

# ¿La unión de las Bolsas de Valores de Perú, Chile y Colombia resulta siendo un beneficio? En la búsqueda de un Mercado Integrado



## JEANETTE ALIAGA FARFÁN

Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
Máster en Derecho (LL.M.) por Harvard Law School.

## RAFAEL ALCÁZAR UZÁTEGUI

Abogado por la Universidad de Lima.  
Máster en Derecho (LL.M.) por la Universidad Católica de Lovaina, Bélgica.

## RAFAEL PICASSO SALINAS

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

La integración compuesta por las Bolsas de Valores de Colombia, Lima y Santiago, en principio, resultaría beneficiosa para diversos agentes del mercado bursátil, tales como los inversionistas, los intermediarios, los emisores, entre otros. Así pues, dentro de los mencionados beneficios cabe destacar las mayores alternativas de instrumentos financieros, la ampliación de posibilidades de inversión, la reducción de costos de capital, el acceso a un mercado más amplio desde el mercado local, etc. Adicionalmente, es posible observar que cada Mercado destaca dentro de un determinado sector. Así, el sector minero es predominante en el Mercado Peruano, los servicios y el retail en el caso Chileno y el sector financiero y energético en el caso de Colombia. Dentro de tal escenario, **ADVOCATUS** presenta la mesa redonda que podrá observar a continuación, en donde tres destacados profesionales nos brindan sus conocimientos y perspectivas sobre el particular.



## 1. ¿Cuáles, cree usted, son las razones principales que motivan la integración de las Bolsas de Valores del Perú, Colombia y Chile desde la perspectiva peruana?

**J. ALIAGA:** La razón principal para la integración de los mercados tanto desde la perspectiva peruana como de la colombiana y de la chilena es lograr competitividad. Cada una de las bolsas, individualmente consideradas, no tiene relevancia ni presencia en el panorama mundial o regional de los mercados de valores. En efecto, ninguna de las bolsas puede competir en términos de liquidez, profundidad, diversificación, sofisticación y solidez con otros mercados mundiales o de la región como el de Estados Unidos, Londres o México y Brasil respectivamente.

En tal sentido, el objetivo de la integración como de cualquier otra forma de alianza estratégica entre las bolsas es expandir el mercado a efectos de ganar exposición, es decir, lograr convertirse en un bloque económico relevante dentro de Latinoamérica y, por ende, atractivo para un mayor número de inversionistas.

De manera específica, las razones que impulsan a cada una de las bolsas en este proceso de integración son lograr aumentar el volumen de negociación, ofrecer nuevas oportunidades y alternativas de inversión, ampliar el número de inversionistas, posibilitar una mayor diversificación de las carteras, incentivar el ingreso de nuevos emisores y actores en el mercado así como reducir el costo de capital y los costos de transacción, entre otros.

**R. ALCÁZAR:** Para efectos de determinar las razones principales de la integración de las bolsas, debemos observar su impacto en dos (2) ámbitos:

a) Intra-región: Se incrementa la oferta de valores mobiliarios para los inversionistas locales. De esta manera inversionistas de una determinada región pueden acceder a otras bolsas a fin de adquirir valores con otros perfiles de riesgos y rentabilidad; lo cual permite una asignación más eficiente de los recursos.

Al respecto, debemos tomar en consideración que la Bolsa colombiana prioriza las empresas industriales; la chilena, las empresas del sector servicios; y la peruana, las empresas mineras; por lo que se estaría "ofreciendo" a los inversionistas un mayor espectro de posibilidades para realizar inversiones.

En este mismo sentido, la integración permite que se diversifiquen las fuentes de financiamiento; lo cual debiera generar una reducción en los costos de los financiamientos en los distintos mercados y con ello una mayor inversión por parte de las empresas.

b) Extra-región: Se propendería a incrementar la participación de los inversionistas extranjeros a fin de invertir en diversos valores ya sea que los emisores sean peruanos, colombianos o chilenos.

Por otro lado, dicha integración permite la formación de un nuevo bloque bursátil. Así, en términos de movimiento de transacciones, número de inversionistas y valor de las empresas listadas; la plaza bursátil Perú-Colombia-Chile, se constituiría como la segunda bolsa de Latinoamérica; sólo superada por la del mercado brasileño.

