

# Capítulo 7

## La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA

---

**Marcela Seraylán**

Supervisor de la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú

1. Introducción
2. Antecedentes del MILA
3. Objetivo y características del MILA
4. Principales aspectos considerados por los reguladores y cambios normativos en Perú y en Chile
5. Acciones más recientes
6. Temas próximos a desarrollar y retos
7. Conclusiones

### I. Introducción

El Mercado Integrado Latinoamericano – MILA, conformado por los mercados de valores de renta variable de Perú, Colombia y Chile, inició sus operaciones el 30 de mayo de 2011. MILA en su primera fase opera como un modelo de ruteo de órdenes de intermediarios locales a los sistemas de negociación del mercado de origen de las emisoras, siendo responsabilidad del intermediario del referido mercado las operaciones efectuadas por el intermediario local, con quien haya suscrito un contrato para dicho efecto; asimismo, el modelo supone la intermediación doméstica de valores listados en otros mercados<sup>1</sup>. MILA constituye una nueva experiencia en el conjunto de procesos de integración de bolsas que se han efectuado a nivel internacional.

El presente capítulo tiene por objeto reseñar las principales actividades realizadas por los reguladores, a fin de posibilitar el inicio al proceso de integración de los mercados de valores de renta variable del Perú, Colombia y Chile.

### 2. Antecedentes del MILA

El proyecto de integración de los mercados de valores de renta variable de Perú, Colombia y Chile tiene sus orígenes en el año 2008, inicialmente por interés del sector pri-

---

<sup>1</sup> De acuerdo con el estudio “Propuesta para la integración de Mercados en Iberoamérica” publicado por la FIAB (julio 2004), corresponde al modelo de ruteo o canalización de órdenes del intermediario local a los intermediarios del mercado de origen de las emisoras, e intermediación doméstica con valores listados en otros mercados.

vado, particularmente de la Bolsa de Valores de Lima S.A. (BVL) y la Bolsa de Valores de Colombia S.A. (BVC), a las que se sumaron las entidades de depósito de valores de los mercados de estas bolsas, CAVALI S.A. ICLV y el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (DECEVAL S.A.). Posteriormente, en el año 2009, se sumaron la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y el Depósito Central de Valores S.A. de Chile (DCV).

Durante la primera etapa del trabajo realizado por las entidades privadas se efectuaron algunas coordinaciones con los reguladores. Particularmente, en el caso peruano, la BVL promovió que se incorporara en una modificación legislativa realizada en junio de 2008, una disposición que facultaba a la autoridad reguladora del mercado de valores para que pudiera exceptuar de obligaciones y requisitos establecidos por la Ley del Mercado de Valores en los casos de integración de bolsas, siempre que existieran convenios suscritos entre las bolsas, y sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones<sup>2</sup>. En septiembre de 2009, las seis entidades mencionadas (bolsas y depósitos de valores de Colombia, Perú y Chile) comunicaron a sus respectivos mercados y reguladores la suscripción de un Acuerdo de Intención de fecha 8 de septiembre de 2009, que tenía por finalidad estudiar la posibilidad de integrar los mercados de renta variable en los que dichas entidades actúan y definir el modelo de integración a adoptar, de manera que al concluir las actividades previstas en dicho acuerdo, pudieran determinar si continuaban con la implementación del proyecto. Dicho Acuerdo de Intención contenía las premisas que sustentarían el modelo de integración en los aspectos tecnológicos, de mercado y reglas de negociación, de compensación y liquidación, temas jurídicos y aspectos de negocio-corporativos. Las premisas proponían que las plataformas tecnológicas de cada bolsa y depósito participante, se mantuvieran independientes y que operaran de forma interconectada, calzándose las operaciones en la plataforma del país donde estuvieren inscritos los valores. Asimismo, los intermediarios tendrían acceso a dichas plataformas desde sus propios terminales en el país en el cual estén autorizados, los valores se mantendrían en custodia en el depósito del país origen del valor y las entidades que participaran en el mercado integrado serían supervisadas por el regulador del país de origen de dichas personas.

A partir del avance del proyecto desarrollado por las bolsas y depósitos de valores, los reguladores de los tres países, la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú (SMV)<sup>3</sup>, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), iniciaron la evaluación del esquema de integración de mercados perfilado y su impacto sobre sus respectivos marcos regulatorios, operatividad de sus mercados, información disponible para el mercado, los procedimientos de supervisión del mer-

<sup>2</sup> El 28 de junio de 2008 se publicó el Decreto Legislativo N° 1061 que modificó la Ley del Mercado de Valores peruana en cuya Segunda Disposición Final y Complementaria señala:

*“SEGUNDA.- Negociación de valores extranjeros Para facilitar la integración de las bolsas, y la negociación de valores en forma simultánea en una o más bolsas, nacionales o extranjeras, CONASEV podrá exceptuar de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores a los valores extranjeros así como de cualquier otra obligación o requisito previsto en la Ley, siempre que medien convenios entre las entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados de negociación, y cumplan las demás condiciones que CONASEV determine mediante norma de carácter general.”*

<sup>3</sup> Anteriormente, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV.

cado de valores local y las obligaciones derivadas de la normativa sobre lavado de activos y financiamiento del terrorismo, entre otros. Teniendo en cuenta el impacto positivo que el proyecto representaba sobre sus respectivos mercados, los reguladores decidieron suscribir un Memorando de Entendimiento (MOU) entre ellos, con el objeto de asumir un compromiso común para ejecutar las principales actividades y tareas, que se definirían de manera individual o conjunta, para facilitar el Proyecto de Integración. El MOU fue suscrito en Santiago de Chile el 28 de octubre de 2009, como parte de las actividades desarrolladas en la Primera Mesa de Trabajo de los reguladores realizada con motivo del Proyecto de Integración. En dicho documento se identificaron determinadas materias que debían ser abordadas por los reguladores por su relevancia en el marco de la integración de mercados, entre otras: el registro de agentes, emisores, profesionales y proveedores de infraestructura; los estándares de revelación de información por parte de los emisores; los estándares de integridad y transparencia de mercado (conductas); la prevención y control del lavado de activos y financiación del terrorismo; el acceso de los intermediarios; el acceso de los emisores y valores; el acceso de las bolsas al mercado integrado; la custodia, compensación y liquidación; las reglas del sistema de negociación; la autorregulación; y, la supervisión y vigilancia del mercado integrado.

