

**DIAGNÓSTICO Y RECOMENDACIONES PARA
REMOVER INHIBIDORES MICRO QUE RESTRINGEN EL
DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL Y LA
INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA EN LA REGIÓN**

Informe elaborado y consolidado por las consultoras

Monique Moura de Almeida

Lucy Pamboukdjian

Agosto 2024



ÍNDICE

SUMARIO EJECUTIVO	8
<i>I – EMISORES Y EMISIONES.....</i>	49
<i>A - GOBIERNO CORPORATIVO.....</i>	49
I. INTRODUCCIÓN.....	50
II. DIAGNÓSTICO REGIONAL DE LOS ESTÁNDARES RECOMENDADOS	51
1. PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE	52
2. LOS LINEAMIENTOS DE PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA CAF	62
III. ANÁLISIS EVOLUTIVO	69
IV. ESTANDARES MINIMOS RECOMENDADOS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	73
V. CONCLUSIONES.....	77
VI. BIBLIOGRAFÍA	78
<i>I – EMISORES Y EMISIONES.....</i>	79
<i>B - CALIDAD DE LA INFORMACIÓN</i>	79
I. INTRODUCCIÓN.....	80
II – PRINCIPIOS Y ESTÁNDARES INTERNACIONALES PARA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN.....	81
1. LOS PRINCIPIOS DE LA IOSCO PARA DIVULGACIÓN CONTÍNUA DE INFORMACIONES RELEVANTES (2002)	81
2. LOS PRINCIPIOS DE LA IOSCO PARA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN PERIODICA (2010)	82
3. LOS ESTÁNDARES DE NIIF	82
III - DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO REGIONAL DE LOS ESTÁNDARES RECOMENDADOS	83
1. INFORMACIÓN RELEVANTE	84
2. INFORMACIÓN PERIÓDICA.....	87
3. RECEPCIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN RELEVANTE Y PERIODICA.....	89
4. CANALES DE COMUNICACIÓN	91
5. VOTO EN ASAMBLEA	92
6. EVENTOS.....	93
7. MEJORES PRÁCTICAS VOLUNTARIAS	96
8. FALLAS DE CONDUCTA Y SANCIONES	97
IV - INHIBIDORES Y FACILITADORES A LA OPERACIÓN TRANSFRONTERIZA.....	99
1. INFORMACIÓN RELEVANTE	99
2. INFORMACIÓN PERIÓDICA.....	101
3. RECEPCIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN	101
4. VOTO EN ASAMBLEA	102
5. EVENTOS.....	103
6. ADOPCIÓN DE MEJORES PRÁCTICAS.....	104

V - RECOMENDACIÓN DE ESTÁNDAR MÍNIMO DE CALIDAD DE LA INFORMACIÓN	105
VI - CONCLUSIONES	106
VII - BIBLIOGRAFÍA.....	107
<i>I – EMISORES Y EMISIONES.....</i>	<i>108</i>
<i>C - REGLAS DE COLOCACIÓN PRIMARIA Y ESTANDARIZACIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA.....</i>	<i>108</i>
I. INTRODUCCIÓN.....	109
II – ESTÁNDARES PARA DIVULGACIÓN DE INFORMACIONES RELATIVAS A LA COLOCACIÓN DE VALORES	109
III - DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO REGIONAL DE LOS ESTANDÁRES RECOMENDADOS	111
A - REGLAS DE COLOCACIÓN PRIMARIA	112
1. CARACTERÍSTICAS GENERALES	112
2. REGISTRO DE LA OFERTA.....	115
3. ANUNCIO AL MERCADO Y PROSPECTO (FOLLETO)	116
4. PARTICIPANTES DE LA OFERTA	117
5. DIVULGACIÓN DE LA OFERTA (MATERIAL PUBLICITARIO)	118
6. DEFINICIÓN DE PRECIO	119
7. MECANISMOS DE ESTABILIZACIÓN DE PRECIO.....	120
8. NEGOCIACIÓN SECUNDARIA	121
9. INFRAESTRUCTURA DE POST-NEGOCIACIÓN	121
B - ESTANDARIZACIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA CORPORATIVA	122
1. MARCO LEGAL Y REGULATORIO	123
2. CARACTERIZACIÓN	123
3. REGISTRO.....	123
4. REQUISITOS ESPECIALES PARA COLOCACIÓN PRIMARIA Y NEGOCIACIÓN SECUNDARIA.....	124
IV – INHIBIDORES DE LA OPERACIÓN TRANSFRONTERIZA.....	124
1. DEFINICIÓN DEL PRECIO Y PARTICIPANTES	125
2. NEGOCIACIÓN SECUNDARIA	125
3. INFRAESTRUCTURA DE POST-NEGOCIACIÓN	126
4. FALTA DE ESTANDARIZACIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA CORPORATIVA.....	126
V – ESTÁNDARES RECOMENDADOS.....	127
1. ESTÁNDARES PRIORITARIOS RECOMENDADOS PARA LA DIVULGACION DE INFORMACIONES DE LA OFERTA	128
2. RECOMENDACIONES RELATIVAS A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS INVOLUCRADOS EN LA COLOCACIÓN PRIMARIA DE VALORES	129
3. CONDICIONES DE EMISIÓN ESTÁNDAR E INFORMACIONES PARA VALORES DE RENTA FIJA CORPORATIVA	131
VI – CONCLUSIONES.....	132
VII - BIBLIOGRAFÍA.....	133
<i>II - INVESTIGACIÓN DE MERCADO, ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y LIQUIDEZ</i>	<i>135</i>