**R. PICASSO:** Mira, hay que tener claro que en un mundo globalizado los pequeños tienden a desaparecer o a no crecer. En el caso de las Bolsas que mencionas, la integración es el primer paso para tener una masa crítica de mercado que pueda competir - en algo - con las Bolsas más grandes del mundo. Creo que debe existir una mayor integración de las Bolsas Latinoamericanas para poder ser más competitivos.

2. Argentina no ha sido uno de los países considerado en la integración de las Bolsas de Valores, ¿cree usted que su participación hubiera sido favorable para un mercado como el peruano?

**J. ALIAGA:** La integración entre los mercados de Perú, Chile y Colombia se ha visto propiciada por el carácter complementario de los sectores económicos predominantes en cada una de

estas bolsas así como por las altas tasas de crecimiento económico en cada uno de estos países, las similitudes en las economías de los tres países y los atractivos rendimientos en las tres bolsas. Sin embargo, ello no implica que la integración o establecimiento de alianzas con otros mercados se encuentre negada.

Por el contrario, esta integración es un primer paso para luego buscar alianzas o integración con mercados de valores más dinámicos como el de Brasil, México o Argentina. En tal sentido, la futura participación de cualquiera de estos mercados –más desarrollados, profundos y sofisticados– sin duda coadyuvará al crecimiento y desarrollo del mercado de valores peruano.

**R. ALCÁZAR:** Por supuesto, hubiese permitido la constitución de un mayor bloque bursátil latinoamericano y generaría una mayor oferta (sobre todo por la diversificación de riesgos) para los inversionistas extranjeros.

**R. PICASSO:** Mientras Argentina tenga los gobiernos que estamos viendo y sus políticas económicas sean como las actuales, no es una plaza atractiva para el mercado de capitales. Además que esas mismas características son las que motivan la falta de confianza del inversionista hacia dicho país. No tengo duda que el día que cambien las cosas en la Argentina, su Bolsa será muy atractiva para la integración y, desde luego, también para el Perú.

3. La unión de las diversas Bolsas de valores alrededor del mundo, han ocasionado resultados favorables porque han generado sustancialmente un mayor número de transacciones en los países involucrados. Sin embargo, dicha integración para muchos significa un reto para los países involucrados. En tal sentido, ¿cuáles considera usted vendrían a ser los riesgos que asuma el Perú como consecuencia de la integración de las Bolsas de Valores?

**J. ALIAGA:** Los principales riesgos que el Perú asume como consecuencia de la integración de las bolsas están estrechamente relacionados a los retos que dicha integración supone.

Entre los principales retos tenemos: (i) lograr la eliminación de asimetrías regulatorias, especialmente en el ámbito tributario, (ii) evaluar y, de ser el caso, posibilitar el uso de una moneda común, (iii) estandarizar las reglas de negociación, (iv) promover el desarrollo y fortalecimiento tecnológico, (v) contribuir a la convergencia de costos de operación vía la homogenización de tarifas de intermediación, (vi) lograr mejorar la competitividad de los intermediarios locales, (vii) contribuir a la implementación de una plataforma única de negociación y a un modelo de compensación y liquidación transfronterizo y; (viii) desarrollar mecanismos de supervisión integrada, entre otros.

En tal sentido, en la medida que cada uno de los actores de la industria de mercado de valores local supere los retos planteados como consecuencia de la integración los riesgos asociados a la no consolidación de la integración o a la exclusión del mercado de valores peruano de dicha integración disminuyen.

**R. ALCÁZAR:** El principal riesgo en esta integración es capitalizar adecuadamente los beneficios que surgirán y para ello tendrá que continuarse con una adecuada revisión de los marcos normativos de los tres países intervinientes. Ello con el objeto de que las tres legislaciones resulten siendo armónicas y ofrezcan a los inversionistas un marco fiable y competitivo a partir del cual puedan realizar sus decisiones de inversión.

