

COMISION NACIONAL DE VALORES  
DIRECCION JURIDICA  
MEMORANDO DJ-121-2011

COMISION NACIONAL DE VALORES  
DIRECCION NACIONAL DE ADMINISTRACION

Para: Celia Ana Bravo  
Directora de Administración

Recibido por: Mare

De: Marelissa Quintero de Stanziola  
Directora Jurídica

Fecha: 28/7/2011

Mare  
28/7/11

Asunto: Informe - Reunión del Consejo de Reguladores de Valores de las Américas y el *Interamerican Regional Committee de IOSCO* - COSRA/IARC - Curasao 7 y 8 de julio de 2011.

Fecha: 26 de Julio de 2011

En representación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá participó la suscrita, en reunión de COSRA/IARC celebrada en Curasao el 7 y 8 de julio de 2011.

Dicha participación tiene mayor relevancia, toda vez que siendo Panamá líder del Grupo de Trabajo sobre Integración de Mercados de dicho organismo internacional, la Lic. Marelissa Quintero de Stanziola presentó Reporte Final de dicho estudio. La presentación se llevo a cabo el día viernes 8 de julio a las 9:30 a.m.

La bienvenida del evento fue suministrada por el Sr. Michael Allen, Diputado Director de Supervisión de Instituciones de Inversión y Fideicomisos del Banco Central de Curasao y San Martín; y la Sra. Rosario Patrón como Presidenta de COSRA

En la reunión de COSRA se revisaron los siguientes temas:

**Jueves 7 de julio de 2011**

- **Nuevos Principios y Nueva Metodología de evaluación de los principios de IOSCO, por Eduardo Gomes de Brasil.** Sobre este documento los países miembros presentaron sus comentarios, sobre los cuales Isabel Pastor de IOSCO tomo nota, para consideración de la secretaria.
- **Presentación sobre los grupos de expertos de IOSCO:** fusión del Comité Técnico y los grupos de trabajos del Comité de Mercados emergentes – Documento VIII consulta interna. Por Isabel Pastor.
- **Decisiones del Comité de Presidentes** sobre la composición del Comité Directivo y del documento consulta interna IX. Por Isabel Pastor.
- Sherman G. Boone Director Asistente de la Oficina de Asuntos Internacionales del *US Securities and Exchange Commission* expuso sobre las **novedades del Comité Técnico de IOSCO y G20.**
- Santiago Yraola de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, expuso sobre la situación actual del MMOU, **pasos a seguir para lograr la meta antes del 2013 y el rol del “Penholder”.**
- **Isabel Pastor informo sobre la asistencia técnica y política que puede brindar IOSCO en relación a MMoU.**

- El señor Badak Abbaszadeh del Toronto Centre, dictó una presentación sobre **¿Como cumplir con la fecha tope del MMoU?** Fases en el proceso y plan de implementación.

**Viernes, 8 de Julio de 2011.**

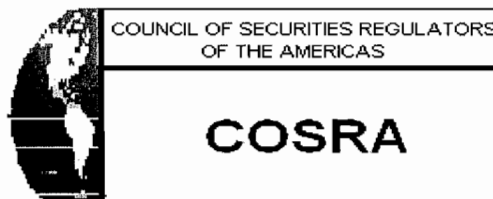
- La suscrita, tuvo ocasión de presentar el **Reporte Final del Grupo de Trabajo sobre Integración de Mercados**. Concluida la presentación los países miembros presentaron algunas observaciones para que fueran incluidas en el reporte final, tales como: actualización de del proceso de integración de denominado *Carribbean Exchange Network*, incorporación estudio actualizado sobre los principios de cooperación e intercambio de información sobre el cual el Santiago Yraloa se ofreció a remitir por email la documentación relacionada. Una vez incorporando estos temas, se aprueba el Reporte final para que sea subido a la página *web* de IOSCO para uso de los miembros.  
Se adjunta al presente memo, Reporte Final en español y presentación de *powerpoint* dictada en la presente reunión.
- Se realizó el **Tour Table** en el cual cada país participante debía explicar los nuevos cambios propuestos o aprobados en cuando a la regulación de cada uno de los países miembros de COSRA.
- Por su parte Jean Lorrain y Mike Lubrano presentaron el **Reporte final de COSRA/OECD, relacionado a trabajo conjunto sobre Información Privilegiada**, para aprobación, el mismo fue aprobado.
- Macarena Vásquez, de Chile presento sobre los **Principios de Infraestructuras del Mercado Financiero**.
- Se aprobó que la próxima **reunión de COSRA/IARC se llevará a cabo el próximo 28 y 29 de noviembre de 2011 en Lima Perú**, seguida de la mesa redonda latinoamericana de Gobierno Corporativo de la OCDE, a la cual los miembros de COSRA están invitados.  
Se propuso y se aprobó que la próxima reunión de COSRA / IARC fuera en Argentina, sin embargo no se estableció fecha.
- Sobre los nuevos grupos de trabajo de COSRA la *Ontario Securities Commission*, a través de Tula Alexopulos propuso trabajar en un grupo sobre **Small and Medium Enterprises (SMEs)** que son un componente vital en el crecimiento económico de las Américas. Lo cual fue aprobado por los miembros presentes. Se adjunta documento que sustenta la propuesta.

La Sra. Alexopulos se acercó a la suscrita para solicitar nuestra participación en el grupo de trabajo, por considerar importante que un país de centroamericana presentara sus comentarios y observaciones, a lo que se accedió. Los demás países que mostraron intereses en formar parte del grupo de trabajo fueron Estados Unidos de America, Brasil, Argentina, Chile y Ecuador.

Atentamente,

Adj. Lo indicado

# ANALISIS DE INICIATIVAS DE INTEGRACION DE MERCADOS EN LAS AMERICAS



**IOSCO**  
International Organization of  
Securities Commissions  
Inter American Regional Council

**COSRA**  
Council of Securities Regulators  
of the Americas

**COSRA/IARC – Curacao - July 8th 2011.**

## Contenido

1. Antecedentes	4
2. Introducción	8
3. Iniciativas de Integración	10
3.1. Identificación de proyectos de integración de mercados	10
3.1.1. Metodología	10
3.1.2. Países con Acuerdos de Integración no operativos	10
3.2. Tipos de modelos de integración de los países con proyectos o acuerdos no operativos	10
3.2.1. México y Chile	10
3.2.2. AMERCA: Costa Rica, El Salvador y Panamá	11
3.2.3. Caribbean Exchange Network (CXN): Trinidad & Tobago, Barbados y Jamaica	15
3.2.4. MERCOSUR: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay	15
3.2.5. Guyana, Trinidad y Tobago, Bahamas y los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental	15
3.3. Estado y obstáculos encontrados en los diferentes proyectos de integración no operativos	16
3.3.1. México y Chile	16
3.3.2. AMERCA: Costa Rica, El Salvador y Panamá	16
3.3.3. CXN: Trinidad & Tobago, Barbados y Jamaica	18
3.3.4. Guyana, Trinidad y Tobago, Bahamas y los países de la Unión monetaria del Caribe Oriental	19
3.3.5. MERCOSUR: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay	19
4. Países con acuerdos de integración operativos	20
4.1. Tipos de acuerdos de integración operativos	20
4.1.1. México	21
4.1.2. MILA: Colombia, Chile y Perú	23
4.2. Estado y obstáculos encontrados en los diferentes proyectos de integración operativos	24
4.2.1. México	24
4.2.2. MILA: Colombia, Chile y Perú	26
5. Países con otros Acuerdos	28

5.1.	Tipos de otros acuerdos	28
5.1.1.	Canadá	28
5.1.2.	Estados Unidos de América	30
5.1.3.	Republica Dominicana	31
5.1.4.	Guyana	32
6.	Análisis del cumplimiento de los principios de IOSCO	32
6.1.	Cuales son los principios de IOSCO más relevantes en un proceso de integración	32
6.1.1.	principios relativos al cumplimiento de la regulación de valores	33
6.1.2.	principios de IOSCO en cuanto a la colaboración en materia de regulación	33
6.2.	Cumplimiento de los principios de IOSCO de los países miembros de COSRA	33
6.2.1.	Evaluación de los problemas regulatorios encontrados a la luz de los principios de IOSCO vigentes ala fecha del análisis.	34
6.2.2.	Países con evaluación de en relación de los principios de IOSCO	34
6.2.3.	Firmantes del MMoU de IOSCO y firmantes del Apéndice B del MMoU.	35
7.	Resultados	35
8.	Conclusiones	36
9.	Recomendaciones	38
10.	Bibliografía	39

## 1. Antecedentes

Los países miembros de COSRA/IARC, expresaron su interés en analizar los siguientes temas: (i) identificación de iniciativas de integración que existen en la región; (ii) identificación de áreas en donde existen problemas regulatorios y limitaciones; y (iii) obstáculos que las jurisdicciones han tenido que experimentar durante la implementación de sus iniciativas de integración, obstáculos relacionados a temas de regulación y la supervisión

En la reunión de COSRA/IARC en Santiago de Chile celebrada en octubre de 2008, se aprobó crear un grupo de trabajo a fin de determinar los problemas regulatorios que afrontan diferentes jurisdicciones que tienen iniciativas de integración. COSRA/IARC establecieron un grupo de trabajo<sup>1</sup>, liderizado por la Comisión Nacional de Valores de Panamá, lo cual fue aprobado en la reunión de COSRA /IARC celebrada en Panamá en abril del 2009, durante ese evento una propuesta de mandato fue presentada.

El mandato consistió en las siguientes etapas:

1. Identificar las áreas en donde existen problemas regulatorios o limitaciones e identificar modalidades que algunos países de la región hayan encontrado para superarlas.

En este aspecto se debe identificar:

- a) Proyectos de integración en curso en la región, con indicación del tipo de integración que se busca y la etapa del proceso en que se encuentran.
  - b) Problemas identificados, entre otros: el intercambio de información, la supervisión conjunta, los sistemas transaccionales a ser utilizados, las condiciones para hacer posible listar un mismo valor en diferentes jurisdicciones, la regulación de la figura de los operadores remotos.
  - c) Acuerdos completados y en operación en la región o de miembros de la región con jurisdicciones fuera de ella.
2. Evaluación de los problemas regulatorios detectados en 1 b) a la luz de los Principios de IOSCO vigentes a la fecha del análisis que se propone.
  3. Evaluación de las soluciones detectadas en 1 c) y su posible aplicación con carácter general en los proyectos e integración en proceso en la región.
  4. Evaluación de la posibilidad de realizar recomendaciones a los miembros de COSRA con base en los análisis precedentes.

Para llevar a cabo el presente análisis, el grupo de trabajo elaboró un cuestionario / encuesta con el propósito de identificar los proyectos o iniciativas de integración que

El grupo de trabajo incluye las siguiente entidades y jurisdicciones: Comisión Nacional de Valores de Panamá, US Securities and Exchange Commission y Banco Central de Uruguay . los siguientes países fueron voluntarios en apoyar el grupo de trabajo: Securities Commission of the Bahamas; Comisión Nacional de Valores de Argentina; Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV; Central Bank Netherland Antilles; Autorité des marchés financiers, Québec, Canadá.

existen en la región, los tipos de iniciativas de integración que se busca, los problemas más comunes encontrados.

En septiembre del 2009, se circuló un primer cuestionario entre los países miembros de COSRA. En diciembre de 2009, en reunión de COSRA llevada a cabo en Punta del Este, Uruguay, se presentó un informe de avances que incluía un análisis de las respuestas enviadas por los países miembros al cuestionario remitido en el mes de septiembre de 2009. Sin embargo dicho análisis solo mostró respuestas de 13 países miembros. Durante la discusión abierta entre los miembros se concluye en la necesidad de recibir información de más jurisdicciones a fin de poder realizar un análisis que reflejara la situación real de la región, en la necesidad de presentar definiciones a ciertos aspectos del cuestionario y agregar preguntas para un mejor resultado del trabajo.

Se incluyeron definiciones al cuestionario y se adicionó una sección sobre “*otros acuerdos*” lo cual sería ilustrativo para los propósitos de este trabajo.

Debido a las pocas respuestas recibidas, en la reunión de junio de 2010, llevada a cabo en Montreal, Canadá, se pregunta a los países miembros si desean continuar con la ejecución del trabajo; por unanimidad se aprobó continuar con el grupo de trabajo.

En julio del 2010, se circuló nuevamente el cuestionario entre los países miembros de COSRA<sup>2</sup>, en esta ocasión se recibieron mayor cantidad de respuestas.

En reunión de COSRA/IARC llevada a cabo en Río de Janeiro, Brazil en octubre de 2010, se presentó informe de avances, que incluía análisis de respuestas de 20 países miembros.

A continuación presentamos para una mejor comprensión, las definiciones de términos relacionados al trabajo presentadas en el cuestionario:

1. **Proyecto de integración:** iniciativas o arreglos entre diferentes jurisdicciones que permiten el desarrollo de un mercado individual al permitir actividades que incluyen pero no se limitan a:
  - Transacciones en una plataforma única entre las jurisdicciones que forman parte del proyecto o Acuerdo
  - Participación de intermediarios del mercado en las bolsas de valores que operan dentro de las jurisdicciones que forman parte del proyecto o Acuerdo.
  - Cotización o negociación aceptable en todos los países que integran el Acuerdo.
2. **Acuerdos de integración:** convenios firmados o aceptados entre países para desarrollar un proyecto de integración.
3. **Acuerdos de integración operativos:** Proyectos de integración que ya se encuentran firmados y se encuentran en funcionamiento.
4. **Otros acuerdos:** acuerdos entre reguladores relacionados a acceso a mercados individuales o inversionistas. Los cuales pueden ser Acuerdos de Reconocimiento, Memorandos de Entendimiento (MOU's) u otros convenios; los cuales pueden ser informativos en este proyecto.

