiente manejo de costos

MERCADOS DE VALORES

- Mayor liquidez y eficiencia para determinar los precios de los valores
- Crecimiento montos operados al captar transacciones transfronterizas
- Mayor oferta de servicios
- Mayor presencia del mercado en el ámbito regional o internacional

CONSOLIDACIÓN/INTEGRACIÓN: ¿CUÁL?

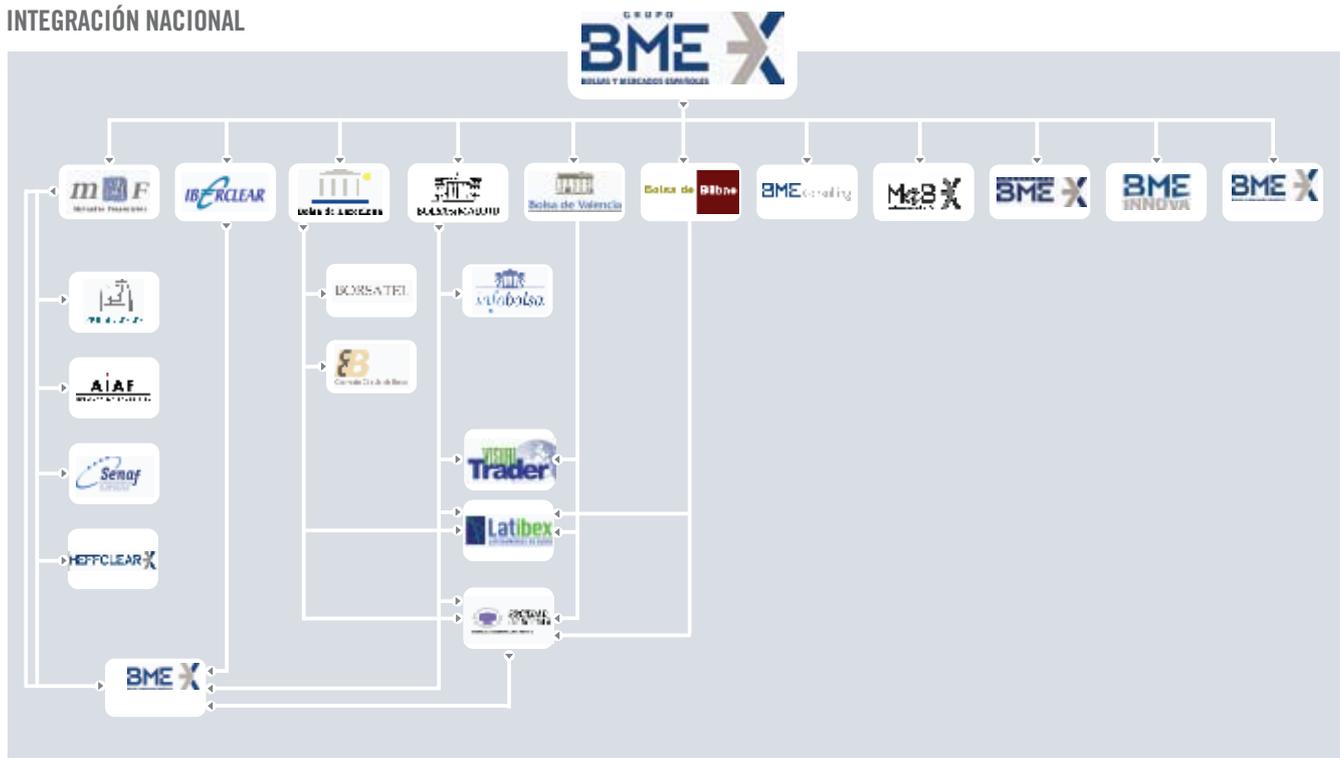
OPERATORIA		BOLSAS	
		CON PARTICIPACIÓN SOCIETARIA	SIN PARTICIPACIÓN SOCIETARIA
CON OPERATORIA TRANSFRONTERIZA		Euronext - NYSE Euronext LSE - Milán BM&FBOVESPA - CME	Proyecto FIAB Perú - Colombia - Chile Centroamérica
SIN OPERATORIA TRANSFRONTERIZA (Incluye experiencias nacionales)	SINGLE LISTING	BME - Bolsa Colombia BOVESPA	-
	MULTIPLE LISTING	OMX	Latibex - ADRs