A - CALIDAD DEL ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN PRODUCIDA POR INTERMEDIARIOS Y ANALISTAS..... 135

I – INTRODUCCIÓN	136
II – DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO REGIONAL	136
1. CARACTERÍSTICAS GENERALES	137
2. CALIDAD DE LAS INFORMACIONES.....	138
3. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA ACTIVIDAD DE ANALISTA	139
4. CERTIFICACIÓN DE PROFESIONALES Y AFILIACIÓN INTERNACIONAL	139
III – EL CARÁCTER INHIBIDOR DE LA INVESTIGACIÓN DE LOS ANALISTAS DE VALORES	140
IV – RECOMENDACIONES	141
V – CONCLUSIONES	143

II - INVESTIGACIÓN DE MERCADO, ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y LIQUIDEZ 144

B – LIQUIDEZ 144

I – INTRODUCCIÓN	145
II - RENTA VARIABLE.....	147
1. DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO.....	147
2. INHIBIDORES AL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA VARIABLE Y RECOMENDACIONES	155
3. RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA VARIABLE	156
III – RENTA FIJA CORPORATIVA	159
1. DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO.....	159
2. INHIBIDORES AL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA CORPORATIVA	165
3. RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA CORPORATIVA	165
IV - RENTA FIJA PÚBLICA	168
1. DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO.....	168
2. INHIBIDORES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA PÚBLICA	174
3. RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA PÚBLICA	176
V – DERIVADOS – EVOLUCIÓN RECIENTE Y CONSIDERACIONES GENERALES.....	177
1. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE DERIVADOS	177
2. IMPACTOS PARA LAS BOLSAS DE LA FIAB	179
VI – CONCLUSIONES.....	180
VII – BIBLIOGRAFÍA	182

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES 184

INTRODUCCIÓN GENERAL..... 184

I – REVISIÓN DEL ANALISIS DE PRODUCTOS.....	185
II – PROCESO DE MADUREZ DE PRODUCTOS.....	186

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES 188

A - DERIVADOS..... 188

I – INTRODUCCIÓN	189
II – DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO	190
1. PRODUCTOS DERIVADOS EN LA REGIÓN	190
2. CARACTERIZACIÓN DE LOS MERCADOS Y GRADO DE DESARROLLO	191
III - FACTORES DEL DESARROLLO	201
IV - RECOMENDACIONES	201
1. DERIVADOS ESTANDARIZADOS DE BOLSA	201
2. DERIVADOS OTC – REGISTRO CENTRALIZADO	202
V – CONCLUSIONES	203
VI - BIBLIOGRAFÍA.....	204

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES 205

B - FONDOS DE INVERSIÓN 205

I – INTRODUCCIÓN	206
II – DIAGNÓSTICO REGIONAL	207
III - RIESGOS Y FACTORES DE DESARROLLO	209
1. ADMINISTRACIÓN DE LIQUIDEZ.....	210
2. CUSTODIA	211
3. BASE DE INVERSIONISTAS	211
4. MARCACIÓN A MERCADO (MARK-TO-MARKET).....	212
IV - TENDENCIAS EN LA INDUSTRIA DE FONDOS.....	212
V – RECOMENDACIONES	213
1. DIVERSIFICACIÓN DE LA BASE DE INVERSORES, DEMOCRATIZACIÓN Y EDUCACIÓN FINANCIERA....	213
2. CUSTODIA Y CONTROL DE LOS ACTIVOS SUBYACIENTES.....	213
3. TOKENIZACIÓN, NUEVAS TECNOLOGÍAS Y GOBIERNO	213
4. CONTRIBUCIÓN DE LAS BOLSAS PARA LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ.....	214
VI – CONCLUSIONES.....	214
VII - BIBLIOGRAFÍA.....	215

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES 216

C – FONDOS CON NEGOCIACIÓN BURSÁTIL (ETF, EXCHANGE-TRADED FUNDS) 216

I – INTRODUCCIÓN	217
1. PRINCIPIOS REGULATORIOS APLICABLES A LOS ETF	219
II - DIAGNÓSTICO REGIONAL	220
III - ELEMENTOS INHIBIDORES EN LOS ETF	221

IV - RECOMENDACIONES	221
1. ETF COMO INSTRUMENTO DE ACCESO DE INSTITUCIONALES Y PERSONAS NATURALES	222
2. DIVERSIFICACION DE RIESGO Y DE ACTIVOS.....	222
3. INDICES REGIONALES CON ETF.....	222
4. LANZAMIENTO DE ETF CON INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	223
5. CUMPLIMIENTO CON LAS RECOMENDACIONES REGULATORIAS	223
V - CONCLUSIONES	224
VI - BIBLIOGRAFÍA.....	224
 <u>III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES</u>	 <u>226</u>
 <u>D - PRODUCTOS ASG (AMBIENTAL, SOCIAL Y GOBIERNO CORPORATIVO).....</u>	 <u>226</u>
 I - INTRODUCCIÓN	227
1. SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES (SSE)	228
2. ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD	228
3. <i>GREEN, SOCIAL AND SUSTAINABLE BONDS</i> – BONOS VERDES, SOCIALES Y SOSTENIBLES.....	229
4. LA PANDEMIA Y EL ASG.....	230
5. GREEN EQUITY – ACCIONES VERDES	231
II - DIAGNÓSTICO REGIONAL	232
III - ELEMENTOS INHIBIDORES EN ASG.....	235
IV - RECOMENDACIONES	236
1. BONOS SOSTENIBLES.....	236
2. ETFs SOSTENIBLES.....	237
3. ACCIONES SOSTENIBLES.....	237
V - CONCLUSIONES	237
VI - BIBLIOGRAFIA.....	238
 <u>ANEXOS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....</u>	 <u>240</u>

A lo largo del documento se utilizaron las siguientes siglas para referencia a las bolsas y mercados miembros de la FIAB:

- BCR - Bolsa de Comercio de Rosario (Argentina)
- BYMA - Bolsa y Mercados de Argentina (Argentina))
- MatBa-Rofex (Argentina)
- MAE – Mercado Abierto Electrónico (Argentina)
- MAV – Mercado Argentino de Valores (Argentina)
- BBV - Bolsa Boliviana de Valores (Bolivia)
- B3 – Brasil Bolsa e Balcão (Brasil)
- BCS o Nuam BCS - Bolsa de Comercio de Santiago (Chile)
- BEC – Bolsa Electrónica de Chile (Chile)
- BVC o Nuam BVC - Bolsa de Valores de Colombia (Colombia)
- BNV - Bolsa Nacional de Valores (Costa Rica)
- BVG – Bolsa de Valores de Guayaquil (Ecuador)
- BVQ – Bolsa de Valores de Quito (Ecuador)
- BVES – Bolsa de Valores de El Salvador (El Salvador)
- BME – Bolsa y Mercados de España (España)
- BMV – Bolsa Mexicana de Valores (México)
- Latinex - Bolsa Latinoamericana de Valores (Panamá)
- BVA – Bolsa de Valores de Asunción (Paraguay)
- BVL o Nuam BVL – Bolsa de Valores de Lima (Perú)
- BVRD – Bolsa de Valores de la Republica Dominicana (República Dominicana)
- BEVSA – Bolsa Electrónica de Valores (Uruguay)
- BVM – Bolsa de Valores de Montevideo (Uruguay)
- BVV – Bolsa de Valores de Caracas (Venezuela)

SUMARIO EJECUTIVO



PRESENTACIÓN Y CONSIDERACIONES INICIALES

El año 2015, la CAF apoyó a la FIAB en la realización de un estudio para identificar los inhibidores macro y micro del mercado de valores de la región, el cual sirvió para que los países participantes identificaran brechas y plantearan estrategias para impulsar su desarrollo individual y la integración regional. Luego de siete años de su realización, el Comité de Trabajo aprobó adelantar nuevamente dicho estudio para evaluar los avances en los inhibidores micro objeto del estudio, identificar las brechas que siguen comprometiendo el desarrollo de los mercados, y replantear las recomendaciones del estudio anterior.

Los procesos de integración económica en curso han reconocido la importancia de avanzar hacia la libre y adecuada movilización de capitales y una integración financiera profunda. La identificación y remoción de inhibidores o restricciones macro y micro en el desarrollo de los mercados de capitales es indispensable para conseguir dicho objetivo de integración regional.

De acuerdo con directrices establecidas en el Plan de Trabajo, la identificación de los inhibidores de naturaleza micro que impiden o limitan el desarrollo de los mercados locales de la FIAB y la inversión transfronteriza entre ellos; así como la elaboración de recomendaciones en el sentido de superar tales inhibidores se detuvo sobre temas específicos:

- Emisores y emisiones
- Investigación de mercado, análisis de la información y liquidez
- Desarrollo de productos bursátiles

De acuerdo con el alcance definido por el Subcomité de Trabajo de FIAB, y en línea con las directrices del Plan de Trabajo, el estudio contempla los subtemas sintetizados en el cuadro abajo:

Tema	Subtema
I - Emisores y emisiones	IA - Gobierno corporativo IB - Calidad de la información IC - Reglas de colocación primaria y estandarización de valores de renta fija
II - Investigación de mercado, análisis de la información y liquidez	IIA - Calidad del análisis de la información y de la investigación producida por intermediarios y analistas IIB - Liquidez
III - Desarrollo de productos bursátiles	IIIA - Derivados IIIB - Fondos de inversión IIIC - ETFs IIID - Productos ASG

Respetada la especificidad de cada uno de los temas, el estudio presenta, inicialmente, una revisión del **diagnóstico regional** comparativamente al estudio realizado en 2015 con el objetivo de proveer un mapeo evolutivo de los mercados de la FIAB. El diagnóstico es construido en base a la verificación de la adherencia a estándares internacionales, el análisis de datos estadísticos e informaciones específicas sobre el funcionamiento del mercado.

La investigación sigue en dirección a identificar los **inhibidores** al desarrollo de los mercados locales y a las operaciones transfronterizas, considerando, entre otros, los elementos presentados por el diagnóstico regional. Tomándose por base los inhibidores identificados, se elaboraron **recomendaciones** con el objetivo de eliminar o minimizar esos factores y de promover un ambiente favorable al desarrollo del mercado local,

con eso potencializando las transacciones transfronterizas entre los mercados de la región. Al final, se presentan las principales **conclusiones** y desafíos relacionados a cada uno de los temas.

Luego de estas consideraciones iniciales, pasamos a los temas específicos analizados en el presente estudio.

I – EMISORES Y EMISIONES

A – GOBIERNO CORPORATIVO

El Capítulo sobre Gobierno Corporativo se hizo con las prácticas más actuales internacionalmente, actualizando los estándares mundiales utilizados en el estudio de 2015 en cruce con las practicas utilizadas en el mercado – sea por fuerza de la regulación de los mercados orientada desde el gobierno o reguladores, por de la autorregulación definida por los normativos de la bolsa o por la voluntariedad de las empresas listadas.

El origen del trabajo tiene como base las dos principales y actualizadas en 2023 referentes en la materia.

- Los Principios de Gobierno Corporativo del Grupo de las 20 Principales Economías del Mundo y de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) lanzado el año 2023: con 6 Líneas Maestras subdividida en 87 acciones efectivas para cumplirlo;
- Los Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, divulgado por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) en el año 2023: con 6 Líneas Maestras subdivididos en 50 elementos de cumplimiento.

En ambos, la Sostenibilidad es ahora un tema clave; trae una mirada a los adecuados controles y acciones para el Gobierno Corporativo, los desafíos de los cambios ambientales y los impactos de las respecto a la sociedad y comunidad en general. Las acciones en materia de sostenibilidad son reforzadas como mecanismos en el sentido de que la empresa tenga con más control y seguimiento de sus riesgos, implementación de planes de acción y consideraciones frecuentes sobre su estrategia hacia los desafíos con las transformaciones de negocio, de la sociedad y del medio ambiente. Implementarlos es sinónimo de empresas preparadas para una actuación diligente y providente hacia la longevidad de la empresa.