Teniendo como objetivo analizar algunos obstáculos que miembros de COSRA/IARC han enfrentado en sus iniciativas de integración de mercados; relacionadas con la regulación, supervisión y disciplina necesarias para la protección de los inversionistas y la integridad del mercado. Proponer formas de armonizar regulación y/o formas de eliminar obstáculos regulatorios tomando en consideración la estructura de los modelos propuestos y experiencias internacionales relevantes; se diseñó el cuestionario el cual estuvo dividido en tres secciones a saber: Sección A: Países sin Acuerdos de Integración operativos; Sección B Países con acuerdos de integración operativos y Sección C, países con otros acuerdos, acuerdos de reconocimientos.

A continuación se transcribe el cuestionario circulado entre los países miembros:

## **Cuestionario**

### **A. PAISES SIN ACUERDOS DE INTEGRACIÓN OPERATIVOS.**

1. ¿Existe alguna iniciativa de integración de mercados en su país? SI.... NO.....
2. ¿Qué tipo de integración se pretende realizar?
  - a) Transacciones en valores a realizarse en plataforma única. Sí... No....
  - b) Intermediarios operando en todas las bolsas de los países del acuerdo. Sí... No...
  - c) Valores registrados en un país, se comercializan y cotizan en todos los países del acuerdo. Sí... No...
  - d) Cualquier combinación de los anteriores, por favor especificar.....
  - e) Otros acuerdos. Aquellos convenios de reconocimiento entre países que facilitan el desarrollo de los mercados.
3. ¿Cuales son los países que formarían parte de dicho modelo de integración?  
Por favor, listar países.
4. ¿Cual es el estado, fase o etapa en que se encuentra el proyecto de integración respectivo?
  - a) Sin iniciar SI ...NO....
  - b) Conversaciones en el sector privado SI...NO....  
Si la respuesta es afirmativa, especifique el grado de avance de las conversaciones.
  - c) Conversaciones entre reguladores SI... NO....  
Si la respuesta es afirmativa, especifique el grado de avance de las conversaciones.
  - d) Una combinación de los anteriores, por favor especificar.
  - e) Otros, por favor especificar
5. ¿Cuales son los problemas u obstáculos regulatorios encontrados relacionadas al proyecto de integración?
  - a) Intercambio de información SI...NO....
  - b) Regulación y supervisión del operador remoto SI... NO....
  - c) Supervisión del operador de la plataforma transaccional. SI... NO...
  - d) Supervisión de los intermediarios en forma consolidada. SI...NO....



- e) Condiciones de registraci3n de valores en los distintos pa3ses del acuerdo. SI...NO....
  - f) Una combinaci3n de los anteriores, por favor especificar
  - g) Otros, por favor especificar.
6. ¿Cual es el tema o limitaci3n **más importante** que obstaculiza llevar a cabo con éxito el proyecto de integraci3n? Por favor especificar.
7. Ha realizado su pa3s una evaluaci3n de los Principios de IOSCO? SI... NO...
8. Si la respuesta a la pregunta anterior ha sido positiva, ¿Cuáles principios est3n completamente implementados en su jurisdicci3n? Por favor, listar n3mero de principios completamente implementados.

## B. PAISES CON ACUERDOS DE INTEGRACI3N OPERATIVOS.

9. ¿Qué tipo de acuerdo de integraci3n tiene su pa3s con otro de la regi3n?
- a. Transacciones en valores a realizarse en plataforma 3nica. SI...NO....
  - b. Intermediarios operando en todas las bolsas de los pa3ses del acuerdo. SI....NO....
  - c. Valores registrados en 1 pa3s, se comercializan y cotizan en todos los pa3ses del acuerdo SI...NO....
  - d. Cualquier combinaci3n de los anteriores, por favor especificar.
  - e. Otros, por favor especificar
10. ¿Cuales son los pa3ses de la regi3n con quienes tiene el acuerdo descrito en la pregunta anterior? Por favor especificar.
11. ¿Qué tipo de acuerdo de integraci3n tiene su pa3s con otros pa3ses fuera de la regi3n?
- a. Transacciones en valores a realizarse en plataforma 3nica SI.... NO....
  - b. Intermediarios operando en todas las bolsas de los pa3ses del acuerdo SI....NO....
  - c. Valores registrados en 1 pa3s, se comercializan y cotizan en todos los pa3ses del acuerdo SI...NO....
  - d. Cualquier combinaci3n de los anteriores, por favor especificar
  - e. Otros, por favor especificar SI... NO....
12. ¿Cuales son los pa3ses que forman parte de dicho acuerdo de integraci3n? Por favor, listar pa3ses.
13. ¿Ha realizado su jurisdicci3n una evaluaci3n de los Principios de IOSCO? SI...NO....
14. Si la respuesta a la pregunta anterior ha sido positiva, ¿cuáles principios est3n completamente implementados en su jurisdicci3n? Por favor, listar n3mero de principios completamente implementados.
15. Cuales de los principios de IOSCO han sido importantes para la consolidaci3n de los acuerdos? Por favor, listar:
16. Sugerencias para el estudio de integraci3n de mercados. Por favor especificar.

### C. PAISES CON OTROS ACUERDOS / ACUERDOS DE RECONOCIMIENTOS / MOU'S

1. Cuenta su jurisdicción con algún otro Acuerdo entre países, que facilita el desarrollo de los mercados que aunque no tenga como propósito la integración de mercados en cuanto a las características antes descritas pero si facilita? SI...NO...
2. ¿Qué tipo de Otros Acuerdos, convenios o MOU's tiene su país con otros países de la región? Favor Explicar.
3. ¿Qué tipo de Otros Acuerdos tiene su país con otros países fuera de la región?
4. Cuales son los países con quienes tiene Otros Acuerdos, descritos en la pregunta anterior? Favor especificar.
5. ¿Cuales son los problemas u obstáculos regulatorios encontrados relacionados a los Otros Acuerdos?
6. ¿Cual es el tema o limitación **más importante** que obstaculiza llevar a cabo con éxito los Otros Acuerdos mencionados? Por favor especificar.
7. Comentarios en cuanto a la experiencia obtenida del desarrollo y puesta en práctica de Otros Acuerdos, Acuerdos de Reconocimientos o MOU's desarrollados en su jurisdicción, antes mencionados.

### 2. Introducción

Los mercados de capitales de la región especialmente Centro, Suramérica y los países del Caribe caracterizan por ser mercados pequeños donde no existe uniformidad en las prácticas de supervisión y regulación entre países. Esta situación, en un contexto en que la integración de los mercados de capitales se acelera con iniciativas de distintos países de la región, hace que como resultado sea necesario lograr identificar los obstáculos que nos hace difícil lograr un modelo de integración exitoso.

En este sentido, en un contexto de apertura comercial e integración económica, los productores latinoamericanos están enfrentando a competidores internacionales que cuentan con un alto grado de eficiencia y desarrollo en todas las fases de la cadena asociada al mercado de valores, en especial en la obtención de recursos financieros. Dichos recursos se obtienen normalmente tanto en el sistema bancario como en los mercados bursátiles. Por ejemplo en Centroamérica, los productores están expuestos a una importante desventaja competitiva puesto que los mercados de capitales de la región son sumamente pequeños y de poca profundidad por lo que tienen una serie de deficiencias tales como (i) el bajo número de emisores, (ii) poca diversificación de productos bursátiles, (iii) alta dependencia de emisiones gubernamentales, (iv) restricciones legales y poco uso de estándares internacionales. Todo ello hace que los mercados bursátiles de la región en todos los casos, no estén ofreciendo buenas oportunidades a los inversionistas ni están fungiendo como alternativa viable de financiamiento al sector productivo regional.

Debemos estar conscientes, que cada país es responsable de superar dichos obstáculos a fin de contar con estándares regulatorios y de supervisión requerida y alineada a los Principios de IOSCO, que sean de aplicación uniforme entre países de la región y que reflejen las mejores prácticas internacionales. La definición de estos estándares es una condición necesaria para un proceso armonioso de integración de mercados de capitales a nivel regional y son la base para el planteamiento de planes de acción nivel interno de los países, para lograr culminar los proyectos de integración.

En esta discusión sobre integración de mercados, se ha puesto de manifiesto los beneficios asociados a una integración regional entre países. Entre los beneficios que encontramos en estas incitativas están los siguientes:

- Se superan deficiencias encontradas en la búsqueda de armonización de prácticas, estándares y normativa de los mercados, con base en los principios de IOSCO.
- Se promueve un mayor nivel de integración entre las economías de la región.
- Genera un mercado bursátil ampliado y más atractivo
- Se moviliza mas inversión hacia la región.
- Aumenta la gama de productos en qué invertir.
- Amplia el acceso a capital a nuestras empresas.
- Genera un círculo virtuoso de liquidez.
- Mejora la competencia, al contar con una eficiente formación de precios.
- Incremento de la eficiencia del mercado de valores

Se busca como objetivo final, una mayor profundidad de los mercados bursátiles de manera que los inversionistas se beneficien y el sector productivo latinoamericano pueda contar con una alternativa viable de financiamiento, mejorando así su posición competitiva global.

La meta de avanzar en la integración de los mercados de capitales a nivel regional es un problema transfronterizo. El camino para avanzar en la integración requiere de las acciones que de manera conjunta logren definir e implementar los países interesados.

Los países que participaron en el cuestionario señalan en su mayoría, que tienen alguna iniciativa de integración de sus mercados locales con otros países de la región, iniciativas que aún no se encuentran de forma operativa, debido a diferentes obstáculos, en gran medida son obstáculos regulatorios los que hacen difícil culminar con éxito las iniciativas.

Mediante este estudio analizaremos las diferentes experiencias en los procesos de integración de los miembros de COSRA/IARC, enfocándonos en los diferentes tipos de iniciativas, en los obstáculos encontrados y en el grado de cumplimiento de las diferentes jurisdicciones de los principios de IOSCO y de mecanismos utilizados para coordinar la operativa y puesta en marcha de modelos de integración.

El presente análisis no intenta recomendar ni promover un solo modelo particular de integración, por el contrario, intenta extraer de los diferentes modelos buenas recomendaciones para el logro efectivo de modelos de integración, esto tomando en consideración otros modelos de integración u otros acuerdos tanto dentro de la región como fuera, que sirven de ejemplos y guías. Se reflejan las diferentes tipos de incitativas de integración identificados en el cuestionario, modelos no operativos, operativos y otros acuerdos.

### **3- INICIATIVAS DE INTEGRACIÓN DE LA REGION**

#### **3.1 identificación de proyectos de integración de mercados en la región.**

##### **3.1.1 Metodología**

El método utilizado en el presente estudio es el análisis de la información proporcionada por los reguladores del mercado de valores de los diferentes países de la región miembros de COSRA /IARC que respondieron al cuestionario circulado.

El cuestionario tiene tres (3) secciones a saber: (i) países sin acuerdos de integración operativos; (ii) países con acuerdos de integración operativos y (iii) países con otros acuerdos. Dentro de estas secciones, se solicitó especificar el tipo de integración que se proponen realizar, entre las cuales están:

- (i) Modelo de integración para operar en una plataforma transaccional única;
- (ii) Modelo de integración que permite que los intermediarios del mercado de una jurisdicción puedan operar en las bolsas de todas las jurisdicciones que son parte del acuerdo;
- (iii) Modelo de integración que permite que al registrar valores en una jurisdicción estos sean cotizados y vendidos en todas las jurisdicciones que son parte del acuerdo y
- (iv) Modelo que ofrece una combinación de todas las anteriores.

##### **3.1.2. Países con Acuerdos de Integración no operativos**

Del estudio realizado fuimos informados de un total de 5 proyectos de integración en la región los cuales a la fecha de éste informe no se encuentran operativos.

1. México y Chile
2. AMERCA: El Salvador, Costa Rica y Panamá
3. Caribbean Exchange Network (CXN): Trinidad & Tobago, Barbados y Jamaica.
4. MERCOSUR: Uruguay, Brasil, Argentina y Paraguay
5. Guyana, Trinidad y Tobago, Bahamas y los países de la Unión monetaria del Caribe Oriental

Cabe destacar que al inicio del presente estudio y al momento en que se circuló el cuestionario, se incluía en éste listado un sexto proyecto de integración conformado por Colombia, Perú y Chile, sin embargo a la fecha este proyecto pasó de un acuerdo no operativo a uno operativo, el cual veremos más adelante.

#### **3.2. Tipos de modelos de integración de los países con Acuerdos no operativos.**

##### **3.2.1. México y Chile**

Este modelo de integración propone únicamente que valores registrados en un país, se comercialicen y coticen en la otra jurisdicción parte del Acuerdo.

México cuenta con acuerdos de reconocimiento con varias jurisdicciones los cuales proporcionan un grado de integración entre mercados y que tienen como objeto que los valores registrados en un país se puedan comercializar dichos valores con el otro país con el que se ha firmado dicho acuerdo. La Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México ha reconocido los registros de valores de Brasil, Canadá, Estados Unidos entre otros para efectos de listado y

operación de valores en el sistema internacional de cotizaciones de la Bolsa Mexicana de valores.

México y Chile se encuentran en conversaciones en el sector privado y con los reguladores a fin de poder lograr este reconocimiento mutuo de valores registrados, sin embargo debido a obstáculos regulatorios no han podido lograr tal reconocimiento.