Para efectos de garantizar una supervisión oportuna, eficiente y efectiva sobre los agentes que intervendrían en el mercado integrado, en el caso de implementarse éste, y de facilitar las acciones de supervisión e investigación en el ámbito de cada mercado local, los reguladores suscribieron un segundo Memorando de Entendimiento en Lima el 15 de enero de 2010, durante la Segunda Mesa de Trabajo de los reguladores realizada con motivo del Proyecto de Integración<sup>4</sup>. Cabe indicar que dicho MOU tenía el objetivo de constituirse en un instrumento que facilitara a los reguladores el cumplimiento de sus funciones, aún si el proceso de integración de mercados no se llegaba a implementar.

Conforme al Acuerdo de Intención, las bolsas y depósitos de valores venían informando a sus respectivos reguladores sobre los avances del plan de trabajo y evaluación de la viabilidad del Proyecto de Integración. En enero de 2010 comunicaron que, teniendo en cuenta el impacto tecnológico y jurídico del modelo de integración originalmente previsto, habían decidido replantear el desarrollo del proyecto en dos fases con el fin de lograr una primera etapa de integración a través del enrutamiento intermediado de órdenes. Las dos fases son las siguientes:

- **Fase I:** Integración a través de enrutamiento intermediado de órdenes, por el cual los intermediarios extranjeros acceden al mercado local a través de mecanismos tecnológicos desarrollados por las bolsas y los depósitos, bajo responsabilidad del intermediario local en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones. Los emiso-

<sup>4</sup> El objetivo del segundo MOU fue establecer los mecanismos y procedimientos de coordinación para la ejecución de las actividades de supervisión que le corresponde ejercer a cada una de las autoridades firmantes dentro de sus respectivas competencias, incluidos los procedimientos para la asistencia mutua e intercambio de información necesaria para el desarrollo de tales actividades.

res y valores extranjeros son reconocidos en los mercados locales para permitir la oferta local de los últimos.

- **Fase 2:** Integración a través del acceso directo de los intermediarios extranjeros al mercado local bajo reglas de negociación armonizadas o estandarizadas y un modelo de compensación y liquidación transfronteriza.

Después de la evaluación de las premisas de la Fase I del Proyecto, los reguladores se reunieron entre el 21 y 22 de junio de 2010 en Bogotá en la Tercera Mesa de Trabajo de los reguladores con motivo del Proyecto de Integración, a fin de analizar los temas relevantes del mercado integrado, tales como los relativos al acceso de emisores e intermediarios; los parámetros mínimos de los acuerdos a suscribirse entre los intermediarios locales y extranjeros; el contenido de los acuerdos entre los depósitos y las bolsas de valores; las materias operativas y consideraciones relativas a la implementación de un protocolo de supervisión. En dicho evento concluyeron de forma unánime que la integración de mercados permitiría potenciar los volúmenes de renta variable negociados en los tres países, así como tendría efectos positivos para el inversionista dado el ofrecimiento de opciones adicionales de inversión y diversificación de riesgo, por lo que se comprometieron a definir los cambios normativos pertinentes y los estándares de supervisión requeridos para la implementación del proyecto, de forma tal que permitieran garantizar la protección de los inversionistas y la transparencia del mercado.

El 9 de noviembre de 2010, las bolsas y depósitos de valores realizaron en Lima un evento denominado Lanzamiento del Mercado Integrado Latinoamericano - MILA, en el que se anunció al público la suscripción del acuerdo de integración y la fecha estimada para el inicio de operaciones. Las bolsas y depósitos de valores firmaron el Acuerdo de Implementación de la Primera Fase del Proyecto, acordando realizar el estudio de viabilidad de la Segunda Fase. Asimismo, los depósitos de valores celebraron convenios de enlace bidireccional a fin de constituirse recíprocamente como participantes y abrir cuentas de valores agregadas a su nombre para el registro de valores de terceros. Finalmente, el 30 de mayo de 2011 se dio inicio a las operaciones del MILA, mercado integrado de valores accionarios de Perú, Colombia y Chile.

### 3. Objetivo y características del MILA

El objetivo del MILA, en su Primera Fase, es la creación de un mercado único de valores de renta variable diversificado, amplio y atractivo para los inversionistas locales y extranjeros. El modelo de integración de MILA en dicha fase considera las operaciones al contado con valores de renta variable, y se sustenta en el desarrollo tecnológico implementado por las bolsas a fin de posibilitar el acceso de los intermediarios extranjeros miembros de las bolsas participantes a sus sistemas de negociación, a través del ingreso de órdenes desde el sistema de negociación de la bolsa extranjera de la cual es miembro el intermediario extranjero, de manera que dichas órdenes son enrutadas al sistema de nego-

ciación de la bolsa local, siempre que exista un contrato para dicho efecto suscrito entre el intermediario local y el intermediario extranjero<sup>5</sup>. Dichos desarrollos se enmarcan dentro de los acuerdos suscritos entre las bolsas integradas.

De ese modo, las propuestas ingresadas y operaciones realizadas en el mercado local, por parte del intermediario extranjero, son consideradas realizadas por el intermediario local, quien asume toda la responsabilidad de la negociación, compensación y liquidación de tales operaciones, rigiendo para dichos procesos las reglas del mercado local en donde se encuentren listados los valores.