DIAGNOSTICO REGIONAL

Es positivo el avance del Gobierno Corporativo entre los mercados de la región y, en muchos casos, por voluntariedad de las mismas empresas. Aunque no siempre la regulación o la Bolsa tienen exigencias en que los emisores adopten prácticas de Gobierno Corporativo, el alto nivel de adhesión puede ayudar a inferir que las empresas lo hacen por su interés de mostrarse a los inversionistas y agentes del mercado, pero también para estar en el juego de los correctos a nivel mundial.

Eso permite considerar que algunas de las empresas adoptan voluntariamente los controles de gobierno corporativo porque se preocupan con su negocio, pero también puede ser en función de controles, relaciones de negocios y comerciales que hacen incluso con mercados internacionales.

En general, los mercados de la región adoptan más activamente a la proposición de la OCDE que de la CAF, adhiriendo a más de 80% de los Principios de la OCDE ante poco más del 60% de los Lineamientos de la CAF.

Nivel de Cumplimiento de las Mejores Prácticas de GC

Principios OCDE		Lineamientos CAF	
Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo	83%	Propiedad de la Empresa	73%
Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad	89%	Directorio	66%
Inversionistas Institucionales, Mercados de Acciones y Otros Intermediarios	80%	Alta Gerencia	62%
Divulgación y Transparencia	84%	Sostenibilidad Corporativa	48%
Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva	83%	Arquitectura de Control	73%
Sostenibilidad y Resiliencia	65%	Transparencia y Revelación de Información Financiera y No Financiera	69%
Cumplimiento	81%		65%

Es muy positivo que los mercados de la región tengan gran adherencia a los temas de Controles y Roles de Directorio y Plana Ejecutiva. Entre todos los Principios de la OCDE, 12 subdivisiones de los Principios tuvieron 100% de adhesión de las bolsas respondientes, pero no hay ninguna acción fruto de lineamientos de la CAF que esté adherido por 100% de las bolsas. Son 4 Lineamientos con 82% de cumplimiento (puntaje máximo) y 8 Lineamientos más cumplidos por 76% de las bolsas.

Es fácil identificar un cierto consenso entre los mercados sobre la importancia de tener un Directorio con roles y responsabilidades bien definidas, documentación de gobierno corporativo sobre el trato de los accionistas y en este sentido también los inversionistas institucionales, que los potenciales o efectivos conflictos entre administración y accionistas esté definido, que haya rigor para la adecuada formación de precios de los activos de la empresa, que por supuesto haya Auditoría Externa anual – lo que habla directamente con los temas de transparencia – y, además, que sea fomentada la cooperación transfronteriza. Todos estos temas son críticos y fundamentales para una posible integración entre los mercados. Viabilizar el acceso de inversionistas – individuales o institucionales – a varios activos de un mercado requieren principios como los que son ampliamente adheridos para que sea efectiva la operación transfronteriza en la región.

Entre los temas menos implementados en la región, se encuentran todos los principios y lineamientos respecto a Sostenibilidad (ver cuadro “Los Principios y Lineamientos Menos Activos” en los anexos al final del documento). Es comprensible que el tema sea algo nuevo y, por lo tanto, no tan presente y queda tiempo y espacio para consolidarse – aunque varias bolsas ya tengan productos ASG (como se discute en el Capítulo sobre Productos de este documento). Además, hay importantes recomendaciones respecto a Gobierno Corporativo y evaluación de la empresa que no están cubiertos por la mayor parte de las bolsas.

De los Principios de la OCDE, aparte de sostenibilidad, merece atención la baja adhesión a prácticas sobre derechos de los acreedores y, en consecuencia, la recomendación de inclusión de reglas para los temas relacionados a quiebra y falencia de la empresa, así como sobre involucrar los inversionistas institucionales y grupos de interés para ejercer sus derechos y desarrollar una sana estructura de gobierno con participación de todos los accionistas y acreedores.

De los Lineamientos de la CAF, más allá de la sostenibilidad, hay baja adhesión a temas de remuneración y modelo de incentivos de los ejecutivos y directores – están adoptados en cerca de mitad de los mercados de

la región, así como la inclusión de un sistema de evaluación anual tanto de la estructura gerencial como del actuar del directorio. La divulgación de estas informaciones también requiere atención.

Igualmente, respecto a la estructura sana de gobierno corporativo, es necesario que se ponga atención a los derechos y participación activa de Grupos de Interés, con una especial vista hacia los derechos de los bonistas. Es similar a la falta de acciones respecto a acreedores que se vio entre los principios de la OCDE.

Por fin, hay que se hablar de Ética e Integridad – tema que originó las prácticas de gobierno corporativo desde los fines de los años 1990 y más activamente desde el escándalo Enron en 2001.

ANÁLISIS EVOLUTIVO

De los retos identificados en el estudio anterior, realizado el año 2015, es positivo ver que entre los mercados de la región se ha avanzado en varios temas de Gobierno Corporativo.

Entre las propuesto para avance en el estudio de 2015 estaban:

- Desarrollo de cooperación transfronteriza por medio de acuerdos bilaterales y/o multilaterales, con el objeto de promover el intercambio de datos y de información.
- Composición del Directorio;
- Implementación de comités especializados, especialmente un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de remuneración.
- Manejo de conflicto de interés
- Ampliar el contenido de la información con el fin de cubrir aspectos que van más allá de la información financiera.

Hay avances en estos temas, incluso algunos figurando como los de mayor cumplimiento en la región bajo las respuestas de las bolsas a la encuesta de este año. Sin embargo, lamentablemente, algunos aspectos destacados en 2015 parecen no haber evolucionado, a la vez en que figuran entre los puntos de menor cumplimiento entre las bolsas según sus respuestas a la encuesta de este año.