**R. PICASSO:** El principal riesgo que puede tener el Perú es el político. Si las elecciones presidenciales de abril terminan como esperamos, creo que al Perú nadie lo para, a pesar de las crisis económicas que han tenido las grandes economías. Creo que más que hablar de riesgo es mejor hablar de fortalezas. Y dentro de ello creo que el mercado de capitales en el Perú tiene mucho por crecer, todavía es muy pequeño y no debemos de desperdiciar la gran oportunidad que tiene la integración de las Bolsas. Este esfuerzo permitirá a las empresas peruanas salir al mercado de capitales y atraer a un mayor número de inversionistas, sin perjuicio de darle una mayor liquidez y profundidad al mercado.

4. Se dice que la elección del intermediario de valores es tan delicada como la del médico o el abogado personal, toda vez que a él se le confía parte del patrimonio. De acuerdo a ello, ¿qué implicancias ocasionaría la integración de las Bolsas frente a los Intermediarios de valores de los países involucrados, de acuerdo al enunciado antes transcrito?

**J. ALIAGA:** Las principales consecuencias que se derivan de la integración de las bolsas para los intermediarios locales se pueden resumir en lo siguiente:

Enfrentan una mayor competencia en materia de intermediación debido a la participación de actores de mayor envergadura, exposición y sofisticación como son los intermediarios extranjeros. Deben realizar un esfuerzo real por ser más competitivos, desarrollando nuevos y mejores servicios en la industria de valores, fortaleciéndose patrimonial y tecnológicamente, reduciendo sus costos operativos, etc.

Deben desarrollar mecanismos o esquemas que le permitan administrar o asumir los riesgos derivados de la interacción con los intermediarios extranjeros. Esto último, por la responsabilidad que les corresponde asumir por las obligaciones derivadas de las transacciones realizadas por el intermediario extranjero en el mercado local como consecuencia del enrutamiento intermediado.

Deben cuidar deslindar ciertas responsabilidades frente al inversionista local cuando ejecutan órdenes de sus clientes para la realización de operaciones en el exterior, como por ejemplo, poner en su conocimiento que la información relevante sobre los valores se encuentra sujeta a las normas del mercado extranjero, que las operaciones no se encuentran cubiertas por las garantías vigentes para las operaciones que se realizan en la Rueda de Bolsa de Valores de Lima y que no asumen responsabilidad por la solvencia de los emisores o rentabilidad de los instrumentos.

Deben desarrollar la infraestructura y capacidad operativa adecuada que le permita cumplir con las obligaciones que se asumen en la realiza-

ción de operaciones a través del enrutamiento intermediado.

Deben procurar generar alianzas estratégicas con los intermediarios extranjeros a efectos de lograr presencia y reconocimiento en los mercados extranjeros donde en un principio serán actores nuevos y desconocidos o para permitir la participación de los intermediarios extranjeros en el mercado local. Esto en la segunda fase de implementación del mercado integrado, en la cual se espera la participación directa de intermediarios extranjeros en la plaza bursátil local y viceversa.

En resumen, si los intermediarios locales no asumen el reto de competir en igual de condiciones con los demás intermediarios extranjeros en un mercado integrado están destinados a ser depurados de la industria del mercado de valores como consecuencia de la decisión agregada de los inversionistas respecto a la elección del intermediario "adecuado". Esto porque, al fin y al cabo, nadie confía su patrimonio a agentes ineficientes o ineficaces.

**R. ALCÁZAR:** Una de las implicancias más importantes resultaría en la participación de los diferentes intermediarios en las bolsas de otros países distintos a aquellos en los que se encuentran primigeniamente autorizados. Para ello tiene que asegurarse que el marco normativo sea el adecuado, a la vez que reduzca los riesgos operativos que surgen por lo general en estas operaciones transfronterizas.

Hoy en día, a fin de invertir en una bolsa extranjera, se celebra un contrato en virtud del cual la SAB peruana contrata con una SAB en Chile, a fin de que la orden de compra de un cliente de la SAB peruana entre a la Bolsa chilena a través de la SAB de dicho país.