Los contratos de servicios entre los intermediarios locales y extranjeros se constituyen en requisito para que las bolsas permitan el acceso de los intermediarios extranjeros al mercado local y, para el acceso del intermediario local a los mercados extranjeros. Dichos contratos prevén la existencia de límites operativos para el control del riesgo, cuya administración la ejerce el intermediario local sirviéndose para dicho efecto de las validaciones e infraestructura automatizada que le facilite la respectiva bolsa local. Asimismo, entre los intermediarios corresponsales no se devela la identidad de sus respectivos clientes, y cada intermediario asume la obligación y responsabilidad por el conocimiento de su respectivo cliente, y por el cumplimiento de las normas de prevención de lavado de activos de cara a su propio cliente.

Para que los valores listados en las bolsas integradas puedan ofertarse en cada jurisdicción, se cuenta con el reconocimiento por parte de cada regulador de los emisores y valores extranjeros, esto es, de aquellos listados en las bolsas extranjeras integradas. No se establece obligaciones adicionales de información a los emisores, sino que se mantienen las establecidas en su mercado de origen, siendo responsabilidad de las bolsas locales la difusión en sus respectivos mercados de la información sobre los emisores y valores extranjeros y su negociación, a través de un único acceso o por sistemas especialmente habilitados por las bolsas a sus intermediarios, de modo que se garantice que la misma esté a disposición de todos los participantes del mercado integrado de manera simultánea.

En el ámbito de la post-contratación, el mercado integrado involucra el enlace bidireccional entre las centrales de depósito de valores con el objeto de efectuar la compensación y liquidación de operaciones realizadas, y el registro y custodia de los valores negociados en el mercado integrado. Los valores se siguen manteniendo en el depósito del país donde se encuentren listados. Como consecuencia del enlace bidireccional entre los depósitos de valores, éstos se constituyen en participantes recíprocos que mantienen cuentas

<sup>5</sup> En la perspectiva de profundizar en la integración de sus mercados, las bolsas y depósitos participantes de MILA han adelantado para la Segunda Fase algunas premisas preliminares: acceso directo del intermediario extranjero a los sistemas de negociación locales y calce de las operaciones local; reconocimiento del intermediario extranjero para operar en los sistemas de negociación locales bajo su propia responsabilidad; estandarización de reglas de negociación y reglas comunes para incumplimientos; compensación y liquidación transfronteriza (directa) a cargo del intermediario extranjero; cuentas ómnibus para la custodia de los valores extranjeros; reconocimiento pleno de los valores y emisores extranjeros como emisores locales; y, tratamiento al inversionista institucional extranjero como inversión local.

ómnibus a su nombre, en donde se registran los valores de propiedad de los inversionistas registrados en el país de origen del depósito titular de la cuenta ómnibus. Las cuentas ómnibus, o cuentas agregadas a nombre de los depósitos extranjeros, son administradas por el depósito local aplicando las reglas del mercado donde se encuentren listados y depositados los valores, en tanto que la certificación de la propiedad sobre dichos valores la realiza el depósito extranjero o participante de éste donde se desagregue el registro de propiedad individual de los valores.

La liquidación de las operaciones se efectúa en el mercado donde se realiza la transacción y se encuentra listado el valor, en la moneda origen del valor y bajo responsabilidad del intermediario local, correspondiendo a ambos intermediarios, local y extranjero, la determinación de los términos del pago y el procedimiento cambiario, así como garantizar las condiciones a fin de que la entrega de valores y fondos se efectúe de forma oportuna. Los depósitos de valores cuentan con procedimientos para facilitar el ejercicio de los derechos económicos y políticos de los inversionistas del mercado integrado de acuerdo con las normas de cada país, así como para el adecuado registro de los eventos corporativos acordados por los emisores. En materia de supervisión, el modelo de integración considera que la relación de los intermediarios de cada país es con la bolsa y depósito de valores del país donde estén constituidos, así como con la autoridad de dicho país. De igual manera, la supervisión de los emisores está a cargo de la autoridad del país en la cual se encuentre listado el respectivo emisor o valor.

#### 4. Principales aspectos considerados por los reguladores y cambios normativos en Perú y en Chile

Considerando la relación de complementariedad de los mercados bursátiles de los tres países, dado que los sectores económicos predominantes a los que pertenecen los emisores de valores en cada bolsa son distintos<sup>6</sup>, las semejanzas en los objetivos y principios de regulación y supervisión existentes en los tres mercados, y las oportunidades que se abren a sus respectivos mercados de valores con el proceso de integración, derivadas de la ampliación de alternativas de inversión y financiamiento, los reguladores acordaron apoyar la iniciativa de las bolsas y depósitos de valores, y ejecutar acciones con el objeto de viabilizar la integración de sus mercados en condiciones que garantizaran la protección del inversionista y la transparencia del mercado<sup>7</sup>. La labor desarrollada por los reguladores para viabilizar el proyecto de integración, que conllevó la conformación de MILA, incluyó tanto acciones individuales como conjuntas. Las primeras, como respuesta a las características y situación propia de cada país, y las segundas como resultado del consenso entre los reguladores a partir de las coordinaciones continuas que se iniciaron desde octubre de 2009.

---

<sup>6</sup> En la bolsa peruana prima el sector minero; el sector de retail y servicios tienen mayor importancia en Chile; y el sector financiero y energético en Colombia.

<sup>7</sup> En el Anexo I se muestran algunos indicadores de los tres mercados accionarios.

En el proceso de implementación de MILA, los reguladores acordaron dar especial atención a los siguientes aspectos. En el mercado peruano, muchos de estos asuntos se materializaron en una norma reglamentaria expedida para regular la participación de las bolsas, depósitos e intermediarios en el mercado integrado<sup>8</sup>.