### **3.2.2. AMERCA: El Salvador, Costa Rica y Panamá**

El Salvador, Costa Rica y Panamá están trabajando en una iniciativa de integración denominada Alianza de Mercados Centroamericanos (AMERCA). Esta iniciativa está siendo impulsada en primera instancia por las Bolsas de Valores de Costa Rica, El Salvador y Panamá y cuenta con el apoyo de los entes reguladores de cada jurisdicción que forma parte del proyecto de integración.

Este modelo es una combinación de los tres tipos de integración mencionados en el cuestionario, es decir: (i) se intenta operar en una plataforma transaccional única; (ii) con intermediarios operando en todas las bolsas de los países miembros del acuerdo y (iii) con valores registrados en un país que se puedan comercializar y cotizar en todos los países miembros del acuerdo.

AMERCA consiste en una alianza con el objeto de que las casas de bolsa de los distintos países puedan operar en cualquiera de las bolsas de valores, siguiendo el modelo nórdico de integración bursátil, el cual ha sido considerado como el más adecuado para emular en la región centroamericana. El modelo contemplado de "membresía remota" (*remote membership*) permitirá que los intermediarios bursátiles de un país tengan acceso directo a los mercados de los otros dos países bajo un sistema común de reglas bursátiles.

En primera instancia y como primera fase del proyecto, se tiene como objeto que los distintos países miembros del acuerdo puedan operar en cualquiera de las Bolsas de Valores a través de la figura del Operador Remoto; siguiendo el modelo de integración de nórdico (Noruega, Suecia, Dinamarca). Los países de la alianza deben tener las mismas reglas para la definición de las actividades permitidas por los miembros remotos.

Se entiende como operador remoto, aquel intermediario extranjero debidamente autorizado en su jurisdicción de origen para llevar a cabo actividades propias del mercado de valores, que desea operar remotamente desde su jurisdicción en los sistemas de negociación transaccional de la Bolsa de Valores ubicada en otro país miembro del acuerdo. Resumidamente los miembros remotos son Puestos de Bolsa (también conocidos como "Casas de Bolsa" o "Casas de Valores" o "Casas Corredores de Bolsa") regulados en un país de la Alianza (el "País de Origen") que registran en otro país de la Alianza (el "país anfitrión") para poder tener acceso al mercado electrónico de la bolsa regulada en el País de Origen.

La idea es que aquel operador remoto extranjero, que ya cuenta con su debida licencia en su jurisdicción de origen pueda estar autorizado en la jurisdicción en donde se encuentra la Bolsa de Valores en cuyo sistema de transacciones desea operar. Desde su jurisdicción y de forma remota podrá colocar órdenes de compra y venta de valores por cuenta propia o por cuenta y solicitud de inversionistas de su país de origen exclusivamente; los valores se liquidarían y compensarían a través de custodios y liquidadores locales. Cabe destacar que en éste proyecto de integración los operadores remotos no podrán ofrecer valores no registrados con el regulador de origen.

Para que las reglas permitan separación de regulación entre los países, se propone las siguientes reglas:

- Un miembro remoto tendrá acceso sólo al mercado primario y al mercado secundario de compra/venta de títulos de oferta pública en las bolsas reguladas de valores, por ventanilla y por calce electrónico. No tendrá acceso a mercados operados en piso o por teléfono.
- Un miembro remoto no puede operar por cuenta de los siguientes:
  - Una persona natural o jurídica quien es residente del País Anfitrión
  - De una empresa con más de 50% de las acciones en manos de residentes del País Anfitrión
  - Una empresa con acciones al portador
  - Un cliente actuando en representación de un tercero quien está bajo una obligación de no revelar la identidad de ese tercero.

Para poder confirmar que los miembros remotos estén cumpliendo con estas reglas, los reguladores deben tener los siguientes controles:

- Las inspecciones regulares de Puestos de Bolsa por los Reguladores de Origen deben incluir un elemento específico para los miembros remotos en el cual revisen la identidad de una selección de los clientes que hacen operaciones en países anfitriones. Los resultados de esas inspecciones, si indican la posibilidad de infracción de las reglas, deben poder ser compartidas con el regulador del país Anfitrión correspondiente.
- Por solicitud de un Regulador Anfitrión, cuando encuentra indicaciones dentro del País Anfitrión de actividad inusual por un miembro remoto y la posibilidad de infracciones de las reglas de actividades permitidas, un Regulador de Origen haría una inspección específica de los detalles de los clientes de esas operaciones.

En relación a la supervisión compartida; la asignación propuesta para compartir la supervisión de los miembros remotos está en la tabla abajo.

La tabla presume que el miembro remoto:

- a) no tiene otras actividades en el País Anfitrión y
- b) no tiene una estructura administrativa en el País Anfitrión.

Área de regulación	Aplicación de Regulación		Notas
	País de Origen	País Anfitrión	
Relaciones con clientes - actuación - información - conducta - revelación de conflictos - administración de carteras - valoración de inversiones	Si	No	
Reglas especiales	Si	No relevante	

Área de regulación	Aplicación de Regulación		Notas
	País de Origen	País Anfitrión	
sobre regulación de grupos financieros			
Costo del regulador	Si	Indirectamente a través del incremento en los cobros de la Bolsa	Para determinar: si hay un cobro tributario en el país anfitrión. Si hay, habrá un costo de regulación en CR basado en ese monto.
Actividad bursátil: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Registro formal (de la misma entidad en los tres países)</li> <li>- Hechos Relevantes como Casa de Bolsa</li> <li>- Conducta en el mercado (abuso y manipulación)</li> <li>- Protecciones contra fallas en entrega o liquidación</li> <li>- Reglas de Negocio (Bolsa)</li> </ul>	Si	Si	
Regulación directa adicional			
Grupo a) <ul style="list-style-type: none"> <li>- Gobierno Corporativo</li> <li>- Administración de Riesgos</li> </ul>	Si	No	
Grupo b) <ul style="list-style-type: none"> <li>- Info financiera / normativa contable</li> </ul>	Si	No, mientras la regulación de Origen contenga elementos mínimos (vea sección C	

Área de regulación	Aplicación de Regulación		Notas
	País de Origen	País Anfitrión	
- Auditores Externos - Requisitos de Capital		"Reglamentación necesaria")	
Lavado de dinero	Si	Meta: No mientras la regulación de Origen contenga elementos mínimos (vea sección C "Reglamentación necesaria")	CR: Problema de aplicación de reglas por Ley y así poca flexibilidad. Grupo de trabajo específico: Directores legales de Bolsa y Sugeval y Dir de Fondos de Sugeval
<b>Otra</b>			
Tributación	Si	Si	En tanto que la ley aplique. Pendiente, trabajo de E&Y sobre aplicación de leyes nacionales de CR, ES, PN sobre miembros remotos.

En seguimiento y cumpliendo con los propósitos de la integración, la Comisión Nacional de Valores de Panamá promulga el Acuerdo 3-2009 del 7 de septiembre de 2009; en este sentido las actividades de los operadores remotos siguen las reglas propuestas, a saber: (i) colocación de ordenes de compra y venta de valores en los sistemas de negociación organizados por las bolsas, actuando por cuenta propia o por cuenta de inversionistas de su país de origen; (ii) esquema especial de requisitos en función del tipo de actividad que desarrollan; (iii) liquidación y compensación a cargo de custodio y liquidador local; (iv) los operadores remotos solo pueden comprar o vender valores registrados en el extranjero por solicitud de clientes de su país de origen; y (v) los operadores remotos no pueden hacer oferta pública de valores no registrados con el regulador.

Después que el operador remoto o el intermediario extranjero quede autorizado por el regulador de la jurisdicción en la cual desea operar, éste firmaría un contrato de operación con la bolsa de valores en cuyo sistema transaccional desee negociar remotamente. En dicho contrato se establecen las obligaciones del operador, entre las cuales esta la obligación de presentar la información que le sea solicitada relacionada con las transacciones que realice, a su vez el operador remoto autorizaría y facultaría a la bolsa a entregar dicha información tanto al regulador de origen como al regulador extranjero. A través de este mecanismo de contrato privado se subsana en gran medida el tema de supervisión conjunta, ya que el operador que desee participar quedaría obligado a proporcionar la información que le sea requerida al autorregulador y éste a su vez queda obligado a proporcionar dicha información al regulador.



La Superintendencia General del Valores de Costa Rica y la Superintendencia de Valores de El Salvador, por obstáculos regulatorios en donde su ley marco del mercado de valores no contempla la figura del operador remoto, se han visto imposibilitados en incorporar la figura a su legislación.

### **3.2.3. Trinidad & Tobago, Barbados y Jamaica. Iniciativa conocida como Caribbean Exchange Network (CXN).**

Según la información proporcionada, ésta iniciativa de integración es conocida como el Acuerdo de Caribbean Exchange Network (CXN) y propone una combinación de tipos de integración, es decir tiene como objetivo (i) realizar transacciones en valores en plataforma única; (ii) de intermediarios operando en todas las bolsas de los países del acuerdo y (iii) con valores registrados en un país, se comercializan y cotizan en todos los países del acuerdo. Vemos que éste modelo propone los mismos tipos que el modelo de AMERCA.

Esta iniciativa se encuentra en la etapa de conversaciones con los reguladores quienes consultaron con las bolsas sobre los documentos consecutivos del proyecto de integración, los reguladores aprobaron la documentación presentada. Los reguladores también informaron a las bolsas y depósitos que podrán proceder con la puesta en marcha y desarrollo de la iniciativa.

Para noviembre del 2010 los países miembros de esta iniciativa no han firmado aun el acuerdo, ya que la Bolsa de Trinidad & Tobago presentó una estructura alternativa al modelo propuesto; sin embargo Barbados y Jamaica están listos para firmar dicho acuerdo.

A la fecha los países miembros de CXN no están en capacidad de presentar las particularidades, términos y condiciones del Acuerdo, toda vez que se encuentran todavía revisando algunas cláusulas. En el próximo capítulo veremos algunos obstáculos encontrados.

### **3.2.4. MERCOSUR: Uruguay, Brasil, Argentina y Paraguay**

La iniciativa de MERCOSUR agrupa los países de Brasil, Uruguay, Argentina y Paraguay.

El objetivo de ésta iniciativa de integración es que los valores registrados en un país, se puedan comercializar y cotizar en todos los países del acuerdo.

El acuerdo de integración plantea que las bolsas de cada país administrarían su plataforma tecnológica, no pretende operar a través de una plataforma única. Sin embargo, existiría una plataforma integradora de posiciones y órdenes. En principio solo se plantea para mercados secundarios de renta variable.

### **3.2.5. Guyana, trinidad Y Tobago, Bahamas y los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (UMCO)**

En la encuesta circulada, Guyana informó sobre un proyecto o iniciativa de integración entre los países de Guyana, Jamaica, Trinidad & Tobago, Bahamas y los países de Unión Monetaria del Caribe Oriental – UMCO, en este caso sería para permitir que intermediarios

puedan operar en las plataformas de las bolsas de todas las jurisdicciones que son parte del acuerdo. Se encuentra sin iniciar pero se han tenido conversaciones con los reguladores.

Los países de la UMCO son Anguila, San Vicente, Granaditas, Antigua, Barbuda, Saint Kitts y Nevis, Granada, Santa Lucía, Dominica, Montserrat

### **3.3. Estado y Obstáculos encontrados en los diferentes Acuerdos de Integración no operativos**

#### **3.3.1. México y Chile**

No han podido iniciar con el reconocimiento de los valores registrados en un país puedan ser negociados en la otra jurisdicción parte del acuerdo debido a obstáculos regulatorios encontrados los cuales son principalmente los relacionados al intercambio de información y por regulación y supervisión del operador remoto.

Lo anterior debido a que la autoridad homologa del exterior no cumple con los estándares internacionales de cooperación e intercambio de información MMOU de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV - IOSCO), ya que dicha información esta protegida por disposiciones bancarias. Cabe mencionar que México es firmante del MMOU de IOSCO pero la otra autoridad homóloga no lo es.

Para poder lograr exitosamente el reconocimiento se requiere primero superar los obstáculos mencionados.

A la fecha Chile se encuentra realizando las labores necesarias para lograr ser signatarios del MMOU de IOSCO. Todo parece indicar que una vez obtenida dicha meta, se pudieran reanudar las conversaciones entre entes privados y reguladores. Por el momento se encuentra parado.

#### **3.3.2. AMERCA: Costa Rica, El Salvador y Panamá**

A la fecha ésta iniciativa de integración continua en la etapa de conversaciones con el sector privado de igual forma con los reguladores.

Panamá, ha conseguido vía interpretación de la legislación vigente, aprobar la figura del Operador Remoto. Por medio del Acuerdo 3 – 2009 del 3 de septiembre de 2009 *"Por el cual se reglamentan las jurisdicciones reconocidas para casas de valores extranjeras y criterios y requisitos para el otorgamiento de licencias a casas de valores extranjeras de jurisdicciones reconocidas que deseen operar en sistemas de negociación remota de las Organizaciones Autorreguladas de la República de Panamá"* Que el acceso de casas de valores extranjeras de jurisdicciones reconocidas que deseen operar remotamente sistema de negociación remota de las Organizaciones Autorreguladas de la República de Panamá, repercute principalmente en mayor liquidez del mercado. Al permitir converger en una misma bolsa de valores la participación de intermediarios extranjeros, se permite que mercados que cuentan con mayor cantidad de inversionistas potenciales, puedan acceder de manera remota en el mercado panameño. Lo que trae como consecuencia un mayor apetito de posibles emisores que al ver la posibilidad de vender sus productos a más inversionistas deseen registrar sus valores en la República de Panamá Lo anterior permite dar un primer paso a la apertura de un mercado de valores regional más amplio y profundo, ya que existiría mayor demanda y atracción de inversionistas y mayores opciones de inversión, es decir diversificación de las carteras de los inversionistas y productos de otras jurisdicciones.