En este sentido, los clientes siguen manteniendo la relación con "su" SAB. Sin embargo, en etapas posteriores de la integración, podría contemplarse que las SABs de cualquier país miembro puedan operar directamente en el mercado de otra; lo cual incrementaría la competencia de los intermediarios.

**R. PICASSO:** Ninguna consecuencia negativa. Hasta donde tengo entendido las casas de bolsa locales van a tener sus correspondencias en los países que se están integrando. Se supone que los intermediarios están debidamente supervisados por las entidades reguladoras. En la medida que eso es así, creo que no debería existir preocupación por parte de los inversionistas, aunque el riesgo cero no existe.

**5. Se afirma que la bolsa es una especie de termómetro económico, dado que existe una fuerte sintonía entre lo que ocurre en la economía de un país y lo que acontece en el comportamiento de la Bolsa del mismo. Asimismo, hay distintos factores que tienen influencia sobre la cotización de un valor, a saber: acontecimientos políticos, coyuntura económica, factores que afectan la liquidez o cantidad de dinero de una economía, causas ligadas a la psicología del conjunto de inversionistas, etc. En tal sentido, ¿considera que el estado económico y político de Chile y Colombia resultan favorables para el mercado peruano desde una perspectiva bursátil? ¿Qué otro país latinoamericano considera que presenta una situación óptima para el mercado peruano?**

**J. ALIAGA:** Sin duda las actuales condiciones macroeconómicas, la estabilidad política y jurídica de Chile, Colombia y del Perú no solo son factores que han propiciado y contribuido a la integración de sus mercados sino que se constituyen como premisas fundamentales para su implementación, desarrollo y consolidación integrales.

Ahora bien, un país atractivo para una futura integración o alianza estratégica con el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es sin duda Brasil. Esto no solo por el tamaño y desarrollo de su economía así como de su estabilidad política sino también porque al ser el mercado de valores más desarrollado de la región nos conduciría a ganar una exposición mundial y no solo regional.

**R. ALCÁZAR:** Toda adquisición de un valor mobiliario por parte de un inversionista implica la asunción de un "cierto" grado de riesgo.

Para el caso de valores de renta variable (como las acciones emitidas por una empresa), este riesgo es mucho más identificable; dado que la rentabilidad del mismo se genera a partir de los ingresos que genere dicha empresa (y que serían repartidos a través de dividendos, por ejemplo).

Sin embargo, este riesgo asociado a la rentabilidad o retorno del valor adquirido también se presenta respecto de los valores de renta fija (por ejemplo, algunas clases de bonos), dado que su pago dependerá que la sociedad que los emitió tenga el flujo de caja suficiente para ello.

Esto último (la generación de ingresos para la sociedad) depende de varios factores. Dentro de estos debemos mencionar, y como uno importante, la coyuntura económica y también política de un país. Esto, dado que ambas tienen una incidencia directa en la participación de una empresa en el mercado. No es lo mismo competir en un mercado con reglas claras y predecibles; que en un mercado sumamente regulado o con variación constante de las normas que regulan el mismo.

Ahora, con relación a Chile y Colombia podemos ver que su entorno político y económico es estable, sin mayores cambios en el entorno macroeconómico y con un crecimiento sostenido en la región. Es más, respecto al año 2010, Colombia se encontraba en el puesto 68 del ranking de competitividad elaborado por el World Economic Forum; Chile, en el 30; y el Perú, en el 73.

En este sentido, consideramos que el estado económico y político de Chile y Colombia resultan favorables para el mercado peruano. Otros países con un entorno adecuado son Uruguay y Brasil.

**R. PICASSO:** Por supuesto que si es favorable. Es una oportunidad que no debemos desaprovecharla y con mayor razón si con las elecciones de abril el panorama político y económico del Perú no se altera. Brasil, México y Argentina – en su momento – son los candidatos ideales para dar el gran salto y realmente ser competitivos con, por ejemplo, NYSE.

## 6. ¿Qué efectos tributarios generaría la unión de las Bolsas de Valores de Perú, Chile y Colombia?

**J. ALIAGA:** El principal efecto tributario que debería generar la integración de las bolsas es la convergencia en el corto o mediano plazo del régimen tributario aplicable a las inversiones –extranjeras o locales– en cada una de las bolsas integradas.

