



MERCOSUR/LXVIII GMC/DI N° 12/2007

LISTA DE IDEAS PARA LA CONFORMACIÓN DE UN MERCADO REGIONAL

MERCOSUR – SGT N° 4 – COMISIÓN MERCADO DE CAPITALES

ANTECEDENTES

Conforme a lo dispuesto por el Grupo Mercado Común, la Comisión presenta un informe final sobre el levantamiento de pre-requisitos necesarios para la creación de un mercado de capitales regional.

A efectos de poder realizar la tarea encomendada, los países elaboraron un conjunto de cuadros comparativos en áreas significativas. Los integrantes de la Comisión entienden que la comparación realizada, por sí sola, representa un avance sustantivo al poder visualizar en los distintos documentos la situación actual en cada país, en materia de títulos públicos, valores privados y fondos de inversión.

El poseer información actualizada, como se dispone ahora, es condición necesaria – aunque no suficiente – para poder avanzar hacia la conformación de un mercado regional.

EXPERIENCIAS COMPARADAS DE INTEGRACIÓN

A efectos de poder analizar una forma de integración posible, la Comisión consideró de interés conocer en profundidad antecedentes exitosos. Fue valioso poder tener una sesión de trabajo con integrantes de la Unión Europea, quienes también debieron sortear un conjunto de dificultades previas antes de poder arribar a un mercado regional.

Analizando la experiencia europea de la Unión Europea (UE), es menester considerar que su proceso de integración en materia de mercado de capitales fue extenso. Varias diferencias previas debieron ser subsanadas antes de encarar el tema del mercado de valores. A vía de ejemplo, la existencia de una moneda única, la eliminación efectiva de barreras arancelarias y no arancelarias, padrones macroeconómicos armonizados fueron, entre otros, bases sobre las cuales se sustanció – en una ulterior etapa – la creación de un mercado regional.

Asimismo, la forma de dictar la normativa en la UE facilita la transposición a normativa local de las directrices comunitarias. Un mercado regional implica,



entre otros aspectos, que el conjunto de reglas con las cuales se mueven los países, sean consistentes y las potestades de los reguladores sean similares. Ello implica, necesariamente, que las directrices generales tengan una posterior aprobación por el parlamento en los países miembros.

Algunas formas de solución que lleven al objetivo propuesto por el GMC pueden tomarse del modelo de la UE. El pasaporte comunitario es una de las ideas que recoge la Comisión. Un valor admitido en una jurisdicción – que cumpla con determinados requisitos – puede serlo en otras jurisdicciones.

TRABAJO REALIZADO

La Comisión presenta una lista de ideas, sobre las cuales expresamente no se ha iniciado negociación alguna.

Se deja constancia de que el desarrollo del mercado regional, tiene como pre-requisito el acuerdo entre reguladores para viabilizarlo, así como que para su implementación se requiere del interés y la intervención del sector privado.

La Comisión deja expresa constancia que no abordó la materia tributaria, por no ser de su competencia. Es un aspecto importante, sin perjuicio que no impide acercarnos al objetivo, como lo demuestra la experiencia de la UE.

LA IMPORTANCIA Y ENFOQUE DEL TEMA

Una de las funciones principales del mercado de capitales es canalizar el ahorro público hacia el sector productivo. Un mercado regional brinda a los agentes económicos la oportunidad de optimizar la utilización de un factor de producción básico: el capital.

La integración de los mercados de capitales puede ser vista como uno de los factores que, interactuando con otros, contribuirán al desarrollo de la región.

El propósito del grupo es presentar ideas para dinamizar la interacción de los mercados de capitales locales, posibilitando que agentes de un país accedan al mercado de otro país. Para cumplir su cometido, se utilizó el siguiente método:

- i. No se contempló la hipótesis de que las legislaciones de los países sean modificadas en el corto plazo;
- ii. Se realizó un análisis comparativo de la reglamentación de los países miembros, de manera a identificar las diferencias relevantes;
- iii. Se estableció que las ideas deben centrarse en la información brindada a los inversores;



iv. Se realizaron observaciones técnicas sobre el tema.

La uniformización de la legislación y de la reglamentación aplicable sería el escenario ideal, ya que los mercados de los distintos países operarían siguiendo los mismos patrones y procedimientos.

No se contempló esta hipótesis dado que el proceso legislativo es una variable exógena, fuera de las posibilidades y competencias del regulador.

En lo que se refiere a la reglamentación, considerando que es competencia de los reguladores, parece razonable suponer que los ajustes que eventualmente sean necesarios podrían ser efectuados sin mayores dificultades técnicas.