Estos temas tratan de:

- Creación o consolidación del marco legal y/o regulatorio para tratamiento de insolvencia y reconocimiento de los derechos de los acreedores; y
- Política transparente de remuneración de los directores y de los ejecutivos;
- Habilidad de *stakeholders* para lograr ejercer su derecho de reparación en caso de considerarse perjudicado en algún momento.
- Capacidad de accionistas de proponer puntos para la agenda

En general, la observancia sobre los derechos de todos los grupos de interés– accionistas, minoritarios, detentores de bonos, acreedores es insuficiente, así como la participación activa de *stakeholders* y la transparencia de compromisos de remuneración de la administración siguen sin adhesión.

RECOMENDACIONES

Para que el Gobierno Corporativo sea facilitador de la integración de los mercados de capitales iberoamericanos, es recomendable que las bolsas fomenten condiciones mínimas para generar la confianza necesaria para los inversionistas y emisores en participar de un mercado unificado.

Desde los emisores de activos, cumplir con gobierno corporativo habla bien de su actuar ante el mercado local, regional, internacional, junto a reguladores y organismos multilaterales, financiadores y especialmente inversionistas – sean minoritarios o institucionales.

El cuadro resume los puntos que debieran ser trabajados para viabilizar la integración de los mercados de capitales de la región.

ELEMENTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO CRÍTICOS PARA VIABILIZAR LA INTEGRACIÓN REGIONAL	
INTEGRAR INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES AL GOBIERNO CORPORATIVO	
a.	Dar condiciones a los inversionistas institucionales de participar de la empresa y tener acceso a la información necesaria para actuar como agente fiduciario de los ahorros de sus clientes finales.
b.	Viabilizar el voto remoto en la Asamblea para accionistas en otras jurisdicciones de manera a facilitar la involucración del accionista con la empresa y reducir costos de participación.
c.	Divulgar tempestivamente las informaciones y el acceso equitativo a la información y a las oportunidades de participación de todos los accionistas.
DIVULGAR E INCORPORAR PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO	
a.	Los Estatutos de la empresa deben incluir una cláusula compromisoria que establezca las reglas para dirimir las diferencias entre diferentes actores de gobierno (accionistas y Directorio), para impugnar los acuerdos de la Asamblea o exigir la responsabilidad a los directores.
b.	Las compañías listadas en más de una jurisdicción deben divulgar las leyes y regulaciones de Gobierno Corporativo al cual están sujetas en su mercado principal.
c.	Indicar los criterios y procedimiento para reconocimiento de los requisitos para listado para colocación primaria deben ser transparentados y documentados.
TRANSPARENCIA DE ROLES Y OBLIGACIONES DEL DIRECTORIO	
a.	La empresa debe formalizar y divulgar un documento sobre la remuneración del Directorio, con aprobación del documento por la Asamblea General de Accionistas, coherente con las condiciones de mercado, tiempos requeridos para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores.
b.	El Directorio debe realizar anualmente una evaluación de su desempeño, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados.
c.	El Directorio debe crear y aprobar la Política de Revelación de Información, con lineamientos y reglas para la divulgación de información a los accionistas y a otros grupos de interés, que responda a criterios por encima de los mínimos legalmente establecidos.
d.	El velar por el gobierno de la información interna y confidencial, y también por las políticas de relevación de información al mercado y partes interesadas.
INFORMACION SOBRE LA ALTA GERENCIA	
a.	La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite alinear el equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño con, la visión de largo plazo y con el propósito de la organización.
CONTROLES Y TRANSPARENCIA	
a.	Implementar matriz de riesgos y tener controles internos adecuados y en línea con identificar debilidades, dirigirse a fortalezas e innovaciones para ser sostenible a largo plazo.
b.	La empresa debe considerar en su estrategia un sistema integral de gestión de riesgos y en su Política de Gestión de Riesgos la identificación, evaluación, gestión y supervisión de riesgos asociados a la exposición a factores ASG y cambio climático.

- c. El Directorio debe considerar aspectos de conformación, remuneración y seguimiento como parte de sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad y para generar valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG.

Conclusiones sobre la adhesión a los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE

La principal recomendación va en línea con adoptar responsabilidades del Directorio, elegir y destituir la administración en caso de no cumplimiento de obligaciones, de dar condiciones para la actuación de los directores sin comprometer su independencia y para atender los elementos de conducta y ética. Hacer frecuentes puntos de control en matrices de riesgo es efectivo para la actuación y supervisión del directorio y sus miembros – tal vez con algún comité asesor.

Sin duda, lo más relevante es empezar a mirar prácticas de sostenibilidad y resiliencia que debieran ser evaluados a nivel regional y adoptados por varias bolsas, con miras a crear un mercado integrado y armónico en prácticas de resiliencia corporativa. Partir con lo básico, usando los principios de la OCDE como guía, es un referente efectivo para nortear acciones con miras a la sostenibilidad y gobierno corporativo.

Conclusiones sobre la adhesión a los Principios de Gobierno Corporativo de la CAF

Los elementos relacionados a la formalización de funciones y responsabilidades del Directorio, la evaluación del mismo directorio y de la supervisión de la alta gerencia, y la capacidad de actuar en beneficio de la empresa aparecen como temas muy relevantes aun en debe por parte importante de las bolsas. Definir políticas de remuneración, por ejemplo, es un punto de atención que vuelve a aparecer en 2024 así como había quedado como alerta en 2015. Más claridad con las reglas de acceso y voto remoto para la Asamblea igualmente siguen en no cumplimiento.