Aspectos relevantes	Acciones realizadas en Perú
1. La definición de los mecanismos de acceso de los valores al mercado integrado y requisitos.	En el mercado peruano, se estableció que el acceso de los valores extranjeros se realizara en virtud de su inscripción automática en el registro que lleva el supervisor (Registro Público del Mercado de Valores), la cual se efectuaría a solicitud de la BVL <sup>9</sup> , sin que de ello se deriven obligaciones adicionales de información del emisor ante el regulador peruano.
2. La evaluación de las características que definen el enrutamiento intermediado como mecanismo de acceso al mercado integrado, debiéndose calificar la actividad para los intermediarios de los mercados y sus efectos.	Se precisó el enrutamiento como el ruteo de órdenes hacia el sistema de negociación de cada bolsa con el soporte de un contrato de corresponsalía entre intermediarios. Se definió la responsabilidad y obligaciones del intermediario local en las operaciones realizadas en la bolsa local a través del enrutamiento y de aquellas enrutadas a las bolsas extranjeras. Se asignaron obligaciones a la BVL, CAVALI y al intermediario para asegurar la trazabilidad y suministro de información de las operaciones. Se estableció que las obligaciones de registro y conocimiento del cliente se efectúan por el intermediario local respecto del intermediario extranjero.
3. La definición en las tres jurisdicciones sobre los mecanismos y los responsables del suministro de la información al mercado en general, para efectos de OPAs, información relevante del emisor, entre otros. Este aspecto incluye lo relacionado con los requerimientos tecnológicos y la forma de ejercer los derechos por parte de los inversionistas.	Se estableció que la permanencia de la inscripción de los valores extranjeros del mercado integrado en el Registro Público del Mercado de Valores está sujeta, entre otros, a la implementación por parte de la BVL de los medios necesarios para la difusión a los inversionistas locales, de la información relevante brindada por los emisores de dichos valores en el país donde estén listados, siendo obligación de la BVL proporcionar dicha información de manera simultánea a la difusión que se da en el país donde se liste el valor y mantener habilitado el acceso a los sistemas informativos en los cuales se actua-

<sup>8</sup> Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado, Resolución CONASEV N° 107-2010-EF/94.01.1.

<sup>9</sup> En el caso colombiano se decidió que la inscripción de los valores se realice en la bolsa de valores, en tanto que en Chile los valores fueron inscritos en el registro del supervisor.

Aspectos relevantes	Acciones realizadas en Perú
	<p>lice la información relevante. Asimismo la BVL debe difundir las reglas y plazos aplicables para la difusión de información de los emisores en el mercado local y en los mercados de las bolsas integradas. Se estableció la obligación de la BVL y CAVALI de disponer de procedimientos seguros para el ejercicio de los derechos de los inversionistas.</p>
<p>4. La definición de los aspectos mínimos que deben contener los acuerdos o contratos que se suscriban entre los intermediarios de valores locales y extranjeros, entre las bolsas y entre los depósitos de los tres países.</p>	<p>Se estableció el contenido mínimo de los contratos de corresponsalía entre intermediarios así como de los convenios entre depósitos de valores. Los contratos entre intermediarios deben incluir, entre otros, la exigencia de un análisis y control de riesgos y el establecimiento de límites operativos de negociación entre los intermediarios con la finalidad de limitar su exposición<sup>10</sup>.</p>
<p>5. Analizar el alcance del intercambio de información, así como los medios y forma para viabilizar el uso de la misma.</p>	<p>Se reconoció los mecanismos de intercambio de información que los supervisores prevean o acuerden. En el caso de entidades autorreguladas el intercambio debe ser canalizado por conducto del regulador.</p>
<p>6. Determinar la forma para aplicar de manera expedita las medidas de supervisión que sean necesarias adoptar en el marco del mercado integrado.</p>	<p>Se estableció que a través de los contratos de corresponsalía entre intermediarios, el intermediario extranjero se obligue a recabar de su cliente el consentimiento para que, en caso que se ordene la inscripción de afectaciones en la cuenta del depósito de valores extranjero en CAVALI por causas atribuibles a dicho cliente, la afectación se replique en el registro administrado por el depósito extranjero o quien lleve el registro del titular final, con el objeto de mantener conciliados ambos registros. Asimismo, en los convenios entre depósitos se incluyó el compromiso para ejecutar los procedimientos establecidos para aplicar de manera expedita medidas cautelares respecto de los valores anotados en sus registros.</p>
<p>7. La implementación de un ejercicio "prueba de recorrido" del mercado integrado de forma previa al funcionamiento del mercado integrado.</p>	<p>Se estableció como requisito para que la BVL y CAVALI puedan participar en el mercado integrado, entre otros, que se obtengan resultados</p>

<sup>10</sup> Cada jurisdicción definió requisitos mínimos, los que posteriormente podrían ser armonizados, sujetos a las características propias de cada jurisdicción.