a nivel nacional encontramos en España. Atento a lo dispuesto por la Ley 24/1988, las cuatro bolsas de valores (Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia) crearon la Sociedad de Bolsas –en cuyo capital participan las bolsas en partes iguales– con el objetivo de contar con una plataforma única de negociación de renta variable en el país. Actualmente, la Sociedad de Bolsas integra el holding Bolsas y Mercados Españoles, y es la encargada de la gestión y funciona-

miento del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), plataforma técnica de contratación del mercado de valores español y donde reside el libro de órdenes.

Justamente, hace ya siete años y a fin de incrementar la visibilidad y presencia del mercado español en el contexto financiero europeo, en 2002 se avanzó en la creación de Bolsas y Mercados Españoles – BME, consolidando el mercado

INTEGRACIÓN NACIONAL



Fuente: BME - Septiembre 2008

INTEGRACIÓN NACIONAL

BVC - Estructura



nacional. Organizada en siete unidades de negocio reúne una amplia y variada oferta de productos y servicios: Renta Variable, Deuda Pública y Corporativa, Derivados, Compensación y Liquidación, Difusión de Información, Consultoría, Nuevas Tecnologías y Formación.

Otro interesante ejemplo de integración a nivel nacional encontramos en el caso de Colombia, donde en 2001 las tres tradicionales bolsas de valores (Bogotá, Occidente y Medellín) dieron paso a la actual Bolsa de Va-

lores. El diagnóstico daba cuenta que “tener tres mercados de poco tamaño significaba continuar rezagados frente a las demás bolsas del continente, con objetivos comunes que no podrían alcanzarse de continuar cada una por su lado”, según indica actualmente la página web de la Bolsa de Valores de Colombia -BVC al reseñar su historia.

Un año más tarde, la BVC creó el Mercado Electrónico Colombiano-MEC para atender más eficientemente a la operatoria de renta fija.

En este mercado pueden vender y comprar títulos valores directamente en el sistema las entidades que tengan calidad de afiliados entre los cuales se encuentran, entre otros, los establecimientos de crédito, las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, las compañías de seguros, las sociedades de capitalización, la Dirección General de Crédito Público y Tesorería Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Instituto de Seguros Sociales - ISS, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras - FOGAFIN, el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario – FINAGRO y el Banco de la República.

Finalmente, a mediados de 2008 la BVC formalizó una alianza con una firma especializada para el desarrollo de un mercado de derivados de commodities energéticos, denominado Derivex, previéndose el lanzamiento de futuros de electricidad próximamente y proyectándose el desarrollo de derivados financieros sobre diferentes

subyacentes energéticos.

Un último ejemplo de integración a nivel nacional, quizás más conocido en nuestro país, es el caso de las bolsas de Brasil. Este proceso se inició, en cierto sentido, con la implantación del sistema electrónico Mega Bolsa en San Pablo, en 1997, y el lanzamiento del Home Broker y del After Market en 1999, iniciativas estas últimas que permitieron el acceso directo al sistema de negociación de pequeños y medianos inversores, fuera del horario de rueda.

Con esta infraestructura operativa en marcha, en el año 2000 las diversas bolsas regionales de Brasil cesaron sus actividades de negociación, compensación, liquidación y custodia a nivel local, las cuales pasaron a ser realizadas exclusivamente en un mercado nacional integrado, administrado por la Bolsa de Valores de San Pablo – Bovespa y por la Cámara Brasileira de Liquidación y Compensación - CBLC. Un interesante diseño de ingeniería financiera permitió a los intermediarios de otras bolsas diferentes de Bovespa acceder a una participación en las actividades de operatoria de valores así reorganizadas y, consiguientemente, en los beneficios generados por las mismas. Las bolsas regionales mantuvieron localmente algunas operaciones especiales y el lanzamiento bursátil de las empresas privatizadas.