El punto más crítico trata de los controles internos y, sobremanera, de los lineamientos relacionados a sostenibilidad y resiliencia merecen mayor atención de las Bolsas de la región. Aunque algunos de los temas de sostenibilidad sean nuevos y, de esta manera, son materias de reciente incorporación en los mercados, invertir en una cultura fuerte de controles internos que abarque todos los niveles de la empresa es más que fundamental, y está relacionado con las nuevas temáticas ASG que deben ser añadidas como elementos de una eficiente gestión de los riesgos y controles adecuados y constantes en la empresa con cohesión desde el Directorio, pasando por la Alta Gerencia y llegando a los colaboradores, ofreciendo el permanente compromiso de desarrollo, mitigación de riesgos y atención a los nuevos desafíos con una mirada de largo plazo a la empresa y en beneficio de todos los *stakeholders*.

I – EMISORES Y EMISIONES

B – CALIDAD DE LA INFORMACIÓN

El capítulo sobre **Calidad de la Información**:

- I. Actualiza los principios y estándares internacionales para divulgación de información por las compañías listadas;
- II. Presenta un diagnóstico actualizado del estado de la región frente a la calidad de la información diseminada por las compañías en los mercados de la FIAB, así como un análisis comparativo con relación al diagnóstico anterior;

- III. Identifica cuáles factores permanecen teniendo el rol de inhibidor o facilitador en el contexto de la integración transfronteriza; y
- IV. Revisa el estándar mínimo establecido anteriormente como referencia para la difusión de informaciones por los miembros de la FIAB.

Respecto a los **principios y estándares internacionales** para divulgación de información, los documentos de la Comisión Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions* - IOSCO) utilizados en el estudio anterior todavía permanecen siendo la principal referencia:

- Los Principios para la Divulgación Continua y de Eventos Relevantes por Entidades Listadas (*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*), publicado en 2002;
- Los Principios para la Divulgación Continua de Información por Entidades Listadas (*Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*), publicado en 2010.

Más específicamente, relacionado a la divulgación de informaciones financieras, la referencia es dada por las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)¹, estándares técnicos contables adoptados por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board* - IASB).

El **diagnóstico regional** retoma las informaciones que las compañías divulgan al mercado y busca identificar en qué medida hubo una evolución respecto al análisis anterior. Además de los estándares internacionales para divulgación de información, la presente investigación considera aspectos relevantes como informaciones relativas a los eventos distribuidos por la compañía y al ejercicio de los derechos políticos de los tenedores.

La **metodología** utilizada consistió en analizar informaciones obtenidas a partir de la aplicación de un cuestionario específico, al cual contestaron 16 bolsas: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), BBV (Bolivia), BCS Nuam Exchange (Chile), BVC Nuam Exchange (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVA (Paraguay), BVL Nuam Exchange (Perú), BVRD (República Dominicana) y BEVSA (Uruguay). La investigación anterior contó con la participación de 17 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 94% de manera que se considera las informaciones suficientes para que se tenga un análisis comparativo confiable.

ANÁLISIS EVOLUTIVO – CALIDAD DE LA INFORMACIÓN

1) Información relevante

El **plazo de difusión** no se presenta más como un inhibidor, una vez que la mayoría de los mercados divulga informaciones relevantes inmediatamente o dentro de las primeras 24 horas (87,5%) y que hubo una reducción de 50% en el número de mercados que practican plazos arriba de 24 horas. Verifícase un avance en la región en el **modo de difusión** de informaciones relevantes con la disminución (más de 50%) del número de mercados que utiliza periódicos para tal finalidad. Sin embargo, en la mayoría de las bolsas, así como anteriormente, aún es relativamente baja la adopción de un estándar para difusión de la información relevante; cerca de 40% de los mercados utilizan formatos estándares locales.

¹ Las NIIF también son conocidas por sus siglas en inglés como IFRS (*International Financial Reporting Standard*).

Todos los mercados divulgan informaciones relevantes en el **idioma** español, facilitando la operación transfronteriza en la región. Se verifica un aumento de la utilización del sitio web del regulador, de la bolsa y del propio emisor como **canal de difusión** de información relevante.

2) Información periódica

Casi la totalidad de los mercados utilizan el **estándar contable NIIF** para divulgación de los estados financieros, aspecto que ya se mostraba verdadero en la investigación anterior y que constituye un elemento facilitador de la integración regional. La **fecha de cierre de ejercicio económico** anual ocurre en *31 de diciembre* en más de 80% de los mercados de FIAB. En este punto se identifica una evolución positiva en relación con el escenario anterior. La investigación precedente indicaba un pequeño porcentual (cerca de 10%) de mercados donde no había reglas específicas para definir el cierre del ejercicio económico al paso que, actualmente, todos los mercados poseen reglamento que lo define, aunque que, en algunos casos, como anteriormente, se presenten como fechas variables conforme el tipo de actividad.

3) Recepción y difusión de la información

Todavía es más frecuente que se haga una verificación manual entre **la recepción de las informaciones y su difusión**, así como la **revisión de la información**. La verificación manual de informaciones antes de su remisión tiene el potencial de crear un desfase entre que la información está disponible y ser efectivamente transmitida, además de estar sujeta a errores operacionales. Sin embargo, es posible observar una evolución en la región con el empleo de filtros automáticos de verificación creció significativamente con relación al escenario anterior, representando actualmente cerca de 50% de los mercados analizados frente a 20% anteriormente.

El **formato** más usualmente empleado en los mercados permanece siendo el medio digital. Sin embargo, se observa un avance en la región con la disminución de los mercados que adoptan medio físico (papel) tanto para recibir, como para remitir informaciones y, paralelamente, un aumento del uso del estándar internacional XBRL. La **adopción del estándar internacional XBRL** creció en la región, profundizando su potencial de contribución a la integración regional.

4) Voto en Asamblea

Anteriormente, se había identificado una gran diversidad en la región con diferentes instancias legales a dictar las referidas reglas y varios casos donde no se tenía un marco legal sobre **el contenido de las informaciones que deben ser enviadas a los inversores y plazo**. En este aspecto es posible identificar una evolución en la región en la medida que se verifica, actualmente, que la mayoría de los países cuenta con un marco legal. Sin embargo, se decide por mantener este aspecto como un inhibidor puesto que aún 25% de los mercados analizados no cuentan con una regla clara respecto al tema.