En el caso de El Salvador ya ha sido acordada entre la Bolsa de Valores y Superval , que se realizará la aprobación vía reforma a la Ley del Mercado de Valores y Costa Rica se encuentra en igual situación, por lo que, el estatus se resume en que las bolsas de ambos países están a la espera de que la figura sea aprobada por El Salvador y Costa Rica.

Los obstáculos regulatorios encontrados por los tres países principalmente han sido por intercambio de información, por regulación y supervisión del operador remoto, por supervisión del operador de la plataforma transaccional, por la supervisión de los intermediarios en forma consolidada y por condiciones de registro de valores en los distintos países.

La falta de regulación o la adecuación de la legislación que se requiere para permitir autorizar a operadores remotos a negociar valores en la plataforma de negociación local; ha sido un obstáculo que ha dilatado mucho la integración. Hasta que no se corrija la falta de facultades legales no se podrá proceder exitosamente con la integración. Costa Rica adicional a las limitaciones antes dichas, presenta limitaciones tales como escasez de recursos por parte de los entes reguladores, para poder impulsar iniciativas que permitan contar con estándares reguladores y de supervisión comunes, que permitan la generación de una plataforma robusta de negociación entre los países participantes.

Es importante mencionar en el presente estudio que el pasado 22 de noviembre de 2010, los reguladores de Costa Rica, Panamá y el Salvador firmaron convenio de Cooperación Técnica no reembolsable con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para el desarrollo de la consultoría "*Estrategia de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericano*" ;

Las diferentes entidades reguladoras de la región han estado trabajando de manera conjunta en la elaboración de soluciones a los desafíos que plantea la integración bursátil. En efecto, a partir de la creación de la asociación de bolsas de valores de la región (BOLCEN) hace más de 20 años, los reguladores vieron la necesidad de un enfoque conjunto de control y supervisión de la actividad bursátil. A partir del año 2000 se realizaron diversos esfuerzos entre los tres mercados para uniformar requisitos en materia de oferta pública de valores y se han establecido convenios bilaterales de entendimiento. Sin embargo, estos convenios han sido de cooperación y asistencia técnica y no incorporan el intercambio de información no pública, la cual es vital para el seguimiento de investigaciones en operaciones transfronterizas.

La limitante en los acuerdos de cooperación bilaterales mencionados, así como los enfoques novedosos de acceso a los mercados que presentan las nuevas iniciativas de integración como AMERCA, plantean nuevos retos a las entidades regulatorias y supervisoras nacionales, así como la necesidad de acelerar el proceso de convergencia regulatoria, generándose la obligación de profundizar los esfuerzos de armonización de estándares de regulación y supervisión basadas en las mejores prácticas internacionales.

En efecto, los nuevos enfoques de integración bursátil imponen sobre las entidades regulatorias y de supervisión, la necesidad de actuar en torno a **tres ejes de acción**: 1) la oferta pública de valores; 2) la negociación, compensación y liquidación de valores; y 3) la actuación de los operadores bursátiles, incluyendo las casas de bolsa y bolsas de valores.

El objetivo principal del proyecto del BID es contribuir a la integración económica y financiera de la región centroamericana y a la competitividad de su aparato productivo mediante el establecimiento de un mercado regional de valores integrado, eficiente y transparente. El objetivo del proyecto es producir una estrategia regional de regulación y supervisión de los

operadores bursátiles de los mercados de valores en Costa Rica, El Salvador y Panamá, que facilite la integración y profundización del mercado bursátil regional.

Esta estrategia permitirá que los mercados avancen hacia sistemas más desarrollados, eficientes y transparentes y que a la vez protejan de manera adecuada al inversionista, mejorando la infraestructura del mercado de valores. Un mercado con estas características permitiría canalizar las inversiones nacionales y extranjeras hacia proyectos productivos, contribuyendo así al desarrollo económico y social en los tres países participantes. Lo reducido de los mercados nacionales dificulta la liquidez y eficiencia necesarias. La integración de los mercados promoverá la liquidez de los valores y las economías de escala; asimismo, contribuirá al proceso de coordinación y cooperación entre entidades reguladoras y supervisoras de los países, logrando con ello una mejor consecución de sus objetivos de supervisión y vigilancia.

El proyecto auspiciado por el BID está dividido en tres componentes que especifican las fases en las cuales se realizará el proyecto.

**Componente I:** Diagnósticos Nacionales sobre el estado de la Regulación y Supervisión Bursátil.

**Componente II:** Identificación de las Mejores Prácticas Internacionales y Definición de Estándares Regionales Comunes de Referencia para la Regulación y Supervisión Bursátil.

**Componente III:** Establecimiento de Planes de Acción Nacionales.

La consultoría se encuentre en el desarrollo del componente I sobre diagnósticos y ya los tres países han recibido la visita de consultores enfocados en los tres ejes de acción, oferta pública, negociación, compensación y liquidación de valores y la actuación de los operadores bursátiles.

A parte de los avances en el desarrollo de la mencionada consultoría, las bolsas y los reguladores no han avanzado en el tema de AMERCA.

### **3.3.3. Trinidad & Tobago, Barbados y Jamaica. Iniciativa conocida como Caribbean Exchange Network (CXN).**

Esta iniciativa aún no ha iniciado, se encuentran revisando acuerdos para facilitar la negociación electrónica, liquidación y transferencia de titularidad desmaterializada entre los países interesados en el proyecto, en conversaciones con el sector privado y conversaciones con los reguladores. Es una iniciativa de integración de mercados que es primeramente producto del interés de las bolsas y depósitos regionales.

Algunos obstáculos regulatorios encontrados dentro del grupo han sido por regulación en lo relativo a intercambio de información; supervisión del operador remoto, supervisión del operador de la plataforma transaccional, supervisión de los intermediarios en forma consolidada y por condiciones de registro de valores en los distintos países.

Para Trinidad y Tobago un obstáculo crítico ha sido la propuesta de la plataforma de bolsas; debido a que se trata de un negocio para las Bolsas, la forma o estructura esta ligada a los beneficios financieros derivados de dicha estructura. Este tipo de acuerdo es necesario donde la ley no esta armonizada en las jurisdicciones y por lo tanto hay limitaciones en lo relativo a registro de intermediarios, monitoreo, vigilancia y ejecución a través de las fronteras. .

Recientemente para efectos del presente trabajo Trinidad y Tobago que en el presente, el proceso esta cerca de completarse, sin embargo a la fecha los países no pueden proporcionar los términos y condiciones del acuerdo toda vez que todavía faltan ciertas cláusulas por ser

incluidas o modificadas, por tanto las bolsas y los depósitos no han firmado el acuerdo. Una vez al acuerdo sea suscrito por los participantes, estarán en posición de proporcionar las particularidades del acuerdo.

No obstante lo anterior, el acuerdo de CXN puede ser visto como una Alianza estratégica entre las bolsas y los depósitos que permite que cualquier corredor de bolsa elegible pueda realizar negocios en cualquier parte del territorio de los países del caribe involucrados para acceder a la plataforma de negociación de las respectivas bolsas y depósitos con el objeto de negociar en valores en nombre de cualquier residente o inversionista de la jurisdicción del corredor. Jurisdicción local y original en donde dicho intermediario ha sido autorizados para establecer y llevar a cabo sus negocios.

Debido a las restricciones legales entre jurisdicciones, las leyes de valores y las reglas de las bolsas de valores de cada una de las jurisdicciones, las cuales deben ser mantenidas, eso es corredores o casas de bolsa, que desean participar en el acuerdo CXN se requiere que sean registradas con el regulador respectivo y obtener la licencia de casa de bolsa. es importante mencionar que los reguladores esperan contar con un grado de confianza en la otra jurisdicción en lo concerniente con los procedimientos de "idóneo y solvente" (*fit and proper*) para que sea mas eficiente y simple el proceso de registro de dicho corredor o casa de bolsa.

Cabe destacar que prontamente, en el presente año, se llevara a cabo una reunión con las bolsas con el objeto de discutir cualquier preocupación o duda relevante que tengan los reguladores.

#### **3.3.4. Guyana, Trinidad & Tobago, Bahamas y Países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.**

Su mayor obstáculo es aquel relacionado a la regulación y supervisión del operador remoto y por la supervisión de los intermediarios del mercado en forma consolidada. Supervisión del operador de la plataforma transaccional.

Cabe destacar que parte de los problemas radican en el hecho de que la mayoría de los países miembros de ésta iniciativa no han tenido evaluación alguna del cumplimiento de los principios de IOSCO, algunos no pertenecen a este organismo internacional, lo que hace mucho más difícil la estandarización y homologación de normativa y principios aceptados en relación al mercado de valore

#### **3.3.5. MERCOSUR: Uruguay, Brasil, Argentina y Paraguay**

Esta iniciativa de integración no ha iniciado a la fecha y se reporta que aún están llevando a cabo conversaciones con el sector privado y sector publico regulador.

Una razón importante en la demora para el inicio del proyecto ha sido básicamente por razones técnicas de interconexión, es decir que todos los países integrantes estén en condiciones técnicas y legales que permitan conectarse simultáneamente.

Por ejemplo en Argentina hay varios mercados y bolsas, por lo que primero debería implementarse la interconexión entre los mercados locales, a nivel país, a fin de que puedan entonces estar en condiciones de conectarse con el resto de los países. Esa primera etapa todavía no se ha concretado, las entidades tienen que informar el próximo mes de julio de 2011 cuándo estarán en condiciones técnicas de poder realizar la conexión a nivel país.

En materia de registro de valores para la propuesta de MERCOSUR, se desea que un valor que se registre en una plaza pueda comercializarse en los otros países o plazas.

Todavía se está a la espera de que Argentina esté en capacidad de firmar el MMOU de IOSCO y por otro lado que Paraguay, el cual no es miembro de IOSCO, realice algunos cambios regulatorios a su legislación que permitan intercambiar información.

En general, algunos obstáculos regulatorios encontrados por este grupo han sido la falta de intercambio de información, las condiciones de registro de valores en los distintos países y el uso de estándares o reglas de contabilidad. Desde el punto de vista internacional, se toma en consideración como prioridad el tema de la convergencia contable.

Dentro de las limitaciones las reglas de contabilidad son la revelación del control accionario, los beneficiarios únicos en algunas jurisdicciones, la adopción de un solo lenguaje contable de armonización de las tasas. (IFRS)

#### **4. Países con modelos de integración operativos.**

##### **México**

Del estudio realizado fuimos informados de modelos de integración operativos llevados a cabo por México el cual básicamente permite que los valores registrados en un país puedan ser comercializados en los otros países con los cuales se firmó un Acuerdo de Reconocimiento. Dentro de la región, México cuenta con este tipo de acuerdo de reconocimientos operativos con Brasil, Canadá y Estados Unidos de América.

Acuerdos de reconocimientos de México con países fuera de la región: Australia, España, Italia, Suiza, Londres, Estocolmo, Tokio, Alemania y Hong Kong,

##### **MILA: Colombia, Perú y Chile**

Otro proyecto de integración operativo es el denominado MILA que agrupa las jurisdicciones de Colombia, Chile y Perú, el cual al inicio del estudio se había contemplado como un proyecto de iniciativa de integración no operativo; el cual se encontraba en fase de estudio para determinar el tipo de modelo; a la fecha ya han iniciado operaciones el pasado 30 de mayo de 2011, por tanto se ha incluido en el presente capítulo.

#### **4.1. TIPOS DE MODELO DE INTEGRACION OPERATIVOS.**

Para los propósitos específicos del presente grupo de trabajo, la región cuenta con acuerdos de integración operativos a saber:

**4.1.1. México** cuenta con acuerdos de reconocimiento para que los valores registrados en un país se puedan comercializar en todos los países con los cuales se firmó dicho acuerdo de reconocimiento.

La Ley del Mercado de Valores en su Título IX, Capítulo IV, sienta las bases para los mercados internacionales en el que señala que las bolsas de valores pueden establecer un listado especial de valores que se denomina Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), en el cual las negociaciones podrán realizarse directamente por casas de bolsa y por instituciones de crédito.

En el SIC podrán listarse valores extranjeros que satisfagan los requisitos siguientes: i) que no estén inscritos en el Registro Nacional de Valores; ii) que los emisores o el mercado de origen de los títulos reciban, de acuerdo a sus características, los reconocimientos que señale la Comisión mediante disposiciones de carácter general; iii) que satisfagan los requisitos establecidos en el reglamento interior de la bolsa de valores respectiva.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (CNBV) ha reconocido los registros de valores de Brasil, Canadá y Estados Unidos; para efectos de listado y operación de valores en el Sistema internacional de Cotizaciones (SIC) de la Bolsa Mexicana de Valores, el cual tiene dos opciones.

Se consideran reconocidos por la CNBV, sin el requisito de solicitud previa, las bolsas de valores, en sus segmentos accionarios, que operen en los países que formen parte del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y cuyas autoridades las consideren como mercado principal. A la fecha en que se respondió el cuestionario, las Bolsas de la región reconocidas por esta opción, son las de Estados Unidos de América y Canadá.