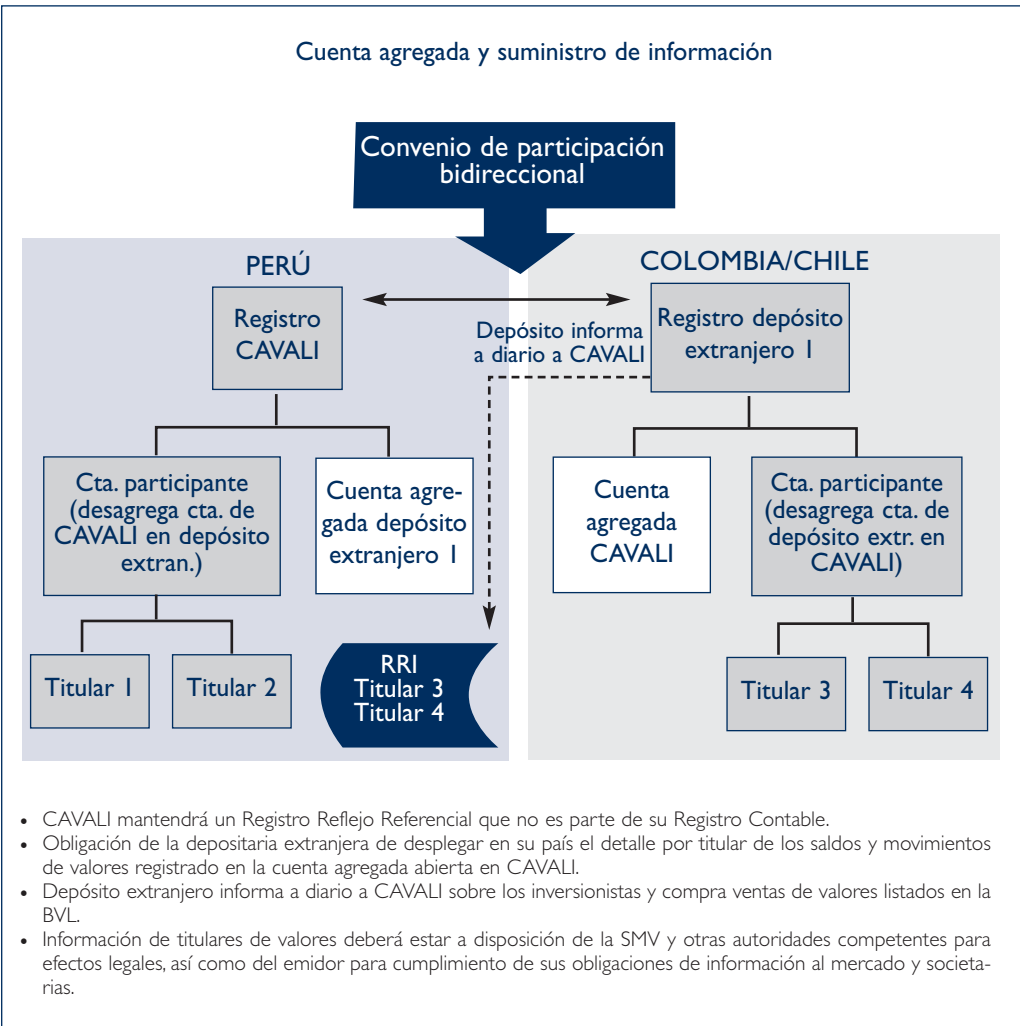


Aspectos relevantes	Acciones realizadas en Perú
	satisfactorios en las pruebas operativas y tecnológicas respecto del funcionamiento del enrutamiento y de la difusión de información, así como respecto de los sistemas y procesos desarrollados por los depósitos para el registro, compensación, liquidación, custodia y registro de eventos corporativos. Dichas pruebas fueron realizadas con éxito y contó con la conformidad de las bolsas y depósitos extranjeros participantes.
8. Revisar con los equipos de las bolsas y los depósitos los mecanismos para acceder de manera oportuna a la información de los beneficiarios finales por parte de los supervisores.	Se estableció que la apertura de cuentas agregadas (ómnibus) al depósito extranjero se condiciona a que en su país de origen se despliegue la identificación del inversionista final, que CAVALI obtenga diariamente dicha información del depósito extranjero y que mantenga dicha información a disposición de la SMV, emisor de los valores y autoridades competentes. Asimismo, se exigió que en los contratos entre intermediarios y convenios entre depósitos de valores se incluyan las autorizaciones necesarias del inversionista para que la identificación de su identidad pueda ser proporcionada al regulador; emisor y autoridades competentes a través de los depósitos de valores.

En Perú, a inicios de noviembre de 2010 se publicó el Reglamento del Mercado de Integrado a través del Enrutamiento Intermediado, norma expedida por la SMV que además de desarrollar los aspectos antes referidos incluyó un procedimiento para la autorización a la BVL y CAVALI para que participaran e iniciaran operaciones en el mercado integrado, estableciendo las condiciones y requisitos para la integración de las plataformas tecnológicas de los sistemas de negociación de las bolsas y los enlaces entre los depósitos de valores, así como la obligación de la BVL y de CAVALI de incorporar las disposiciones y procedimientos que sean aplicables al mercado integrado en sus reglamentos internos y disposiciones internas complementarias. Asimismo, dicho reglamento establece las obligaciones para la BVL, CAVALI e intermediarios locales respecto de su actuación en el mercado integrado (información a disposición del público inversionista, control de riesgos, planes de contingencia, etc.) y los medios para facilitar al regulador la información de las personas que participan en el ingreso de órdenes al sistema de negociación de la BVL así como de los inversionistas que las originen.

El acceso a la información acerca del inversionista final fue una de las condiciones para autorizar la participación de la bolsa y depósitos peruanos en el mercado integrado, y ello fue así no sólo para cubrir las necesidades de información para fines de supervisión del

mercado, sino además porque CAVALI requiere de dicha información para cumplir su obligación de efectuar las retenciones por el impuesto a la renta generadas por las inversiones en bolsa, función que le fue asignada por la ley de la materia. Para dicho efecto, el reglamento en mención permitió que CAVALI mantuviera un registro referencial informativo en el cual se tendría la información desagregada a nivel de inversionista final de los valores registrados en las cuentas ómnibus abiertas a nombre de los depósitos extranjeros en CAVALI. El registro reflejo informativo resulta ser un reflejo del registro existente en el país de origen del depósito extranjero, que no forma parte del registro contable de valores que lleva CAVALI por lo que esta última no puede otorgar certificaciones respecto de la información contenida en dicho registro especial pero que, sin embargo, fue reconocido por las normas tributarias para la atribución de las obligaciones tributarias. Esta solución permitió



armonizar las premisas del MILA<sup>11</sup> con las características y responsabilidades de las instituciones peruanas y su operativa en el mercado.