LOS TEMAS A ABORDAR

1. TÍTULOS PÚBLICOS

En el año 2005, los valores públicos representaron más del 85% del mercado primario del MERCOSUR y del 90% de las transacciones realizadas en el mercado secundario. Por tanto, no puede conformarse un mercado regional de valores sin considerar en forma prioritaria a los valores públicos.

Un primer aspecto a homogeneizar es quiénes se consideran emisores de títulos públicos. En los cuatro países, aunque varía quienes son considerados como tales, los emisores de títulos públicos no son inscriptos en el Regulador, no estando sujetos al régimen informativo correspondiente. En el caso de las empresas del Estado, se entiende que por encima de la calidad de quien es el titular de su patrimonio, debe primar su calidad de empresa. Por tanto, es menester que brinden la misma información que se considera pertinente para las empresas privadas.

A efectos de implementar un mercado regional se recomienda evaluar que los inversores de cualquiera de los países miembros puedan acceder, en iguales condiciones que el inversor local, a los mecanismos de negociación utilizados en cada país, buscando no segmentar la liquidez de los mercados.

Argentina tiene restricciones vinculadas al tiempo de permanencia de la inversión y a la necesidad de realizar un encaje, para la inversión en el mercado secundario.

A efectos de conformar un mercado regional, no deben existir restricciones.

La normativa debe asegurar el normal flujo de capitales de un país a otro de la Región.



Se recomienda que, de entenderse que debe profundizarse en materia de mercado regional de títulos públicos, se conforme una Comisión específica, o bien una sub-comisión de la Comisión Mercado de Capitales – en cualquier caso – con la participación de representantes de los bancos centrales de los países miembros, así como de otras entidades que tengan competencia en la materia.

2. OFERTA PÚBLICA DE VALORES PRIVADOS

Tras analizar el conjunto de aspectos vinculados a la oferta pública, la Comisión se concentró en las asimetrías fundamentales, así como en algunas soluciones o paliativos. Las mismas son:

- i. Argentina y Brasil no permiten que sean ofertados valores al portador. Uruguay y Paraguay admiten la existencia de estos valores. En Paraguay las acciones en oferta pública deberán ser nominativas a partir del 1 de julio de 2009.

Argentina y Brasil no admiten que valores al portador sean ofertados o transados en sus mercados.

- ii. En Brasil, el material publicitario de oferta pública es sometido a análisis previo del regulador.

El material publicitario que se utilice en Brasil será evaluado por la CVM, quien podrá formular exigencias para su utilización en Brasil, independientemente del origen del ofertante.

- iii. En Brasil, las emisiones de obligaciones negociables deben contar obligatoriamente con agente fiduciario; en los demás países esta figura es optativa.

En caso de que la oferta no cuente con agente fiduciario, en el Brasil su adquisición será restringida a inversores calificados, siendo su ausencia destacada como factor de riesgo en el prospecto de emisión.

- iv. La calificación de riesgo es obligatoria en Uruguay, en las ofertas públicas de obligaciones negociables cuyos emisores tengan en circulación montos superiores a U\$S 3 millones. En Brasil, son obligatorias para cuotapartes de fondos de inversión en derechos de crédito (FIDC). Las agencias calificadoras de riesgo son registradas por los reguladores en Argentina, Paraguay y Uruguay, no así en Brasil.

Brasil entiende que el monto mínimo para exigir calificación de riesgo en Uruguay es demasiado bajo, por lo que sugiere se eleve a un valor compatible con el tamaño del mercado que se pretende crear. Las ofertas



de FIDC en Brasil deben contar con calificación de riesgo, en atención a la naturaleza compleja del producto.

- v. En Brasil no existe la figura del fideicomiso financiero
Las empresas brasileras podrán acceder al mercado de los demás países a través de fiduciarios de los demás países miembros.
- vi. Argentina y Brasil exigen informaciones más detalladas en los prospectos de emisión que Paraguay y Uruguay
Se debe tender al patrón que está desarrollado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Hasta tanto eso no ocurra, el prospecto debe tener el contenido mínimo exigido en el país donde se esté procesando la oferta.
- vii. La reglamentación brasilerá prevé que las acciones emitidas en el exterior sean ofertadas localmente bajo la forma de Brazilian Depositary Receipt – BDR.
Se propone que se extienda a todos los valores mobiliarios privados el tratamiento previsto para las acciones en el art. 3º de la Instrucción de la CVM Nº 317/99 (competencia del Consejo Monetario Nacional). Dicho artículo señala “Fica dispensada a emissão de certificado de depósito no exterior, desde que os registros das posições de ações sejam mantidos em conta escritural, pela bolsa de valores conveniada ou pela respectiva entidade de compensação e liquidação”.