Para los países que no son miembros de Comité Técnico de IOSCO, se debe solicitar el reconocimiento a la CNBV. A la fecha en que se respondió el cuestionario, la CNBV ha otorgado el reconocimiento a la bolsa de Sao Paulo (BOVESPA), mismo que ya está operando. Posteriormente, la CNBV entró en un proceso para otorgar el reconocimiento a otra bolsa de la región para operar en el SIC (Bolsa de Comercio de Santiago).

Por otra parte, no se tiene un modelo de acuerdo firmado, pero en todo caso se siguen los estándares del MMOU de IOSCO, así como por el hecho de que las bolsas de valores de que se trate operen en los países que formen parte del Comité Técnico de IOSCO.

En este mismo orden de ideas, la CNBV ha reconocido a Bolsas fuera de la región a saber: (i) Australian Stock Exchange, (ii) Bolsa de Madrid, (iii) Euronext, Borsa Italiana, (iv) Swiss Exchange, (v) London Stock Exchange, (vi) Tokyo Stock Exchange, (vii) Stockholmsbörsen, (viii) Deutsche Börse AG, (ix) Hong Kong Stock Exchange

La CNBV emitió las Disposiciones aplicables al Sistema Internacional de Cotizaciones en las que considera, entre otros, los aspectos siguientes:

1. La **participación directa de las casas de bolsa** y de las **instituciones de crédito** en los procedimientos para el listado de los valores y, en su caso, los que pudieran corresponder a las emisoras para que sus valores se listen en el sistema internacional de cotizaciones;
2. La **obligación de que se divulgue al público inversionista, con igual oportunidad, la misma información que** el emisor de los títulos proporcione **en los mercados de origen**;

3. La **celebración de convenios entre bolsas de valores** que aseguren la divulgación de la información en las condiciones citadas;
4. La **suscripción de acuerdos de asistencia e intercambio de información entre autoridades reguladoras**, así como los usos y prácticas internacionales que sean compatibles con las disposiciones legales del país.

Respecto al tema de los **reconocimientos**, las Disposiciones aplicables al Sistema Internacional de Cotizaciones establecen dos tipos de reconocimiento:

- El **reconocimiento directo**:
  - a. **Valores emitidos en los Estados Unidos Mexicanos**, cuya oferta pública en el extranjero haya sido notificada a la Comisión, siempre que dichos valores no se encuentren inscritos en el Registro
  - b. **Valores emitidos por los bancos centrales de países miembros del Comité Técnico** de la Organización Internacional de Comisiones de Valores o de la **Unión Europea**.
  - c. **Valores inscritos, autorizados o regulados** para su venta al público en general por los miembros del **Comité Técnico** de la Organización Internacional de Comisiones de Valores o que formen parte de la **Unión Europea**.
- El **reconocimiento patrocinado**: Las **bolsas de valores** por sí o a petición de entidades financieras patrocinadoras **podrán promover ante la Comisión, el reconocimiento de mercados de valores del exterior de países o emisores extranjeros no comprendidos en el Artículo 2** de dichas disposiciones para efectos del listado y operación de los valores relativos a éstos en el sistema internacional de cotizaciones.
- La Comisión otorgará el reconocimiento a los mercados de valores del exterior, siempre que se cumplan los requisitos siguientes:
  - a. Que los emisores estén **sujetos a la supervisión y vigilancia** de una autoridad o de una entidad autorregulatoria y asimismo, cuenten con un **régimen legal** que incluya disposiciones para proteger los intereses de los inversionistas, asegurar el orden y transparencia de las operaciones que en ellos se realicen, prevenir y **sancionar** el uso indebido de información privilegiada, manipulación de mercado, así como para evitar conflictos de interés.
  - b. Que el **régimen jurídico**, cuente con normas que establezcan la **obligación de revelar** en forma periódica, suficiente y oportuna información relativa a la situación financiera, económica, contable, jurídica y administrativa de dichos emisores, incluyendo aquella dictaminada, por lo menos 1 vez al año, por auditor externo independiente, así como la relacionada con la oferta de valores y, en general, con los hechos y actos capaces de influir en las decisiones de los inversionistas y siempre que los mercados cuenten con mecanismos que



permitan la divulgación al público de dicha información en forma accesible, expedita y continua.

#### **4.1.2. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Perú, Colombia y Chile**

En relación a la iniciativa de integración de Colombia, Perú y Chile, el 8 de septiembre de 2009 firmaron un Acuerdo de Intención entre las Bolsas y Depósitos de los tres países miembros y para el 28 de octubre de 2009 firmaron un Memorando de Entendimiento suscrito entre los reguladores Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile y la Comisión Nacional de Supervisoras de Empresas y Valores, a fin de apoyar el referido proyecto. Para el 8 de junio de 2010 se firmaron entre las Bolsas Valores de Lima, la Bolsa de Valores de Colombia y Bolsa de Valores de Santiago conjuntamente con los depósitos Registro Central de Valores y Liquidaciones del Perú (CAVALI); Deposito Central de Valores, S.A. de Santiago de Chile (DCV) y el Deposito Centralizado de Valores de Colombia (DECEVAL) Acuerdo de implementación de la Fase 1 del proyecto.

A pesar de que en inicio se estudió la idea de una plataforma transaccional única, posteriormente se plantea un proyecto de integración bajo la premisa de operar con plataformas tecnológicas independientes. Este proyecto de integración en principio ha sido propuesto en su primera fase como un **modelo de enrutamiento intermediado** con ingreso directo del intermediario extranjero al libro de negociación bajo responsabilidad del intermediario local y reconocimiento de valores listados en el mercado local a fin de ofertarlos en los otros países del mercado integrado. El mismo comprenderá inicialmente el enrutamiento intermediario, que implica que los inversionistas locales realizarán operaciones de compra venta de valores en las bolsas de los otros países a través de los canales que establezca su intermediario local con intermediarios de esos países. El proyecto de integración contempla una segunda fase que implica el acceso directo de intermediarios a las Bolsas de los otros países. De igual forma se ofertaran en todos los países pero se cotizaran en la bolsa local, esto es cada bolsa administra su propio mercado, inclusive las reglas de negociación y la información de operaciones realizadas, entre ella la referente a cotizaciones.

En el marco del Memorando de Entendimiento, a la fecha se han realizado varias mesas de trabajo en las que han participado los Reguladores, Bolsas y Centrales de Depósito de los 3 países. En adición, en cada país se realizan reuniones periódicas entre el regulador y la Bolsa y Depósito respectivos, con el fin de coordinar las actividades necesarias para concretizar el proyecto. En el marco del Acuerdo de Intención de las entidades privadas (Bolsas y Depósitos), así como el Memorando de Entendimiento entre Reguladores se coordinó, entre otros aspectos, la definición del modelo de integración. A su vez los reguladores vienen coordinando criterios entre ellos con la finalidad de determinar las condiciones o requerimientos mínimos que tendría que cumplir el modelo de integración.

Este proyecto de integración se ha denominado Mercado Integrado Latinoamericano - MILA y cuenta con el siguiente sitio Web <http://www.mercadointegrado.com/> en dicha página Web se puede recoger información sobre el tipo de integración que se proponen realizar y los avances del proyecto.

En la actualidad el proyecto MILA inició operaciones de la integración de los mercados accionarios de Colombia, Chile y Perú el pasado 30 de mayo de 2011. La cual involucra el inicio del desarrollo de la fase 1 mediante la integración a través de enrutamiento intermediado con valor agregado. El cual a través de un sistema o modelo automatizado de enrutamiento se puede dirigir las órdenes a las diferentes bolsas parte de la alianza. Todos los afiliados pueden

acceder a la plataforma, para poder negociar como si lo estuviesen haciendo en sus respectivos mercados locales.

La Fase 2 del proyecto de integración sería a través del acceso directo de intermediarios y estandarización de reglas de negociación y definición de un modelo de compensación y liquidación transfronterizo.

El modelo de integración opera de la siguiente manera:

- Conlleva un acceso a mercados extranjeros desde el mercado local, a través de un modelo automatizado de enrutamiento intermediado.
- Cada Bolsa administra su propio mercado
- La negociación se realiza bajo reglas del mercado donde estén listados los valores
- El mercado integrado considerará las operaciones al contado de renta variable
- Las operaciones se liquidan en moneda local
- Los intermediarios locales administrarán los riesgos de dichas operaciones
- Para la compensación y liquidación existe un Acuerdo Marco entre bolsas y centrales del mercado integrado.
- Custodia 100% local
- Apertura recíproca de cuentas entre depósitos, transparente para los usuarios
- Se administran cuentas en depósitos según reglas donde estén listados los valores.
- Entre los reguladores existen Acuerdos para la supervisión y control
- Disponibilidad plena de la información para los supervisores e inversionistas.
- Elegible a todo tipo de inversionistas
- Tratamiento de inversión extranjera que facilite el flujo de capitales entre los mercados
- Las bolsas permitirán el acceso a la información de los mercados a través de sus páginas Web.
- El acceso de un intermediario extranjero requiere la suscripción de acuerdos de servicios con intermediarios locales.
- Administración de riesgos y cupos entre intermediarios de los diferentes países.
- Reconocimiento de valores / emisores extranjeros (mercado integrado) para oferta pública en los tres mercados
- Estos valores se podrán distribuir a los clientes ampliando la oferta de productos.

La primera fase del modelo inicia después de lograr exitosamente varios ciclos de pruebas funcionales integrales que realizaron las bolsas y los depósitos de valores de los tres países, los cuales cumplieron con todos los requerimientos tecnológicos y operativos exigidos por el mercado.

## **4.2. Estado y obstáculos encontrados en los diferentes proyectos de integración operativos.**

### **4.2.1. México**

El Mercado Global Bolsa Mexicana es un mecanismo diseñado para listar y operar, en el ámbito de la Bolsa Mexicana de Valores, bajo el esquema regulatorio y operativo del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), valores que no fueron objeto de oferta pública en México, que no se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores, y

que se encuentran listados en mercados de valores extranjeros que han sido reconocidos por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) (Mercados Extranjeros Reconocidos) o cuyos emisores hayan recibido el reconocimiento correspondiente por parte de la citada Comisión (Emisores Extranjeros Reconocidos).

El SIC (Sistema Internacional de Cotizaciones) de la Bolsa Mexicana de Valores se encuentra referenciado únicamente para el mercado accionario. A diferencia del mercado accionario, en el caso del mercado de derivados se necesita negociar un acuerdo para poder avanzar en algún tipo de reconocimiento o integración. En este sentido, para la parte referente a derivados (donde no opera el SIC), cuentan con un acuerdo firmado, en concreto con el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) para la operación de pantallas de información en tiempo real sobre cotizaciones y condiciones del mercado.

Actualmente, la operación de dichas pantallas solamente se tiene en México (sólo las tenemos nosotros en nuestra jurisdicción pero en el CME no cuentan con pantallas referidas al mercado nacional). No obstante, se tiene como proyecto que en una segunda fase también se tengan pantallas de México en Chicago (CME). En el sentido de lo mencionado en el punto inmediato anterior, se está buscando que paulatinamente se pueda dar la integración entre la operación de dichas pantallas y la operación/negociación de títulos (la presencia de pantallas solamente brinda información pero por sí mismas no permiten operar), lo que permitiría una mayor integración de mercados. El texto del acuerdo actual con el CME no es público.

Obstáculos experimentados en la implementación de estos acuerdos: uno de los obstáculos ha sido el proporcionar información de eventos relevantes con la oportunidad debida en el mercado mexicano, en el mismo tiempo que se está dando en el mercado origen.

Por otro lado, se ha dado el caso de algunos mercados que han iniciado el proceso de reconocimiento, pero dadas las salvedades e incertidumbre que se ha presentado para efectivamente comprobar que su marco legal permite compartir información con otros reguladores, no ha sido posible concluir el proceso y por ende, los valores no han podido ser incorporados a la negociación del SIC.

El principal beneficio es que los inversionistas cuentan con un abanico mayor de opciones para su inversión, así como las facilidades regulatorias que se obtienen del reconocimiento directo y/o patrocinio.

Asimismo se contribuye a la internacionalización del mercado de valores mexicano al ser una alternativa adecuada y eficiente para la negociación de valores extranjeros en México, traduciéndose en los siguientes beneficios para el propio mercado:

- Incremento de la eficiencia del mercado de valores
- Oferta de nuevos productos para el mercado accionario
- Fomento de la base doméstica de inversionistas.
- Creación de nuevas alternativas de negocio para los intermediarios.
  - Sociedades de Inversión
  - Arbitrajes
  - Oferta de valores extranjeros a inversionistas calificados.
- Diversificación de portafolios.
- Tratamiento fiscal similar a emisoras domésticas.

- Centralización de custodia de valores en operaciones transfronterizas

#### **4.2.2. MILA: Colombia, Chile y Perú.**

En el inicio del estudio manifestaron como obstáculos los relacionados a regulación y supervisión del intermediario extranjero ya que falta definir los mecanismos de supervisión; además cada Bolsa administrará su propio mercado, lo que en gran parte definirá el alcance de la supervisión de cada regulador. Cabe mencionar que en la primera fase los intermediarios estarán sujetos a la supervisión del regulador que los autorizó como tales.

En cuanto a las limitaciones, de acuerdo a la legislación vigente en cada país y a las facultades con que cuenta cada regulador se presentaron temas relevantes y críticos que se buscaron solucionar con modificaciones pequeñas es decir a nivel de regulación y no modificaciones que tuvieran que aprobarse en congreso.