Otra norma emitida en el mercado peruano para el funcionamiento del MILA fue la Resolución de la Gerencia General N° 012-2011-EF/94.01.2 que aprobó el Manual de especificaciones para el envío de información de la BVL y CAVALI relacionada al mercado integrado a través del enrutamiento intermediado (información para supervisión). Asimismo, el 24 de mayo de 2011 se publicó la autorización otorgada a la BVL y CAVALI para participar en el Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado – MILA mediante Resolución CONASEV N° 036-2011-EF/94.01.1 y por Resoluciones CONASEV N° 037 y 041-2011-EF/94.01.1 se aprobaron las modificaciones al Reglamento Interno de CAVALI y al Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la BVL, respectivamente, que incorporan disposiciones para el funcionamiento del Mercado Integrado.

Entre los cambios operacionales y normativos realizados en Chile en relación con la puesta en marcha del Mercado de Integración Latinoamericano, podemos destacar los siguientes:

- La propuesta de reducción del costo de inscripción de los valores bajo un mismo patrocinador en el Registro de Valores Extranjeros. En Chile se debe pagar una cuota por cada valor extranjero que se inscribe en dicho registro, impidiendo con ello una inscripción masiva de los valores provenientes de Perú y Colombia. El Gobierno elaboró una propuesta ante el Congreso para establecer un límite de monto a pagar por la inscripción masiva de dichos valores para incentivar el desarrollo del MILA.
- El Depósito Central de Valores (DCV) fue autorizado por la Superintendencia de Valores y Seguros para operar como agente responsable para fines tributarios en Chile. Los participantes extranjeros pueden obtener un Rol Único Tributario mediante un procedimiento simplificado a través de DCV, quien asumirá las responsabilidades tributarias del depositante frente al Servicio de Impuestos Internos de Chile.
- Se está desarrollando un sistema de automatización del Servicio de Custodia Internacional en el Depósito Central de Valores. Actualmente parte de dicho servicio se realiza de forma manual, modalidad que no podría enfrentar de manera óptima un potencial aumento de las negociaciones en el MILA.

## 5. Acciones más recientes

A fin de hacer más eficiente el proceso de supervisión del mercado integrado, los reguladores suscribieron una adenda al MOU del 15 de enero de 2010, a fin de crear un comi-

<sup>11</sup> Registro de valores en cuentas ómnibus a nombre de los depósitos extranjeros y obstáculos para compartir entre el intermediario local y el intermediario extranjero la información acerca de sus respectivos clientes.

té de coordinación general de supervisión denominado “Comité de Supervisión” del mercado integrado. Dicha adenda fue suscrita el 15 de junio de 2011 en el marco del Primer Encuentro de Supervisores del Mercado Integrado Latinoamericano – MILA realizado en Bogotá<sup>12</sup>. El Comité de Supervisión, conformado por representantes de los tres reguladores<sup>13</sup>, tiene como función principal realizar las coordinaciones y procedimientos que faciliten las labores de supervisión de los reguladores y en general la supervisión del MILA, particularmente las coordinaciones y procedimientos referidos a las solicitudes de asistencia entre los reguladores, para lo cual se posibilita establecer mecanismos alternativos más ágiles respecto a los definidos en el MOU suscrito el 15 de enero de 2010.

Respecto al ámbito de acción de cada autoridad o regulador, frente a un cuestionamiento o investigación por operaciones efectuadas dentro del MILA, la Adenda en mención define que corresponderá a la autoridad del mercado en que se efectuó la transacción liderar la supervisión de la misma y de las entidades intervinientes (corredores o intermediarios, bolsa de valores, custodio de valores, entre otros), contando para tal efecto con la colaboración de las demás autoridades, sin perjuicio del rol de supervisión que a cada una de ellas les corresponda, respecto de las entidades bajo su control.

De otro lado, de parte de las entidades privadas, el 6 de julio de 2011, las bolsas y depósitos de valores integrantes del MILA anunciaron que su Comité Ejecutivo estará conformado por los ejecutivos de las bolsas y depósitos de valores de máximo nivel, habiéndose decidido por parte del mencionado Comité Ejecutivo la conformación de tres sub-comités que le ayudarán a definir la estrategia de posicionamiento y desarrollo del MILA: un sub-comité operativo, un sub-comité tecnológico, y un sub-comité comercial y de merca-

deo. De otro lado, de parte de las entidades privadas, el 6 de julio de 2011, las bolsas y depósitos de valores integrantes del MILA anunciaron que su Comité Ejecutivo estará conformado por los ejecutivos de las bolsas y depósitos de valores de máximo nivel, habiéndose decidido por parte del mencionado Comité Ejecutivo la conformación de tres sub-comités que le ayudarán a definir la estrategia de posicionamiento y desarrollo del MILA: un sub-comité operativo, un sub-comité tecnológico, y un sub-comité comercial y de merca-

A casi tres meses de iniciadas las operaciones del MILA, el 29 de agosto de 2011, Standard & Poors (S&P) lanzó el primer índice del MILA denominado S&P MILA 40, el cual refleja el comportamiento de los precios de las 40 acciones más líquidas que se negocian en este mercado. Según S&P, el indicador calculado al 29 de julio de 2011, está compuesto en un 25,4% por el sector minero energético; un 25,2% por el sector financiero y el 11,2% por el de servicios públicos. La canasta inicial del citado índice incluye 22 acciones de Chile, 6 de Perú y 12 de Colombia. Para la elección de dichas acciones se consideró la capitalización bursátil ajustada por flotante superior a US\$100 millones a la fecha del cálculo inicial del indicador. Las cinco primeras compañías del índice son: Compañía de Minas Buenaventura S.A. (Perú; 5.90%), Ecopetrol S.A. (Colombia; 5.73%), Saci Falabella (Chile; 5.36%), Empresas Copec S.A. (Chile; 5.24%), y Pacific Rubiales Energy Corporation (Colombia; 5.17%)<sup>14</sup>. El S&P MILA 40 ha sido diseñado para brindar un punto

---

<sup>12</sup> Encuentro celebrado en Bogotá del 15 al 17 de junio de 2011 con el auspicio de la CAF y el Banco Mundial, en el que participaron representantes de CONASEV, SFC, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), la SVS, entre otras autoridades.