CALIDAD DE LA INFORMACIÓN

Los países acuerdan que el paradigma deseado es que las prácticas deben estar alineadas con las adoptadas por IOSCO.

Conscientes de que la imposición de modelos existentes no es una solución aceptable, se recomienda explorar la posibilidad de un régimen mixto: una oferta realizada en más de una jurisdicción debería observar padrones informativos mínimos que sean definidos en una futura Decisión del MERCOSUR, en tanto que una oferta exclusivamente local seguirá cumpliendo solamente las normas locales.

En lo que se refiere a informaciones patrimoniales y financieras, se entiende que las empresas deben divulgar sus estados contables conforme a normas internacionales de contabilidad. Dado que los países miembros están trabajando en tal dirección, esto no parece constituir un problema.

Finalmente, en lo que atañe al idioma a utilizar, el material de la oferta podría ser presentado tanto en portugués como en español.



PROPUESTAS DE ACCIONES

Cooperación Regulatoria

Una oferta pública sólo podría ser realizada en otro país miembro, después de que la autoridad regulatoria del país de origen asegure la observancia de la legislación local, así como el cumplimiento de los requisitos que se establezcan para el MERCOSUR.

Se entiende que los reguladores deberán firmar un convenio destinado a tornar operativos los procedimientos de acceso de los emisores al mercado de capitales regional.

Tomando como base la experiencia de integración de la Unión Europea, advertimos que los reguladores deben poseer similares atribuciones legales, así como la posibilidad de compartir informaciones entre sí, sobre cualquier interviniente en el mercado (emisores, inversores, intermediarios, etc.), situación que hoy no se verifica.

Convenios entre particulares

Un componente importante sería la celebración de convenios entre las entidades de los mercados organizados y las cámaras de liquidación y custodia de los países miembros, de modo que sólo los valores que se incorporen bajo tales convenios puedan ser ofrecidos públicamente en los demás países.

Cámaras de Arbitraje

Uno de los mayores desafíos a enfrentar es la competencia de las leyes y las reglamentaciones de los diversos países sobre la misma operación. Los temas atinentes a determinar que legislación se aplicará en cada supuesto todavía no fueron suficientemente desarrollados.

Se sugiere que las ofertas públicas, que se desarrollen en más de una jurisdicción, prevean que las eventuales diferencias que se susciten entre agentes económicos intervinientes en el proceso, sean resueltas a través de una Cámara de Arbitraje previamente definida.

3. FONDOS DE INVERSIÓN

La industria de Fondos de Inversión se encuentra presente en los países miembros del MERCOSUR. En cada uno de ellos se observa distinto grado de desarrollo y de sofisticación. Por lo tanto las normas en uno y otro país varían en cuanto a ciertas restricciones o no, que hacen al tamaño de la economía en general y al grado de desarrollo del mercado de capitales en particular. Sin embargo, si bien se detectan diferencias en todos los aspectos bajo análisis, no



parecen ser ellas fundamentales desde que, la industria se ha desarrollado bajo marcos normativos que reconocen, en la mayoría de los casos, un origen común, por lo que, en principio, podrían sortearse con normativa de las respectivas autoridades de valores.

Un marco referencial a utilizar puede ser el que brinda la IOSCO en sus principios referidos a Institutos de Inversión Colectiva.

Para hacer viable un mercado regional de Fondos de Inversión, la Comisión considera que deben acordarse, como mínimo, los siguientes aspectos para que los fondos puedan negociarse regionalmente:

Contenido del Prospecto y/o Reglamento: debería ser exigible un prospecto y/o reglamento que contengan la información que los países miembros acuerden como necesaria.

Difusión de Información: los países miembros establecerán su contenido y periodicidad.

Tipo de activos en los que puedan invertir: los países miembros los establecerán, fijando, eventualmente, los límites correspondientes.

Moneda de cotización y valuación del fondo: en cada uno de los países miembros, por lo menos, existen fondos en su moneda local y, en algunos de ellos, en otras monedas (US\$, Euros). En una primera etapa se entiende como necesario, para conformar el mercado regional, posibilitar que se negocien fondos denominados en las monedas de los países miembros. Los países deben abordar este aspecto.

Propaganda: los países miembros establecerán los principios mínimos de prudencia y transparencia que todo el material de propaganda a utilizar por los fondos deba cumplir.

Posibilidad de Compartir Información: los países deben tener similares potestades legales, incluyendo la posibilidad de compartir información entre sí, referente a cualquier interviniente (administradora, depositaria, cuotistas, agente colocador, etc.).