En el caso de Perú los factores relevantes principalmente se refieren a: encontrar una fórmula que satisfaga el requerimiento legal que establece que el representante del intermediario peruano que acceda al libro de negociación cuente con autorización del regulador peruano, sin perjuicio de homologar previamente el cumplimiento de requisitos exigidos al representante (persona natural), se ha requerido que la cuenta del depósito extranjero en la depositaria de valores local registre al beneficiario final como un requisito mínimo que exigen los reguladores, lo cual es opuesto a la propuesta de modelo presentado por el sector privado (Cuenta Global), definir el mecanismo de acceso de los valores para poder ofertarse en el mercado local, ya sea a través de una inscripción en el registro público de valores o la excepción a dicho registro. Asimismo, están pendientes definir los mecanismos para asegurar que la información relevante de los emisores se encuentre disponible para los inversionistas del mercado integrado. Falta establecer los mecanismos de supervisión consolidada y definir una serie de aspectos operativos.

Colombia en principio considera que el intercambio de información entre las autoridades supervisoras del mercado de valores es altamente viable, máxime si se tiene en cuenta que a más tardar en el 2013 todos los miembros de IOSCO deben ser signatarios del MMOU, lo cual facilitará la colaboración e intercambio de información. Para el caso colombiano, el modelo de integración debe tener como premisa en materia de regulación que el operador que participa en el mercado integrado está obligado a cumplir los requisitos propios de su mercado de origen. En relación con la supervisión, el modelo de integración plantea que cada una de las autoridades de supervisión del mercado de valores mantendrá la competencia sobre la bolsa, los intermediarios y los emisores del respectivo país. No obstante los mecanismos para ejercer acciones de supervisión coordinadas entre los diferentes reguladores, de manera particular la supervisión de los intermediarios de valores no se realizará en forma consolidada, dadas las consideraciones expuestas. En cuanto a las condiciones de registro de valores en los distintos países del acuerdo será evaluado por cada uno de los países para establecer la necesidad de expedir una reglamentación en cada jurisdicción para tales efectos. Chile informa que los acuerdos están en su etapa inicial, por lo tanto no se han detectado todos los problemas, y aquellos que se han encontrado, se les está buscando solución. Estos tienen principalmente que ver con las transacciones que se realizarán.

Por su parte para Chile el problema más importante tenía relación con que una vez inscritos en Chile los valores inscritos previamente en algún otro país integrante del acuerdo, éstos se pueden transar en el país (Chile) libremente, lo que atenta contra el principio contenido en el acuerdo suscrito por las Bolsas de Colombia, Chile y Perú, ya que éste establecía que los

valores se transarían únicamente en el país de origen. Lo que se hizo para subsanar este problema fue que se inscribieran los títulos sólo para ser transados en el MILA, a través de la interpretación administrativa de una normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), específicamente la Norma de Carácter General N° 217, que contiene los requisitos de inscripción y la Norma de Carácter General N° 240 que regula los requisitos que debe cumplir la Bolsa de comercio patrocinadora de la inscripción para los efectos de la transacción de los valores inscritos.

Para el caso particular de este proyecto de integración, Colombia señala que es necesario unificar estándares en las siguientes materias: Barreras de acceso al mercado de valores por parte de los intermediarios de valores y proveedores de infraestructura, régimen cambiario, aspectos tributarios, normas de transparencia e integridad del mercado de valores, normas de protección de inversionistas y suministro de información al mercado y estándares de autorregulación del mercado de valores.

MILA logró implementar el modelo, ya que del análisis de los obstáculos mencionados anteriormente planteados por cada jurisdicción miembro del acuerdo, se consideró a fin de lograr la implementación de la primera fase hacerlo sencillo, es decir, buscar la alternativa de no tener que hacer grandes cambios regulatorios y modificaciones, es decir que los ajustes impacten lo menos posible frente a los resultados que se pretenden obtener.

Tanto las bolsas, como los depósitos y los reguladores estuvieron juntos en la definición de la estrategia la cual fue "hacerlo sencillo y hacerlo una realidad".

Se logró convencer a los reguladores de la necesidad y beneficios asociados a la obtención de masa crítica; se identificaron los cambios regulatorios, los cuales fueron a nivel de reglamentación y expresaron no involucrarse con temas más complejos y difícil de superar como son: Temas tributarios, temas cambiarios, temas de pagos, tema de inscripción de emisores en las demás jurisdicciones, ni tampoco en temas de autorización de intermediarios, es decir a fin de hacer de MILA una realidad no se debe cambiar el régimen legal de los mercados de valores de cada jurisdicción y morir en el intento.

Entonces la pregunta clave fue: ¿como vamos a lograr dar acceso a inversionistas locales a negociar en los valores de los otros países? La respuesta fue, a través de un modelo de enrutamiento intermediado, el cual es un sistema tecnológico alternativo para *linkear* y levantar órdenes. El intermediario o casa de bolsa solicita a la bolsa local de su país determinada transacción en valores de otra jurisdicción; es la bolsa local la cual en el sistema de enrutamiento intermediado coloca la orden en el "MILA Trader", la recibe la bolsa extranjera y ésta la ejecuta, siempre y cuando la orden cumpla con las condiciones preestablecidas.

Los intermediarios que deseen ofrecer a sus clientes productos de otra jurisdicción parte del acuerdo, deben firmar un contrato.

Otro tema importante dentro de esta iniciativa es la pregunta de ¿como proteger a los inversionistas? Y se llegó a la conclusión de que cada intermediario o comisionista de bolsa debía cumplir con la normativa y reglas de conducta de su país de origen y que este debía responder en todo momento por las operaciones que sus clientes pidieran en cualquier mercado extranjero parte de la integración. Como se mencione los intermediarios deben firmar una pro forma de contrato, tanto comercial como de administración de riesgos el cual contiene los términos y condiciones de las operaciones dentro del MILA trader.

Las Bolsas y depósitos cuentan con la información sobre los inversionistas, para los efectos de algún proceso de investigación administrativa, la cual debe ser compartida con los reguladores.

Como todo modelo en inicio de operaciones, éste ha sufrido algunas críticas relacionadas al poco volumen de transacciones, sin embargo se debe tener en cuenta el poco tiempo que lleva de estar implementada la herramienta, y sobre todo el periodo de adecuación y aprendizaje de los involucrados.

De forma general y resumida sobre los principales obstáculos que se han podido detectar han sido primordialmente la falta de uniformidad en la legislación, las dificultades para ponerse de acuerdo en diversas materias, la implementación de procedimientos de intercambio de información, la falta de un contacto único por parte de los entes privados, la falta de conocimiento de los regulaciones y su aplicación de los diversos países, las diferencias en los conceptos jurídicos de cada uno de los países entre otros.

Recientemente se llevo a cabo del 14 al 17 de junio de 2011 reunión de los equipos a cargo de MILA de los 3 reguladores, en la ciudad de Bogota, dicha reunión fue organizada por la Cámara Andina de Fomento (CAF) en conjunto con el Banco Mundial fue precisamente con el objeto de que los reguladores se pusieran de acuerdo en todas las posibles materias que teníamos o pudieran surgir conflictos.

## **5. PAISES CON OTROS TIPO DE ACUERDOS**

La información obtenida en esta sección sobre otros acuerdos, resulta relevante para efectos del presente estudio. De la lectura y análisis podemos obtener ideas y sugerencias de acuerdos que de alguna u otra manera facilitan el acceso a mercados y a inversionistas. Se incluyen reconocimientos mutuos, acuerdos de dependencia u otros acuerdos que faciliten la negociación transfronteriza de valores.

### **5.1. TIPOS DE OTROS ACUERDOS**

#### **5.1.1. Canadá:**

Canadá a pesar de no tener ninguna incitativa de integración con otros países, cuenta con otros tipo de Acuerdos que tiene con los Estados Unidos los cuales son interesantes y relevantes para otros países que contemplan una iniciativa de integración internacional

Los Reguladores: Las 10 provincias y 3 territorios de Canadá son responsables por las regulaciones sobre valores. Los reguladores de valores de cada provincia y territorio juntos conforman los Administradores de Valores de Canadá ("CSA" por sus siglas en inglés). La CSA funciona mediante reuniones, llamadas en conferencia y cooperación día a día entre las autoridades reguladoras de valores. Los Presidentes de CSA se reúnen trimestralmente en persona y mensualmente por llamada de conferencia.

La CSA tiene una Secretaría permanente basada en Montreal.

La CSA desarrolla un enfoque armonizado y coordinado sobre regulación de valores en el país.

La CSA reúne a los reguladores de valores provinciales y territoriales para compartir ideas y trabajar en el diseño de políticas y regulaciones que sean cónsonas y generalmente armonizadas en el país y asegurar la operación eficiente de los mercados de valores de

Canadá. Colaborando con las reglas, regulaciones y otros programas, la CSA ayuda a evitar la duplicación de trabajo y dinamiza el proceso regulatorio para compañías que están buscando recaudar capital de inversión.

La CSA ha desarrollado políticas y mecanismos de apoyo mutuo, pasaporte y de regulador líder/regulador principal para revisar prospectos, registro y supervisar intercambios y organizaciones auto-reguladas. Estas políticas y mecanismos dinamizan el proceso regulatorio para participantes del mercado (de forma tal que generalmente traten con un regulador) y crea un marco regulatorio más integrador en Canadá.

Algunas jurisdicciones provinciales y territoriales están considerando integración adicional para crear un regulador nacional de valores.

**Organizaciones Auto-Reguladas (SROs por sus siglas en inglés):** Hay dos SROs reconocidas en Canadá. La Organización Regulatoria de la Industria de Inversión de Canadá ("IIROC" por sus siglas en inglés) es la organización nacional auto-regulada que fiscaliza a todos los corredores de inversiones y actividad de comercialización de los mercados de deuda y accionario en Canadá. IIROC lleva a cabo sus responsabilidades regulatorias estableciendo y aplicando reglas sobre la competencia, negocio y conducta financiera de firmas de corretaje y sus empleados registrados y estableciendo y aplicando reglas de integridad de mercado relacionadas con la actividad de comercialización en mercados accionarios canadienses.

La Asociación de Corredores de Fondos Mutuos (MFDA por sus siglas en inglés) regula a los corredores de fondos de inversión. La MFDA está reconocida en todas las provincias y territorios, excepto Quebec.

**Integración de las bolsas canadienses:** TMX Group opera dos bolsas de valores nacionales en Canadá, Toronto Stock Exchange (TSX) en el mercado accionario principal y TSX Venture Exchange en el mercado de valores public venture, Natural Gas Exchange (NGX), una bolsa norteamericana líder por la comercialización de gas natural y contratos de electricidad y Shorcan Brokers Limited, el primer corredor entre operadores de ingreso fijo del país.

La Montreal Exchange (MX), otro brazo de TMX Group, es la bolsa de derivados de Canadá. MX ofrece comercialización en tasa de interés, índice y derivados canadienses. MX también tiene participación en: la Boston Options Exchanges (BOX), un mercado de opciones accionarias automatizado de los E.U., para el cual MX es el operador técnico y la Montreal Climate Exchange (MCeX), un joint venture con el Chicago Climate Exchange®, buscando establecer el mercado líder para productos ambientales comercializados públicamente en Canadá.

**Sistema de Divulgación Multijurisdiccional de Canadá-EU (MJDS por sus siglas en inglés):** Aún cuando no es un sistema de "integración de mercado", los reguladores de valores canadienses operan un sistema cooperativo con la SEC de los E.U. Este sistema, referido como MJDS, pretende quitar obstáculos a ciertas ofertas en un país de emisores de valores basados en el otro país, para facilitar adquisiciones y ofertas de emisores y combinaciones de negocios que involucren valores de ciertos emisores y para facilitar el cumplimiento de los emisores con los requisitos de poderes y divulgación continua, a la vez que aseguran que los inversionistas canadienses y de los E.U. sigan estando protegidos de forma adecuada.

#### **MJDS canadiense**

- (a) El MJDS, originalmente implementado en 1991, ahora está regulado en Canadá por el Documento Nacional 71-101 ("NI 71-101")
- (b) El MJDS permite que se hagan ofertas públicas de valores de emisores de los E.U. que cumplan con los criterios de elegibilidad especificados en NI 71-101 en Canadá sobre la base de documentos de divulgación preparados de acuerdo con la ley federal de valores de los E.U., con algunas divulgaciones adicionales de Canadá. Una oferta pública de valores de un emisor de los E.U. puede ser hecha bajo el MJDS sea en Canadá o en los Estados Unidos o sólo en Canadá.
- (c) El MJDS también otorga de acciones con derecho de suscripción en Canadá por emisores de los E.U. permitiendo que dichas ofertas de acciones con derecho de suscripción se hagan en Canadá sobre la base de documentos de divulgación de los E.U. De forma similar, facilita la extensión a tenedores de valores canadienses de ofertas de adquisiciones de emisores de los E.U., ofertas de emisores y combinaciones de negocios. El MJDS permite que dichas transacciones se hagan en Canadá generalmente de la misma forma como en los Estados Unidos y sobre la base de documentos de divulgación de los E.U.
- (d) La revisión regulatoria de documentos de divulgación usada bajo el MJDS para ofertas hechas por un emisor de los E.U. tanto en Canadá como en los Estados Unidos será habitual en los Estados Unidos, siendo la SEC responsable de llevar a cabo la revisión. Si la oferta es hecha tanto en Canadá como en los Estados Unidos o únicamente en Canadá, las autoridades regulatorias de valores canadienses monitorearán los materiales presentados bajo el MJDS para asegurar el cumplimiento de los requisitos específicos de divulgación y presentación de NI 71-101.