En otras palabras, el objetivo es eliminar cualquier asimetría existente en los regímenes tributarios vigentes. De lo contrario, por un lado, la bolsa o bolsas con mayor carga tributaria perderán competitividad y, por otro lado, se producirá una concentración de inversiones en la plaza bursátil que ofrezca los menores costos tributarios. Lo que en términos prácticos implicaría el fracaso del logro de los objetivos del mercado integrado para la bolsa o bolsas con mayor carga impositiva.

En tal sentido, por ejemplo, una de las últimas modificaciones al régimen tributario peruano se encuentra relacionada a equiparar las tasas impositivas aplicables en el marco de la integración bursátil del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Así, se ha efectuado la extensión de la aplicación de la tasa del 5% a las ganancias de capital obtenidas por personas naturales no domiciliadas en las operaciones que se realicen no solo a través de la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima sino también a través del MILA.

**R. ALCÁZAR:** En principio, la integración de las bolsas no genera por sí misma algún efecto tributario que deba tenerse en cuenta.

Sin embargo, es muy importante que las legislaciones tributarias internas de los tres países estén alineadas con el objetivo de integración perseguido y se realicen las modificaciones o ajustes normativos a fin de incentivar que las personas extranjeras inviertan en valores emitidos por personas jurídicas peruanas y que, en nuestro caso, personas peruanas inviertan en valores emitidos por empresas de Chile y Colombia a través de las bolsas de valores de tales países.

En ese sentido, es pertinente resaltar que en la actualidad las rentas que pudieran obtener las personas extranjeras por transacciones de valores realizadas en la Bolsa de Valores de Lima se encuentran gravadas con la tasa del 5%, mientras que las obtenidas por transferencia de valores realizadas fuera de bolsa están gravadas con la tasa del 30%. Lo anterior constituye un gran incentivo para realizar las operaciones a través de la bolsa limeña.

En relación con la inversión de personas peruanas en valores inscritos en las bolsas de Chile y Colombia, con la publicación de la Ley N° 29645 a fines del año 2010 (norma vigente a partir del 1 de enero de este año), se introdujo un régimen especial a las rentas que pudieran obtener personas peruanas por la venta de valores a través de las bolsas de tales países, en la medida que ahora se les brinda el tratamiento de rentas de segunda categoría sujetas a la tasa de 6.25%. Hasta el año 2009, las rentas (de fuente extranjera) de personas peruanas derivadas de la transferencia de valores mobiliarios emitidos en el exterior estaban gravadas con la tasa progresiva del 15%, 21% y 30%.

**R. PICASSO:** A partir del 1 de enero de 2011, fecha de la entrada en vigencia de la Ley 29645, se ha corregido un problema que se generaba con la integración y que estaba relacionado con la asimetría en el tratamiento del impuesto a la Renta de las personas naturales domiciliadas sobre las ganancias de capital por la venta de acciones cotizadas en la BVL.

Lo que sucede es que antes de la modificación, mientras que las ganancias por la venta de acciones emitidas por empresas peruanas hubieran estado gravadas con la tasa de 5%, la utilidad por la venta de acciones emitidas por empresas colombianas o chilenas –aún cuando se transaran en la BVL– estaban siendo gravadas con las tasas progresivas de 15%, 21% y 30%. La razón es que estas últimas estaban calificadas como ganancias de fuente extranjera.

Con la aprobación de la ley que comenté se ha corregido esta asimetría pues, a pesar de

continuar calificando como rentas de fuente extranjera, se establece que tales ganancias se sumarán a las rentas de segunda categoría. Esto significa que, en la práctica, tributarán como rentas de fuente peruana con la tasa de 5%. Esta modificación es aplicable a aquellas ganancias derivadas de la venta de acciones registradas

en el RPMVP y siempre que la venta se haga en bolsa o, que estando registrados en el exterior, su venta se realice en mecanismos centralizados de negociación del exterior, siempre que exista un Convenio de Integración, como es el caso del Convenio suscrito con las Bolsas de Chile y Colombia.