<sup>13</sup> El Comité de Supervisión está conformado por seis integrantes: dos representantes por cada regulador; y para los casos de ausencia de los anteriores, se han designado dos representantes alternos por cada regulador.

de referencia a los inversionistas internacionales, para que puedan analizar y seguir sus inversiones en esta región, constituyéndose en un referente para la toma de decisiones en dicho mercado en conjunto, y no solamente de un país. Adicionalmente, los intermediarios y agentes del mercado cuentan con un nuevo instrumento que permitirá el desarrollo futuro de carteras colectivas o de instrumentos estructurados (ETFs) con base en el S&P MILA 40 u otros índices que se desarrollen dentro de esta familia.

## 6. Temas próximos a desarrollar y retos

En el Primer Encuentro de Supervisores del MILA los reguladores llegaron a algunos acuerdos respecto de las tareas a desarrollar, destacando los siguientes:

- Aprobar el Protocolo para el intercambio de información y documentación y la obtención y remisión de pruebas del MILA, el cual se enmarca dentro de la Adenda al MOU que crea el Comité de Supervisión. Dicho protocolo se encuentra en revisión final, y establecerá los procedimientos que seguirá el Comité para solicitar y atender las solicitudes de información y de investigación por parte de los tres reguladores.
- Crear el Comité Ejecutivo de Reguladores del MILA que estará conformado por las máximas autoridades de los mismos, y tendrá por objeto establecer las políticas y lineamientos de acción, así como atender los temas estratégicos y de mediano plazo que contribuyan al fortalecimiento del proceso de integración.

Entre las tareas propuestas a desarrollar de forma conjunta por los reguladores, y que se encuentran en agenda para evaluación, se pueden mencionar, entre otros: el establecimiento de un Código de Conducta del MILA; establecer mecanismos y compromisos para elevar los estándares de los mercados individuales, fundamentalmente en lo relacionado a la divulgación de la información relevante de los emisores, reglas de negociación, liquidación y compensación, entre otros; identificar e implementar mecanismos que faciliten el flujo de divisas y la administración de riesgos cambiarios; armonizar los requerimientos en materia de administración de riesgos operativos de los participantes (bolsas, depósitos e intermediarios); fortalecer los canales de coordinación de los reguladores con los comités de las bolsas y depósitos de valores; evitar duplicidad de funciones y minimizar la posibilidad de arbitraje regulatorio y la generación de sobrecostos; y, solicitar de forma conjunta apoyo a los organismos multilaterales para obtener adecuada capacitación y mejorar los procesos de regulación y supervisión.

Desde la perspectiva de los actores peruanos los retos que se considera de mayor importancia son:

<sup>14</sup> En el Anexo 2 se muestran las acciones que componen el S&P MILA 40.

- Desde el sector privado: ampliar la base de inversionistas y de emisores que participan en el MILA<sup>15</sup>, promocionar las oportunidades que ofrecen los mercados de valores que conforman el MILA, difundir y facilitar la comprensión del funcionamiento del MILA y de los efectos tributarios y cambiarios de las transacciones en dicho mercado. En el caso peruano, divulgar el rol de CAVALI como agente retenedor del impuesto y la uniformidad de las tasas aplicables para inversionistas residentes y no residentes.
- Por parte del regulador: identificar las mejoras que pueden hacerse en materia de regulación y supervisión para lograr estándares y prácticas de transparencia más elevados, identificar las posibles vulnerabilidades o dificultades en el proceso asociadas a las características del modelo y desarrollar mecanismos alternativos de solución, e implementar procesos de supervisión eficaces para las operaciones efectuadas a través de MILA.

Entre los desafíos del proceso de integración, desde la perspectiva de Chile, podemos destacar los siguientes:

- La necesidad de elaborar un código de conducta, de tal manera que contribuya a solucionar el problema de conductas de mercado, como son el uso de información privilegiada y la manipulación de la información.
- Se debe tener en cuenta la posible inclusión de otras bolsas en el Mercado Integrado, considerando que el MILA se presenta como una oportunidad para el mercado de los tres países participantes, y de Sudamérica en general, y que se han demostrado avances significativos de integración.
- Es primordial la colaboración con el desarrollo de requerimientos normativos comunes para los tres mercados en pos de la eficiencia de las operaciones y la transparencia del mercado. (Información exigida, responsabilidad de cada una de las entidades involucradas)
- Es imprescindible implementar la transmisión de información de manera simultánea a la totalidad de las bolsas que participan en el MILA; de lo contrario, se estaría propiciando un monopolio de información al corredor. Para la implementación de dicha simultaneidad, se debe considerar la experiencia de las bolsas europeas, las cuales han demostrado formas eficientes para compartir la información.
- Se requiere determinar un procedimiento a seguir para realizar investigaciones a personas que efectúan operaciones transfronterizas, y combatir el financiamiento del terrorismo y lavado de activos. En este contexto, se tiene la preocupación sobre la posibilidad de entregar información reservada a otros supervisores.

---

<sup>15</sup> El número de operaciones y montos negociados en MILA aún son pequeños. Asimismo, es reducido el número de emisores que tienen el acceso habilitado a uno de los países (Chile) y existe un proyecto de norma en dicho país que busca facilitar dicho acceso. .

- Es necesaria la oportuna coordinación de la entrega de los derechos, tanto políticos como económicos, asociados a los valores que se negocien en MILA.
- Será importante en una segunda etapa considerar los aprendizajes resultantes de la implementación de MILA, al momento de desarrollar un mercado de integración a través de deuda.