**MJDS de E.U.** De forma paralela con la adopción del MJDS en Canadá, la SEC adoptó reglas, formularios y cronogramas para la implementación de un sistema de divulgación multijurisdiccional similar en los Estados Unidos. El MJDS de E.U. quita impedimentos a ciertas ofertas de valores de emisores canadienses en los Estados Unidos y facilita la extensión a tenedores de valores de los E.U. de emisores canadienses de ofertas de adquisiciones, ofertas de emisores y combinaciones de negocios en las circunstancias contempladas en el MJDS de E.U.

#### **5.1.2. Los Estados Unidos de America.**

En el 2007, firmó un acuerdo global con los Reguladores del Colegio de Reguladores de Euronext (lo conforman las autoridades financieras de Holanda, Francia, Bélgica, Portugal e Inglaterra) para facilitar la cooperación en la supervisión de los mercados afectados por la combinación del Grupo NYSE, Inc. y Euronext NV dentro de NYSE Euronext, Inc. Mientras que el NYSE Euronext tenga varias bolsas de valores en los EE.UU y la Unión Europea, las bolsas individuales (se refiere a los mercados, los dos en los Estados Unidos y cinco en la Unión Europea) continuaran siendo operados y regulados a nivel nacional. A través de un Memorándum de Entendimiento (MOU), las autoridades acordaron en colaborar y cooperar en la promoción de la protección de los inversionistas, integridad del mercado y mantener la confidencia de los inversionistas y la estabilidad sistémica en conexión con la regulación del NYSE Euronext y sus mercados. En general las autoridades acordaron informarse entre ellas de cualquier cambio relevante en la regulación, eventos materiales y temas de *enforcement*; así como reunirse periódicamente tanto el personal como con los jefes.

En 1991, la SEC de los Estados Unidos de América con Canadá establecieron el Sistema de Divulgación Multi Jurisdiccional (MJDS), como parte de sus esfuerzos para facilitar el acceso a los mercados de capitales de los EE.UU a través de empresas extranjeras por medio de normas y procedimientos que hacen de la divulgación, la contabilidad y el procesamiento de adecuación



de empresas que se inscriban en el SEC en concordancia con la protección al inversionista. El MJDS permite que grandes empresas canadienses presenten solicitudes de registro conforme a la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act*), las solicitudes de registro conforme a la Ley del Mercado de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*), con los documentos utilizados por el SEC se puede presentar en Canadá. En el marco del MJDS, las compañías canadienses presentan documentos de información conforme a los formularios del SEC que han sido preparados con antelación en conformidad con las normas de información canadiense. La base para la MJDS no es un acuerdo entre Canadá y los Estados Unidos. Para implementar el MJDS, el SEC aprobó un conjunto de normas que establecen los requisitos para los emisores Canadienses en el marco del sistema de MJDS.

Como se señaló anteriormente, la MJDS no ha implementado un acuerdo entre la SEC y las autoridades canadienses. Más bien es un sistema basado en normas que estipula los requisitos del emisor.

En 2008, el SEC entró en el Acuerdo de Reconocimiento Mutuo entre la SEC y la la Comisión de Australiana de Valores e Inversiones (*Australian Securities and Investment Commission ASIC*), junto con el Ministro australiano de jubilación y Derecho Corporativo (Acuerdo de Reconocimiento Mutuo). El Acuerdo de Reconocimiento Mutuo proporciona un marco para la SEC, el gobierno australiano y ASIC para considerar ciertas excepciones reglamentarias que permitan que las bolsas de valores y corredores de bolsa de EE.UU. y Australia operen en ambas jurisdicciones sin la necesidad de estas entidades sean registradas y supervisadas por ambas jurisdicciones. Se les concede excepciones para que ciertos intermediarios y bolsas operen en Australia sin estar sujetos a la regulación del ASIC y viceversa. Este Acuerdo es de Reconocimiento Mutuo, sin embargo, no se ha aplicado.

Dentro de las limitaciones: El Personal del SEC considera que los proyectos de integración o acuerdos sólo son posibles entre las jurisdicciones que tienen un considerable grado de armonización de la reglamentación y ejecución. Los acuerdos que la SEC ha considerado hasta la fecha han sido con las jurisdicciones que son prácticamente equivalentes, aunque no necesariamente idénticas, tanto en la regulación como la ejecución.

En su reciente Informe del Grupo de Trabajo sobre Cooperación de vigilancia, la OICV señaló que *"la aplicación más consistente de los principios de IOSCO por los miembros de IOSCO dará lugar a una acercamiento convergente en la supervisión facilitando así la supervisión conjunta de las entidades reguladas globalmente activos."*

A la luz de la crisis financiera se doblaron esfuerzos en la cooperación y supervisión entre reguladores con respecto a entidades que tienen operaciones transfronterizas, el grupo de trabajo sobre integración de mercados quizás quiera considerar la implementación consistente de los principios de IOSCO y sobre todo en los temas de supervisión conjunta

Para más información sobre otros Acuerdos que tiene el SEC, puede acceder: [www.sec.gov/news/press/2007/2007-8\\_mou.pdf](http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-8_mou.pdf) [www.sec.gov/news/press/2008/2008-182.htm](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-182.htm)

### **5.1.3. República Dominicana.**

Cuenta con acuerdos de promoción y protección recíproca de inversiones. Adicionalmente Rep. Dominicana ha firmado acuerdos comerciales como el CAFTA, la Comunidad del Caribe (CARICOM), entre otros, los cuales poseen ciertas disposiciones para los servicios financieros. Ha firmado acuerdos de promoción y protección recíproca de inversión con las siguientes jurisdicciones España, Francia, Taiwán, Chile, Ecuador, Argentina, Suiza, Marruecos, Panamá, Finlandia, Países Bajos, Italia y Corea del Sur.

En su generalidad estos acuerdos no establecen un marco para integración de los mercados. Más bien aseguran la protección de los inversionistas y los demás participantes de los mercados financieros, así como definen un marco general de reglas que pueden ser aplicadas en caso de: solución de controversias; exportación de servicios financieros; regulaciones sobre transparencia; exoneraciones, entre otros.

#### **5.1.4. Guyana.**

Informe sobre la firma del Tratado de Chaguaramas establecido en el año 1973 con la Comunidad del Caribe, Barbados, Guyana, Jamaica y Trinidad & Tobago (CARICOM); con el fin de fortalecer sus lazos e integrar un mercado común en la región del Caribe. Este tratado contempla provisiones relacionadas a las eliminar restricciones en las acciones y portafolios de inversión y también en la repatriación de procesos sancionadores. Como limitación, la ausencia de un marco común legal y reglamentario, lo cual es un obstáculo importante que debe ser abordado. Su mayor obstáculo es la regulación sobre arbitraje.

### **6. Análisis del cumplimiento de los principios de IOSCO**

Para asegurar el adecuado desarrollo de los mercados de valores tanto a nivel de país, regional como a nivel internacional y del conjunto de la economía se requiere de principios comunes que tengan como objetivo (i) proteger a los inversionistas; (ii) buscar mercados eficientes y transparentes y (iii) reducir el riesgo sistémico.

De lo anterior y del carácter globalizado de las economías actuales se deriva la importancia del cumplimiento de los 38 principios de regulación de IOSCO los cuales están internacionalmente aceptados

Consideramos que el desarrollo de los mercados de valores bajo determinados principios es clave para fomentar su crecimiento económico sostenible.

Los principios de IOSCO son una excelente guía a seguir. Tras su establecimiento, la evaluación continua de su cumplimiento permite medir el grado de eficiencia y de "salud" de los mercados de valores.

La experiencia de IOSCO es cada vez más necesaria, considerando la creciente globalización de los mercados, el interés en proyectos de integración regionales, y la necesidad del intercambio de la información.

Para lograr la verdadera integración y estandarización de reglas se hace necesaria la firma del Acuerdo Multilateral de IOSCO, ya que es la aplicación práctica de los principios. Con ello verificamos que (i) el regulador tiene capacidad para obtener información necesaria y compartirla con otros supervisores de valores; (ii) la legislación se adecua a los usos permitidos en el MMOU para el intercambio de esta información con otras autoridades judiciales en su jurisdicción; (iii) existen unos requisitos rigurosos respecto a la confidencialidad de la información intercambiada.

#### **6.1. Cuales son los principios de IOSCO más relevantes en un proceso de integración.**

IOSCO ha aprobado 38 principios sobre regulación de valores, basados en tres objetivos relativos a (i) proteger a los inversionistas; (ii) garantiza que los mercados sean justos,

eficientes y transparentes y (iii) reducir el riesgo sistémico. A fin de que los mercados alcancen los objetivos mencionados se requiere implementar los 38 principios de forma práctica, los cuales deben estar consagrados en el marco legal de las jurisdicciones.

Consideramos en los procesos de integración de mercados, todos los principios son importantes, sin embargo a fin de lograr implementar los modelos en sus fases iniciales, se hacen necesarios en primera instancia ciertos poderes y facultades que debe tener el regulador. Tales como aquellas relativas a la colaboración en materia de regulación, para compartir información pública y privada tanto con contrapartes nacionales e internacionales. En este sentido a continuación dentro del presente análisis los principios considerados más relevantes en el marco de una integración, sin dejar de advertir que todos los principios son necesarios e importantes.

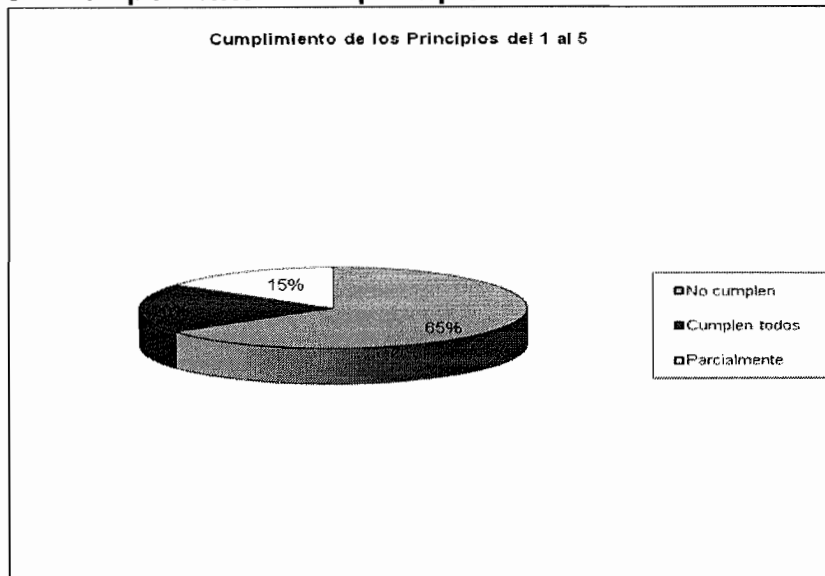
#### 6.1.1. Principios relativos al cumplimiento de la regulación de valores

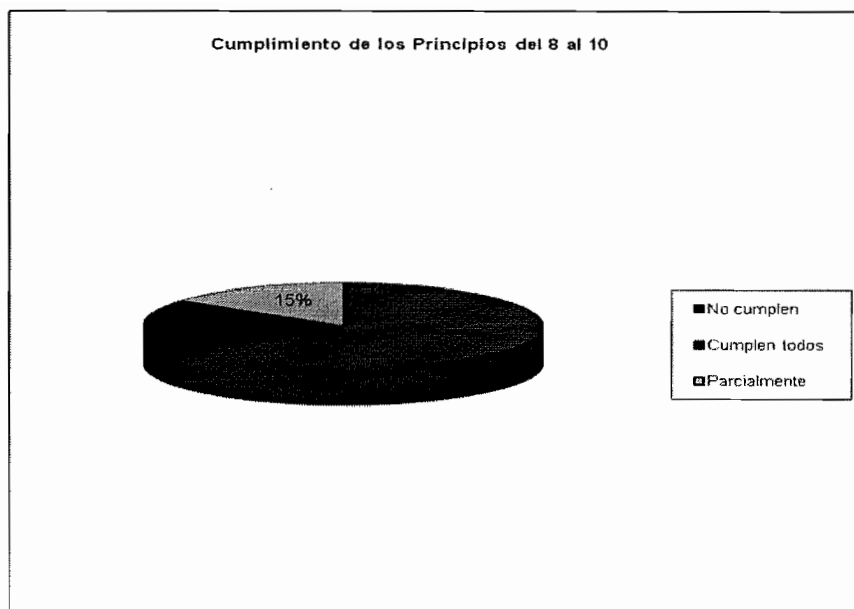
- El regulador deberá disponer de plenos poderes de inspección, investigación y vigilancia.
- El regulador deberá disponer de plenos poderes para hacer cumplir las normas.
- El sistema regulatorio deberá garantizar un uso efectivo y competente de los poderes de inspección, investigación, vigilancia y cumplimiento, así como la implementación de un programa de cumplimiento efectivo.

#### 6.1.2. Principios de IOSCO en cuanto a la colaboración en materia de regulación

- El regulador deberá disponer de autoridad para compartir información pública y privada con las contrapartes nacionales y extranjeras.
- Los reguladores deberán establecer mecanismos para el intercambio de información que determinen cuando y como intercambiaran información pública y privada con sus contrapartes nacionales y extranjeras.
- El sistema regulatorio deberá contar con asistencia a ser prestada a los reguladores extranjeros que necesiten formular preguntas durante el desempeño de sus funciones y el ejercicio de sus poderes.