Esta reestructuración tuvo por objetivo fortalecer la liquidez e incrementar la competitividad del mercado nacional de renta variable en un marco de creciente globalización.

Consolidado el mercado nacional de renta variable, el siguiente paso en la integración del mercado bursátil brasileiro fue la fusión de la bolsa de valores, Bovespa, con la bolsa de derivados, BM&F, producida en el año 2008 luego de la desmutualización y listado de ambas entidades. Actualmente, BM&FBovespa se encuentra entre las primeras cinco bolsas del mundo por valor de mercado de sus acciones y, según

INTEGRACIÓN REGIONAL

OMX

- Formada en 2003
- Todas las bolsas nórdicas y bálticas han migrado a una solución común: Suecia, Dinamarca, Finlandia, Letonia, Lituania y Estonia, y también las bolsas de Noruega e Islandia
- Aumento de liquidez y obtención de economías de escala
- Importantes ahorros en costos de desarrollo, tecnología y operaciones

INTEGRACIÓN REGIONAL

Perú/Colombia/Chile - Objetivos

Bolsas	Una única pantalla de negociación/acceso remoto
Emisores	Listado en los mercados de origen
Intermediarios	Acuerdos comerciales y profesionales
Inst. Compensación y Liquidación	Compensación y Liquidación transfronteriza Depósito en cuenta global
Reguladores	Acuerdo de información Reconocimiento de los mercados y valores

INTEGRACIÓN REGIONAL

Proyecto América

Costa Rica - El Salvador - Panamá

- Reconocimiento mutuo de oferta pública
- Reconocimiento de intermediarios
- Información relevante on-line
- Libro único de órdenes y acceso remoto
- Depósito central y liquidación y compensación coordinadas

comentaremos más adelante, se está insertando activamente en el mercado internacional.

EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN BURSÁTIL A ESCALA REGIONAL

Un típico y exitoso ejemplo de integración regional es el de los mercados nórdicos y bálticos en OMX, a partir de 2003. El esquema concibió desde sus inicios el trabajo de las bolsas participantes con una única plataforma de transacciones, un libro de

órdenes, un punto de acceso, reglas de operativa unificadas y un sistema de liquidación y compensación. Los objetivos no diferían de los ya mencionados: economías de escala, aumento de liquidez, mayores posibilidades de financiar inversiones y modernización tecnológica.

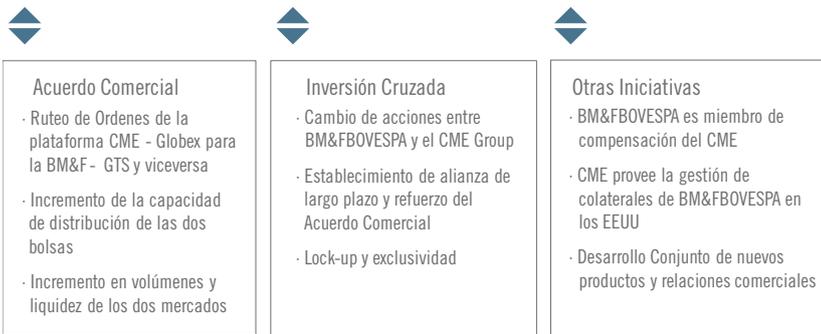
Actualmente OMX abarca 32 bolsas e instituciones participantes en el esquema de interconexión operativa.

En Europa, un caso muy conocido de integración operativa en el merca-

INTEGRACIÓN INTERNACIONAL

BM&FBOVESPA + CME Group

Alianza de Largo Plazo e Incremento del Volumen de Negociación y de Liquidez para ambas las Bolsas



Fuente Gilberto Mifano - BM&FBOVESPA - Septiembre 2008

do de valores es el de Euronext, que abarcó a las Bolsas de París, Bruselas y Amsterdam en un primer momento, a las cuales se añadió la Bolsa de Lisboa y más tarde el mercado de derivados de Londres, LIFFE. Más adelante volveremos sobre esta experiencia, que actualmente se ha extendido a escala transcontinental.