Finalmente, para enfrentar estos desafíos, a futuro debe existir una coordinación armónica entre las tres Superintendencias, de manera que puedan desarrollar exitosamente su rol como supervisores. Ante el proceso de integración en curso, se deben analizar las posibles diferencias existentes, y encontrar la forma más apropiada de consensuarlas.

## 7. Conclusiones

- El MILA es el resultado de la iniciativa de las entidades privadas, bolsas y depósitos de valores de Colombia, Perú y Chile, que emprendieron el proyecto de integración y que contaron con el apoyo de los reguladores con el objetivo común de lograr un mayor desarrollo de sus mercados de valores.
- La implementación del MILA ha requerido un avance progresivo, el proyecto original se dividió en dos fases, comenzando el proceso con un modelo de enrutamiento de órdenes, el cual involucra un menor impacto (menos cambios legales, normativos y operativos) con la perspectiva de lograr una integración más profunda a futuro. Asimismo, en la etapa inicial su alcance comprende las operaciones contado con valores de renta variable.
- Con el objeto de efectuar una más eficiente y eficaz supervisión del mercado en el ámbito de sus respectivas competencias, los reguladores de los mercados de valores de Colombia, Perú y Chile suscribieron un Memorando de Entendimiento que facilita la asistencia mutua, el intercambio de información y la recopilación de pruebas. Iniciadas las operaciones de MILA los reguladores constituyeron un Comité de Supervisión del MILA, que podrá aplicar procedimientos de intercambio de información más ágiles y acordes a la dinámica de un mercado integrado.
- Existen retos por superar y tareas a desarrollar por parte de las entidades privadas integrantes del MILA, así como de los respectivos reguladores, a fin de que el MILA pueda alcanzar los objetivos propuestos y generar la confianza de los inversionistas. Entre las acciones a seguir se incluye la conformación de un Comité Ejecutivo integrado por las máximas autoridades de los reguladores, cuya función será atender los temas estratégicos y servir de canal de coordinación del máximo nivel para las decisiones que se adopten respecto del funcionamiento y desarrollo del MILA. Asimismo, siguiendo otras experiencias exitosas de procesos de integración, es importante impulsar el establecimiento de un código de conducta común, de cumplimiento obligatorio, para las entidades privadas que participen en el MILA, ello sin perjuicio de otros mecanismos que puedan generarse.

## ANEXO I: Indicadores de los mercados accionarios de bolsas que conforman MILA

	Chile	Colombia	Perú	MILA	México	Brasil
<b>PBI</b>						
<i>(USD Miles de Millones 2010)</i>	203	286	154	643	1.039	2.090
<b>Capitalización bursátil</b>						
<i>(USD Miles de Millones/Jul. 2011)</i>	322	207	135	664	119	869
<b>Volumen Negociado en Renta Variable</b>						
<i>(USD Miles de Millones/Acum. Jul. 2011)</i>	36	20	4	60	75	547
<b>Número de operaciones Renta Variable</b>						
<i>(Miles/Acum. Jul. 2011)</i>	1.322	483	248	2.053	5.099	61.629
<b>Número de emisores Renta Variable</b>						
<i>(Jul. 2011)</i>	265	84	250	599	440	375
<b>Capitalización bursátil/PBI (2010)</b>	158.3%	72.5%	87.8%		44.1%	71.1%
<b>Monto negociado/PBI (2010)</b>	17.5%	7.2%	2.8%		7.2%	26.2%

Fuente: World Federation of Exchanges.



## ANEXO 2: Composición del S&P MILA 40

Nombre del emisor	País	Sector
Alicorp S.A.A.	Perú	Consumer Staples
Almacenes Exito S.A:	Colombia	Consumer Staples
Antarchile S.A:	Chile	Industrials
Bancolombia S.A. Prf.	Colombia	Financials
Banco Santander Chile	Chile	Financials
Banco de Bogotá S.A.	Colombia	Financials
Banco de Chile	Chile	Financials
Banco de Crédito e Inversiones	Chile	Financials
CAP- Cía de Aceros del Pacífico	Chile	Materials
COLBUN S.A.	Chile	Utilities
Cementos Argos S.A.	Colombia	Materials
Cencosud S.A.	Chile	Consumer Staples
Cervecerías Unidas S.A.	Chile	Consumer Staples
Cía. General Electricidad Ind. S.A.	Chile	Utilities
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	Perú	Materials
CorpBanca S.A.	Chile	Financials
Corporación Financiera Colombiana	Colombia	Financials
Credicorp LTD.	Perú	Financials
Emp. Nacional de Telecomunicaciones S.A:	Chile	Telecommunication Service
ENDESA (Empresa Nacional de Electricidad S.A.)	Chile	Utilities
Ecopetrol S.A.	Colombia	Energy
Empresas CMPC S.A.	Chile	Materials
Empresas COPEC S.A:	Chile	Industrials
Energis S.A.	Chile	Utilities
GENER S.A.	Chile	Utilities
Grupo Aval Acciones y Valores	Colombia	Financials
Grupo Nutresa S.A.	Colombia	Consumer Staples
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	Colombia	Financials
Interconexión Eléctrica S.A. - ISA	Colombia	Utilities
Inversiones Argos S.A.	Colombia	Materials
LA POLAR S.A.	Chile	Consumer Discretionary
Lan Airlines S.A.	Chile	Industrials

<b>Nombre del emisor</b>	<b>País</b>	<b>Sector</b>
Minsur S.A. - Accs. de Inversión	Perú	Materials
Pacific Rubiales Energy Corporation	Colombia	Energy
SACI Falabella	Chile	Consumer Discretionary
SOQUIMICH - Sociedad Química y Minera de Chile	Chile	Materials
Sociedad Matriz Banco de Chile S.A. Serie B	Chile	Financials
Southern Copper Corp	Perú	Materials
Vino Concha y Toro S.A.	Chile	Consumer Staples
Volcán Compañía Minera S.A.A. - B	Perú	Materials