### 6.2. Cumplimiento de los principios de IOSCO





Para el objetivo del presente trabajo, se informó que los obstáculos mayormente encontrados son los relacionados a la regulación especialmente sobre el intercambio de información y los relacionados a la supervisión consolidada. Entre los países miembros de COSRA /IARC se confirma una gran falta de cumplimiento de los principios relacionados al regulador, a la regulación del Mercado, a los de supervisión y cooperación, los cuales incluyen una supervisión efectiva poderes de sanción, intercambio de información confidencial y pública con entidades nacionales y extranjeras y en la posibilidad de establecer mecanismos de intercambio de información.

De los países que respondieron la encuesta un 65% no cumple con los principios de cumplimiento de la regulación del mercado de valores y los de cooperación e intercambio de información. Se observa que de la región, solo 6 países cumplen plenamente con los principios de intercambio de información y cumplimiento de la normativa del mercado de valores.

### **6.2.1. Evaluación de los problemas regulatorios encontrados a la luz de los principios de IOSCO vigentes a la fecha del análisis.**

### **6.2.2. Países con evaluación en relación a la implementación de los principios de IOSCO**

A través del Programa de Evaluación del Sector Financiero del Fondo Monetario internacional (*Financial Sector Assessment Program - FSAP*) algunos países miembros de COSRA /IARC han recibido evaluaciones del grado de implementación de los principios y objetivos en la regulación del mercado de valores de IOSCO.

El FSAP provee de exámenes profundos y evaluaciones a países en el sector financiero. Sus evaluaciones están dirigidas a la estabilidad del sistema financiero y su potencial crecimiento y desarrollo. El FSAP presenta recomendaciones para fortalecer el sector financiero y las

evaluaciones están efectuadas conjuntamente con el personal del Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional especializado en países mercados emergentes.

Los países que han recibido ésta evaluación, evaluaciones que son públicas y pueden ser vistas en la dirección <http://www.imf.org/external/NP/fsap/fsap.aspx> estos países son: Barbados, Canadá, Chile, Colombia, Costa Riva, México, Panamá, España y Estados Unidos. En estos momentos Argentina esta recibiendo trabajos de evaluación.

Por otro lado, directamente a través de IOSCO los siguientes países han recibido asistencia en cuanto a la evaluación de los principios, estos son: El Salvador, Ecuador, Uruguay, Perú, Honduras (parcialmente), Republica Dominicana (en proceso).

Los demás países miembros no cuentan con evaluaciones del cumplimiento de los principios de IOSCO.

Precisamente los obstáculos regulatorios encontrados van ligados a falta de cumplimiento de principios de IOSCO y falta de evaluación.

### 6.2.3. Firmantes del MMoU de IOSCO y firmantes del Apéndice B del MMoU.

El objetivo es que todos los miembros de COSRA /IARC sean signatarios del MMOU de IOSCO para enero del 2013. Los signatarios del Apéndice B comprometerse firmemente en que realizaran todo lo necesario para pasar al apéndice A.

En la actualidad de los miembros de COSRA /IARC presentamos la siguiente tabla del estado del MMOU a junio 2011

Estado – MMOU	Junio 2011	países
Signatarios del MMoU	6	Estados Unidos, Canadá, Uruguay, México, Brasil y Islas Vírgenes Británicas
Signatarios del Apéndice B	12	Argentina, Bahamas, Barbados, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Panamá, Perú, Republica Dominicana y Trinidad y Tobago.
Países que no han aplicado	3	Bolivia, Honduras, Paraguay

## 7. Resultados

1. Del estudio realizado, podemos señalar que existen 5 iniciativas de integración no operativas en la región. Conformados de la siguiente manera:
  - a. Caribbean Exchange Network (CXN): Barbados, Jamaica y Trinidad & Tobago.
  - b. AMERCA: Costa Rica, Panamá y El Salvador
  - c. Mercosur: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.
  - d. Chile y México

- e. Guayana, Trinidad & Tobago, Bahamas y Países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.
2. Solamente la incitativa de los países del caribe y la de America tienen como objetivo operar en una plataforma única; adicional con la figura del operador remoto y con valores registrados en un país, se pueden comercializar y cotizar en los países que forman parte del acuerdo.
3. Las iniciativas de integración mencionadas se encuentran en su mayoría en el estado de conversaciones con el sector privado y con los reguladores.
4. Que las iniciativas no han podido avanzar debido principalmente a problemas regulatorios y modificaciones que deben hacer las cuales en algunos países deben pasar por asamblea legislativa o congreso lo que lo hace mucho más complicado. la limitación regulatoria más relevante es la relativa al intercambio de información. Seguido de la supervisión conjunta y de la supervisión y regulación del operador remoto.
5. Existen otras limitaciones encontradas tales como estandarización de reglas de contabilidad, relevación de control accionario.
6. Como modelo de integración operativos México informa sobre Acuerdos de Reconocimientos, operativos a la fecha con jurisdicciones tanto regionales como fuera de la región, por medio del cual reconoce los registros de valores de otras jurisdicciones para que se comercialicen y se vendan localmente en México, sin necesidad de registro previo.
7. Adicionalmente a la fecha podemos incorporar como modelo de integración operativo el denominado MILA, entre Colombia, Chile y Perú, quienes recientemente el pasado 30 de mayo iniciaron el desarrollo de la misma, reportando transacciones con valores en los tres países miembros.
8. Solo 6 países de la región son signatarios del MMou de IOSCO, lo que confirma gran desigualdad en los estándares internacionales y cumplimiento de principios, por tanto gran dificultad para superar obstáculos.
9. 65% de los países que constataron el cuestionario mencionaron que no cumplen totalmente los principios concernientes al cumplimiento de la normativa del mercado de valores y los relativos al intercambio de información y cooperación entre reguladores. Principios considerados más relevantes al momento de una integración. Debemos tomar en consideración que las evaluaciones de algunos países se realizando ya hace varios años atrás, por lo que pueden haber jurisdicciones que ya han mejorado su situación en relación a los principios mencionados.
10. A la fecha no se puede cuantificar y determinar especialmente en el modelo de integración operativo de MILA los beneficios económicos asociados, si realmente hay eficiencia en costos de transacción, a fin de realizar los ajustes que sean necesarios y lograr que la integración realmente despegue. Lo anterior, precisamente a que acaban de iniciar operaciones recientemente.
11. La mayor dificultad a la hora de negociar acuerdos de integración radica en el desarrollo desigual de los mercados y en algunos casos en la falta de voluntad política para que estos se lleven a cabo.

## **8. Conclusiones**

- En cualquier modelo de integración la confianza entre los reguladores de las jurisdicciones que pretenden integrarse es básica y fundamental. Es decir, todos los reguladores parte del modelo deben confiar y creer plenamente en que el otro sistema

- de regulación y mercado de valores tiene iguales o mejores estándares y reglas que el propio. La desconfianza en un proyecto de integración comienza a ser un obstáculo.
- Una vez se tiene claro y se confía en el resto de los países que conforman un modelo de integración, que tienen estándares parecidos o mejores, y se creen en los beneficios que se obtendrán de existir de la integración entonces se requiere voluntad para querer hacer las cosas, voluntad para solicitar los cambios que se requieran y darle seguimiento. Si los reguladores no están realmente convencidos de los beneficios asociados a una integración se hace muy difícil lograr los objetivos.
  - La voluntad puede estar igualmente del lado de los entes privados, lo que implica que el momento en donde falte dicha voluntad, el acuerdo o iniciativa puede caerse.
  - Es un hecho que en los modelos de integración y sobre todo en nuestra región en donde no existe uniformidad en la normativa y todavía no se cumplen con los estándares internacionales en diferentes áreas del mercado de valores, se requiere modificaciones y cambios regulatorios, los cuales en algunos casos pueden ser más complicados que otros. Los cambios que requieran aprobación de la asamblea legislativa o congresos pueden resultar muy difíciles de lograr y pueden tomar mucho tiempo. Por lo que sería conveniente en estos casos, verificar la estrategia y modificarla de ser necesario para lograr los objetivos.
  - Todos los países miembros de COSRA /IARC a fin de lograr modelos de integración exitosos requerimos lograr ser firmantes del MMoU de IOSCO.  
En el tema de supervisión cobra relevancia e importancia en el logro de iniciativas de integración la necesidad de poder cooperar con otros reguladores tanto locales como internacionales. es decir poder cumplir con los principios (i) de que el regulador debe contar con poderes para compartir información, tanto pública como reservada, con sus contrapartes domésticas y extranjeras; (ii) los reguladores deben establecer mecanismos de intercambio de información que fijen cuando y como se compartir la información tanto pública como reservada con las contrapartes nacionales y extranjeras; (iii) el sistema normativo debe permitir la colaboración con reguladores extranjeros, cuando estos necesiten información en el desarrollo de sus funciones y ejercicio de sus poderes. sobre intercambio de información. Esto es preciso ya que ningún país es isla, se evitan arbitrajes regulatorios, ayuda a la lucha contra los abusos en nuestros mercados, ayuda para que desde nuestros países no se abusen otros mercados internacionales, ayuda a la supervisión de entidades y mercados, ayuda a proteger al inversionista, ayuda en la detección y es herramienta de disuasión del crimen financiero transfronterizo, en definitiva, ayuda imprescindible para que el regulador cumpla las funciones que tiene establecidas por Ley.
  - Que en el caso de las integraciones informadas por los países del caribe, se observa que la mayoría de ellos no cuentan con evaluación de IOSCO, ni tampoco forman parte del Apéndice B, lo que implica que no existe cumplimiento de principios necesarios para lograr una estandarización y posterior integración.
  - Que los países que cumplen con los principios de IOSCO, específicamente con los de intercambio de información, tienen una vía más abierta y expedita para lograr la integración con otras jurisdicciones que cumplen con estos principios, se les hace más sencillo el tema de supervisión y protección de los inversionistas de forma transfronteriza, ya que cuentan con normativa que le da facultad al regulador de intercambiar información confidencial con reguladores locales e internacionales.
  - Del análisis del presente estudio, queda comprendido que los modelos de integración más ambiciosos, es decir los que proponen desde su primera fase, logros importantes como operar en una sola plataforma, lo cual en muchos casos implica reforma de las leyes de valores, han quedado estancados o demorados, por las dificultades en la modificación regulatoria.

- Los obstáculos en la cooperación entre reguladores es un hecho cierto entre la mayoría de los países miembros de COSRA /IARC. Se tienen restricciones especialmente las relacionadas con el secreto bancario; insuficiente habilitación legal para obtener y suministrar información; asistencia pero no en tiempo deseado, debido a los procedimientos, falta de instrumentos de cooperación internos, falta de recursos, incapacidad para proteger la confidencialidad de la información de manera consistente.
- La normatividad en inversión extranjera debe ser igual en todas las jurisdicciones que participen en una integración para facilitar la inversión y los flujos de capitales entre los países que formen parte de un acuerdo.

## 9. Recomendaciones

- Debemos como reguladores convencernos de la importancia y beneficios asociados a una integración tales como: ofrecimiento de mayor alternativas de inversión, ofrecimiento de un mercado consolidado atractivo a clientes extranjeros, contar con estándares y normatividad ajustada al proceso de integración, aumenta la oferta de emisores e instrumentos financieros, mayor diversificación, entre otros, para que los reguladores cuenten con el intereses y voluntad política necesaria para el logro de los objetivos. De esta manera poder nosotros convencer a las demás autoridades y lograr la voluntad política necesaria para obtener los cambios y modificaciones regulatorias que se requieran.
- Es importante que cada jurisdicción antes de firmar cualquier acuerdo de integración verifique al país con el cual se pretende integrar, es decir que se realice un examen preliminar sobre la regulación de valores de dicha jurisdicción a fin de determinar si posee iguales o mejores estándares.
- Se recomienda verificar y considerar modelos de integración por fases de implementación de lo más sencillo a lo más complejo. Procurando objetivos alcanzables dentro de las limitaciones que cada jurisdicción conoce. Es decir se observa de las experiencias de modelos de integración operativos que la formula es ir de lo más simple a los más complejo. Se debe tratar de obtener logros sin que implique grandes cambios y reformas, o que las reformas puedan darse a nivel de reglamentación y no de leyes., en donde estas reformas no tienen que ir a congreso. De esta manera solucionar obstáculos regulatorios de forma más rápida.
- Es necesario establecer estándares, el consenso y el *peer pressure* o presión de grupo incentiva el proceso de reforma legislativa; los estándares apoyan la convergencia, los estándares mejoran la eficacia y eficiencia regulatoria, cumplimiento efectivo es el fundamento de la confianza en los mercados.
- Cada país debe buscar las vías necesarias para lograr el cumplimiento de los principios de IOSCO y firma del MMoU
- Como reguladores, en un proyecto de integración el dialogo político es clave: implicación necesaria del poder legislativo para la implantación de estándares internacionales.
- Se puede buscar ayuda de organismos internacionales para el desarrollo de consultorías que proporcione planes de acción específicos para cada modelo particular y sobre todo que puedan ayudar con recursos los cuales suelen ser un problema en nuestras jurisdicciones.
- El Papel de las Comisiones de Valores: debe ser activo.
- Los países que no han adelantado evaluaciones sobre el cumplimiento de los principios de IOSCO deben solicitar cooperación para llevarlas a cabo.
- Establecer los mecanismos y procedimientos de supervisión que serán aplicables por parte de las autoridades de supervisión para proteger los intereses de los inversionistas, procurador que sean iguales en todas las jurisdicciones que forman parte de la integración.