Dentro de las iniciativas regionales, en Latinoamérica cabe mencionar la experiencia que vienen haciendo las Bolsas de Costa Rica, El Salvador y Panamá con el denominado Proyecto América. Las bolsas y depositarias de estos países buscan generar un mercado regional a partir de las premisas que se han acordado en el ámbito de la FIAB: mutuo reconocimiento de la oferta pública de los valores listados en cada una de las bolsas, reconocimiento de los intermediarios acreditados en cada bolsa para poder ofrecer en forma pública valores listados en otra bolsa participante del acuerdo y el compromiso de las bolsas para asegurar en forma directa o indirecta la disponibilidad de la información sobre emisores y valores en tiempo real a nivel regional. Además, el Proyecto considera la canalización de la operatoria transfronteriza mediante un único libro de órdenes y acceso remoto, y la liquidación, compensación y depósito

de los valores transados por medio de los depósitos centrales de cada país. Cabe destacar que las autoridades de regulación y supervisión de estos mercados están también apoyando activamente el Proyecto, habiendo ya firmado los respectivos acuerdos de cooperación e intercambio de información.

El 7 de septiembre pasado, coincidiendo con la XXXVI Asamblea General Ordinaria y la Reunión Anual de la FIAB realizadas en Lima - Perú, las Bolsas de Santiago, Colombia y Lima anunciaron el lanzamiento de su proyecto de integración regional.

También diseñado en base a los trabajos y premisas acordados en el ámbito de la FIAB, la iniciativa se focaliza, en este caso, en el mercado de renta variable, con una única pantalla de negociación y acceso remoto. Las órdenes se canalizarán hacia los mercados de listado de origen de cada valor –normalmente será el mercado doméstico– a fin de impulsar una mayor liquidez y profundidad de los mercados. Los intermediarios realizarán acuerdos comerciales y profesionales –que informarán a las bolsas de origen y a los reguladores– en base a los cuales será factible habilitar su actuación transfronteriza; el

acceso remoto permitirá habilitar la llegada de los intermediarios extranjeros participantes en la iniciativa al libro de órdenes de la bolsa donde se opere el valor, bajo responsabilidad del intermediario local (quien determinará los montos habilitados para la operatoria transfronteriza y las garantías requeridas, entre otros elementos de control de riesgos a atender).

También en este caso cabe señalar que tanto las depositarias de los tres países como las autoridades de supervisión y regulación han firmado los respectivos acuerdos de cooperación y se encuentran trabajando activamente en esta iniciativa.

EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN INTERNACIONAL

Un interesante ejemplo en este aspecto es el de NYSE Euronext, que logró combinar en 2007 las integraciones locales ya producidas a nivel estadounidense entre bolsas de la costa este y de la costa oeste, con el mercado europeo congregado desde años atrás en Euronext, dando origen a la primera bolsa transatlántica. Recientemente el Grupo tomó asimismo una participación en la Bolsa de Qatar.

También involucrando entidades europeas y estadounidenses, Nasdaq OMX reúne a los mercados de Dinamarca, Estonia, Finlandia, Islandia, Latvia, Lituania, Suecia, EEUU y, recientemente, Dubai.

A nivel americano, BM&FBovespa está realizando una muy interesante experiencia con CME en materia de derivados y, al momento de redactar esta nota y de acuerdo a información pública, se encuentra en período de negociación con Nasdaq OMX respecto a la integración operativa del mercado de renta variable. Estas iniciativas tienen un alto componente en materia de tecnología e inversiones ya que la vinculación operativa se basa en esquemas de acceso remoto y en muy estrictos

controles de riesgos y de administración de garantías.

La integración Sur-Norte de CME Group y BM&FBovespa, ha permitido a la bolsa brasilera acceder a una red de distribución global de más de 80 países, en 4 continentes y por medio de más de 100.000 terminales de operación.