Las informaciones y documentos son puestos a disposición de los inversores mayoritariamente (70% de los casos) por medio de la página web de la bolsa y/o del propio emisor. Comparativamente al análisis anterior, verificamos una evolución positiva con una reducción significativa (50%) en el número de mercados que utilizan formato físico (papel) en detrimento de formatos digitales. Es relativamente baja reglamentación del **voto por procuración** (40%) y de las **asambleas remotas** (60%).

5) Eventos

A pesar de que, en la mayoría de los mercados, tanto el regulador como la bolsa siguen actuando como administradores del **sistema de información de eventos**, hubo un aumento del número de mercados donde la información es administrada también de manera descentralizada directamente a partir de los emisores. Sin embargo, se observa redundancia entre la divulgación directa por parte de la compañía y los sistemas administrados por el regulador y las bolsas. El resultado es una **mayor diversificación de las formas de divulgación de los eventos**, contribuyendo así para la ampliación de su alcance.

El sitio web es la **modalidad de difusión** que ha avanzado más significativamente desde el estudio anterior. Sin embargo, el número de mercados que utilizan periódicos como modo de difundir las informaciones permanece estable, aunque en ningún mercado este sea el único medio de difusión. Así como anteriormente, la mayoría de los mercados aún no utilizan un **estándar para remisión de informaciones sobre eventos**, lo que justifica mantener este aspecto como un inhibidor al desarrollo de las operaciones transfronterizas. Sin embargo, el porcentual de mercados donde se ha adoptado un estándar prácticamente duplicó comparativamente a los resultados anteriores.

6) Mejores prácticas voluntarias

Los mercados han avanzado poco con relación a la adopción de mejores prácticas voluntarias de divulgación de informaciones. En la gran mayoría de los mercados, no hay obligación de divulgación de agenda de eventos y no se contempla, en las bolsas de la región, reconocimientos formales de las compañías por la adopción de buenas prácticas en términos de divulgación de información. Igualmente, en la casi totalidad de los mercados de la FIAB, no se han desarrollado índices relacionados a la adopción de buenas prácticas de revelación de información, aunque se observen, en algunos mercados, índices relacionados al buen gobierno corporativo en general.

ESTÁNDARES MÍNIMOS RECOMENDADOS PARA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN

El capítulo presenta **recomendaciones** que deben contribuir para desarrollar un **estándar mínimo** de calidad de la información entre las bolsas de la región que se encuentran sintetizadas en la continuación.

Tema	Recomendaciones
Información relevante	- El regulador y la bolsa deben mantener reglas claras sobre la obligatoriedad de revelación de informaciones relevantes y mecanismos de <i>enforcement</i> de la obligatoriedad de informar. - La compañía debe divulgar informaciones relevantes inmediatamente o “lo más pronto posible”, pero en plazo inferior a 24h. - La divulgación formal de la información debe ser hecha de manera centralizada, por la bolsa o por el regulador, por un canal considerado oficial. - La replicación de la información divulgada oficialmente por otros canales (<i>website</i>) es deseable desde que se asegure la consistencia con la información oficial divulgada. - En caso de compañías listadas en más de un mercado, se debe asegurar que la información divulgada tenga exactamente el mismo contenido y sea publicada de manera que los inversores tengan acceso de forma simultánea - Los mercados deben tener reglas que cubran el sigilo de las informaciones y el tratamiento de informaciones privilegiadas, así como penalización en caso de fallas de conductas relacionadas.
Información periódica	Los mercados deben adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

	- La fecha de cierre de ejercicio económico anual debe ser establecida en 31 de diciembre, debiéndose evitar múltiples fechas de cierre. - En caso de compañías listadas en más de un mercado, se debe asegurar que la información divulgada tenga exactamente el mismo contenido y sea publicada de manera que los inversores tengan acceso de forma simultánea
Recepción y difusión	- Las compañías deben adoptar el formato digital para informaciones relevantes o periódicas, pudiendo ser enviada por medio de archivo o mensaje XML. - Las bolsas que manejan el sistema de informaciones relevantes y periódicas deben buscar adoptar progresivamente el estándar XBRL.
Voto en Asamblea	- En el caso de no estar establecida en la ley / reglamentación, las bolsas deben buscar fijar reglas (autorregulación) respecto al contenido de las informaciones y documentos enviados a los inversores para voto en asamblea. - Los mercados deben buscar reglamentar e implementar asambleas remotas, así como mecanismos de votación remota, considerando el avance de la era digital.
Eventos	- Informaciones de eventos debe ser centralizada en la bolsa u otro órgano de forma que el inversor no necesite buscar informaciones dispersas. - Las compañías deben informar las fechas de asignación del derecho, la fecha de pago, el plazo para ejercicio de derechos voluntarios y la fecha de pago. - Las bolsas deben buscar la adopción progresiva del estándar XBRL.

PRINCIPALES CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

Con base en los estándares de la IOSCO respecto a la divulgación de informaciones relevantes y periódicas y en el diagnóstico regional actualizado en el ámbito del presente trabajo, observamos que el grado de adherencia de los mercados miembro de la FIAB es razonablemente elevado en la mayoría de los aspectos evaluados y que hubo una evolución con respecto a la investigación hecha anteriormente, sobre todo, en aspectos que involucran la inserción de los mercados en la era digital.

Una de las conclusiones del estudio anterior que se mantiene es que, aunque buenas prácticas de divulgación sean empleadas en grande parte de los mercados, no hay un enfoque claro en el sentido de desarrollar la inversión transfronteriza, la perspectiva privilegiada permaneciendo la del inversor local. Resulta que las informaciones son generadas y difundidas por mecanismos que aseguran su oportunidad y acceso eficiente a los inversores locales, pero no necesariamente a los inversores extranjeros.