CONCLUSIONES

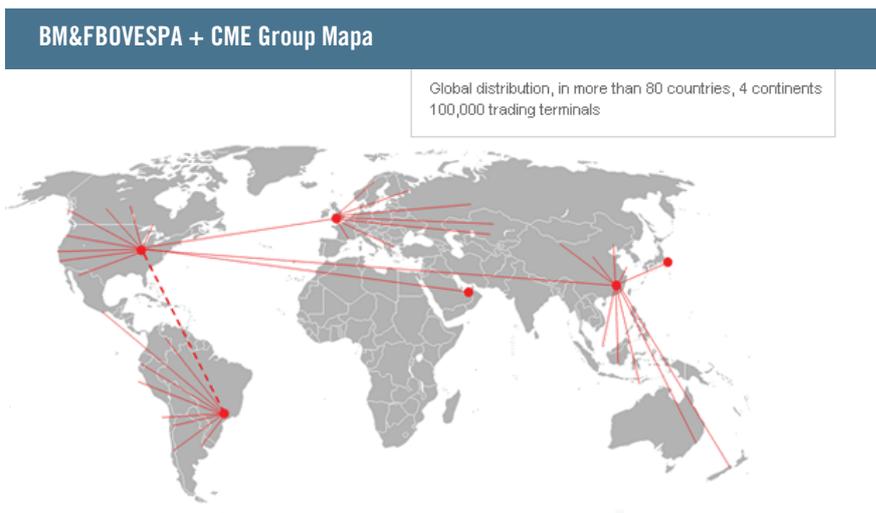
Mayor liquidez y profundidad de los mercados y un adecuado proceso de determinación de precios, favorecer economías de escala para manejar los costos tecnológicos y de administración de riesgos que acompañan las iniciativas de integración operativa, acceder a mayor cantidad de inversores y brindar mayor cobertura geográfica a las empresas que deseen financiarse a través de los mercados bursátiles, todos estos son algunos de los objetivos que se persiguen a través de la integración.

Asimismo, las muy variadas experiencias, muchas ya concretadas y otras en vías de concreción, muestran alternativas que han logrado dar mayor visibilidad a las propias bolsas con positivos impactos en términos de volumen de negocios y cantidad de sociedades listadas.

Si bien no es el propósito de esta nota, debe recordarse la importancia de contar con regulaciones adecuadas a las características propias de cada mercado y en línea con los estándares internacionales, que a la vez que cuiden la calidad de los mercados y la protección del inversor, posibiliten la generación de ámbitos propensos para el desarrollo de los negocios, a escala nacional y más allá de las fronteras, y propensos también para el renovado diseño de instrumentos que logren atender los objetivos de inversores y emisoras.

Por su parte, los espacios económicos regionales pueden brindar un sustento facilitador para avanzar en la

INTEGRACIÓN INTERNACIONAL



INTEGRACIÓN - EL MODELO ACTUAL



- Mutuo reconocimiento de la oferta pública de valores listados en las Bolsas de la región
- Habilitación de los intermediarios a ofrecer profesionalmente los valores listados en otras bolsas de la FIAB en sus respectivos mercados
- Las bolsas atenderán el intercambio de información sobre emisores y hechos relevantes

INTEGRACIÓN - LOS PARTICIPANTES

- Reguladores
- Bolsas
- Depositarias
- Entidades de liquidación y compensación
- Intermediarios
- Emisoras

integración de los mercados de dichos países, como demuestran varias de las experiencias aquí reseñadas.

Es importante recordar, asimismo, que la integración debe ser concebida como un proceso que no suprime la competencia. Un escenario diferente, quizás más abarcativo, caracteriza al nuevo contexto en el cual las bolsas deben continuar privilegiando las tradicionales y distintivas características de transparencia de los mercados, disponibilidad de información relevante y cumplimiento de las operaciones concertadas en sus ámbitos.

Es un conocido círculo virtuoso: si los mercados crecen, las empresas y los inversores se acercan aún más a los mismos. Las bolsas logran atender más eficientemente su misión central: canalizar el ahorro hacia el financiamiento empresarial y la inversión productiva, favoreciendo el crecimiento económico y un mayor nivel de empleo, a la vez que ellas mismas adquieren mayor visibilidad y presencia en un mundo cada vez más globalizado y competitivo ●

LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE AMÉRICA LATINA EN LA PROPUESTA DE LA FIAB

Producto de la visión estratégica de sus fundadores, la Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB hace 36 años incluyó entre sus objetivos el de alentar la integración de los mercados bursátiles iberoamericanos. Desde luego, en la era pre-internet las iniciativas analizadas y las propuestas a nivel de la Federación eran muy diferentes de las que actualmente se están promoviendo.

Hoy en día, además de los objetivos usualmente mencionados, el esquema o modelo de operatoria transfronteriza regional que propone la Federación busca aumentar la liquidez, no fraccionar los mercados, ampliar la base inversora, habilitar la participación –bajo ciertas condiciones– de los intermediarios autorizados en los mercados domésticos en las diversas plazas participantes de las iniciativas de integración, y asegurar la disponibilidad de información sobre las emisoras y sus valores a nivel regional.

El modelo considera no sólo la participación de bolsas e intermediarios sino también la de las depositarias y las entidades de liquidación y compensación y, desde luego, la participación de los reguladores, quienes de acuerdo a aquellas funciones de su respectiva competencia debieran concretar acuerdos de cooperación con los reguladores de los mercados participantes.

Focalizado en el objetivo de integración de los mercados de sus bolsas miembros, la FIAB desarrolló durante los últimos tres años un interesante proyecto con financiamiento parcial del Banco Interamericano

de Desarrollo – BID en el marco de la Iniciativa para la Promoción de Bienes Públicos Regionales de dicha institución multilateral.

Con vistas entonces a facilitar la operatoria transfronteriza de sus miembros los objetivos concretos del proyecto apuntaron a:

El modelo propuesto involucra la participación del conjunto de entidades que conforman los sistemas bursátiles:

Como aporte para el desarrollo de las iniciativas concretas que definen las bolsas de la región, y a partir de la consideración de los más altos estándares internacionales, la FIAB trabajó y alcanzó consensos entre sus miembros en diversas áreas, tales como la adopción de criterios homologados para el reconocimiento de la oferta pública en los diversos mercados; la definición de un modelo de operatoria de renta variable que constituye una base, a modo de recomendación, para alcanzar criterios homologados en materia operativa; y la definición de los elementos que debieran incluirse, atento a las recomendaciones IOSCO, en los prospectos de emisión y en materia de información relevante a nivel regional.

También se identificaron recomendaciones relevantes en materia de prevención de blanqueo de capitales y esquemas sugeridos como más eficientes para la liquidación y compensación de valores en la operatoria transfronteriza regional, basados en el aprovechamiento de la infraestructura que ya brindan las depositarias centrales en cada uno de los países.

Se mantiene en agenda, entre otros muchos aspectos, el favorecer el desarrollo de ámbitos de encuentro regional de las propias bolsas, los emisores y los intermediarios, es decir, de los protagonistas principales de las iniciativas de integración.

Finalmente, la tarea realizada por la FIAB junto a sus bolsas miembros fue informada periódicamente a los reguladores de la región. Este diálogo y la posibilidad de ir conociendo la visión de los reguladores en las diversas cuestiones abarcadas ha permitido incorporar en los trabajos realizados por la Federación algunas recomendaciones respecto a temas de interés conjunto.

Asimismo, el mencionado diálogo ha brindado transparencia al trabajo realizado por las bolsas en el ámbito de la Federación, permitiendo a los propios reguladores avanzar más informados con el trabajo que deben realizar ellos mismos en aquellas cuestiones de su competencia.

(Los documentos elaborados en el marco del Proyecto de Fortalecimiento y Desarrollo del Mercado de Valores Regional FIAB-BID pueden solicitarse a la dirección correo@fiabnet.org).