Asimismo, algunos aspectos analizados reflejan una evolución de los mercados en el sentido de aumentar a simetría de informaciones entre los diferentes tipos de inversores. En este sentido, se destacan:

- La reducción de los plazos de divulgación de informaciones en general, relevantes, periódicas y relativas a eventos;
- La redundancia entre las formas de difusión de informaciones entre diferentes fuentes (regulador, bolsa y emisores) con creciente participación de plataformas web; aún que haga una fuente oficial y centralizada, la “descentralización positiva” se manifiesta en una parcela importante de los mercados;
- La adopción creciente de mecanismos de interacción digital entre los emisores e inversores sea por medio de remisión de información en este formato, sea por medio de la ampliación de las oportunidades de ejercicio de derechos políticos en asambleas realizadas de manera remota y donde es permitido el voto remoto.

El aspecto que aún merece atención por la parte de los mercados de la región es la necesidad de mayor estandarización de las informaciones difundidas. La adopción de estándares mínimos tiene el potencial de atraer inversiones transfronterizas en la medida que este tiene más facilidad de comprender, analizar y comparar el desempeño de compañías establecidas en diferentes jurisdicciones. La adopción de estándares trae una ventaja bastante concreta al ampliar las posibilidades de integración con los sistemas de los custodios locales, reduciendo así el desfase con que el inversor no residente tiene acceso a la información.

Es importante mencionar también que aún existen mercados en la región donde la base legal y reglamentar es insuficiente del punto de vista de los estándares internacionales. Los principales aspectos que necesitan atención son la inexistencia de base legal o reglamentar que cubran determinados aspectos, la demasiada confiabilidad en prácticas de mercado, la adopción de plazos demasiado largos y formatos físicos para remisión de información.

I – EMISORES Y EMISIONES

C – REGLAS DE COLOCACIÓN PRIMARIA Y ESTANDARIZACIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA

El capítulo sobre Reglas de Colocación Primaria y Estandarización de Valores de Renta Fija tiene por objetivo:

- I. Actualizar los principios y estándares internacionales para divulgación de informaciones relativas a la colocación transfronteriza de valores de renta variable y renta fija;
- II. Revisar el diagnóstico regional sobre las reglas de colocación primaria de valores en los mercados de la FIAB y sobre el nivel actual de estandarización de los títulos de renta fija, así como un análisis comparativo con relación al diagnóstico anterior;
- III. Identificar los factores que permanecen siendo inhibidores en el contexto de la integración transfronteriza; y
- IV. Presentar recomendaciones de estándares para colocación primaria de valores y para emisiones de valores de renta fija que sirvan de referencia para los miembros de la FIAB.

Los **principios y estándares internacionales** divulgación de informaciones relativas a la colocación primaria de valores, utilizamos como referencia los siguientes documento publicados por la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), respectivamente para renta variable y renta fija: (i) *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, publicado en 1998 y (ii) *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, publicado en 2007.

El **diagnóstico regional** de las reglas de colocación analiza las reglas aplicables al prospecto de divulgación de la oferta y, también, aspectos relacionados al proceso de colocación como el registro de la oferta, los plazos de colocación, la posibilidad de oferta parcial o adicional, la existencia de derechos de preferencia, la modalidad de definición de precio (*pricing*) utilizada, la existencia de mecanismos de estabilización, la negociación secundaria y la liquidación de la oferta.

La **metodología** utilizada consistió en analizar informaciones obtenidas a partir de la aplicación de un cuestionario específico, al cual contestaron 16 bolsas: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), BBV (Bolivia), BCS Nuam Exchange (Chile), BVC Nuam Exchange (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVA (Paraguay), BVL Nuam

Exchange (Perú), BVRD (República Dominicana) y BEVSA (Uruguay). La investigación anterior contó con la participación de 17 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 94% de manera que se considera las informaciones suficientes para que se tenga un análisis comparativo confiable.

ANÁLISIS EVOLUTIVO – REGLAS DE COLOCACIÓN PRIMARIA

1) Características generales

Varios mercados trabajan con las 3 (tres) **modalidades** de colocaciones primarias (oferta en firma, oferta garantizada y oferta al mejor esfuerzo), aunque se verifique una preponderancia del empleo de mejores esfuerzos en los mercados de la región. El presente resultado reproduce aquel encontrado en el estudio anterior. Así como anteriormente, es posible, en general, hacer una **oferta parcial** de valores. Sin embargo, en la mayoría de los mercados no es posible ofertar una cantidad adicional de valores. Donde esto es posible, el monto adicional está usualmente ligado a la estabilización de precios (renta variable).

En todos los mercados analizados, cabe al regulador determinar la eventual **suspensión** de la oferta. Respecto al plazo de suspensión, el más usual es que sea por tiempo indefinido al criterio del regulador o hasta que subsane la causa de la suspensión. La mayoría (75%) tiene alguna modalidad de **derecho de preferencia**. El plazo más común para ejercicio del dicho derecho es de 30 días, pero hay varios casos en que es definido por el emisor en cada emisión.

2) Registro de la Oferta

El **registro en el regulador** es obligatorio en todos los mercados investigados. En cerca de 70% de los mercados, frente a 60 % en la investigación anterior, es también obligatorio el **registro en la bolsa**. En la mayoría de los mercados, el regulador concede el registro en hasta 30 días. Respecto al registro en la bolsa, se verifica una pequeña evolución comparativamente al estudio anterior, en la medida que los plazos son más convergentes para plazos inferiores a 30 días.

Se observa un avance significativo en el número de mercados que pasaron a adoptar procedimientos de **registro simplificado o automático**. Si en la investigación anterior, cerca de 65% de los mercados no contaban con procedimientos de registro automático o simplificado, actualmente cerca de 55% de los mercados utilizan tales mecanismos. La dispensa de registro permanece siendo excepcional y concentrada en emisiones del gobierno y/o del banco central. Procedimientos de registro simplificado, a su vez, están asociados a casos de emisores recurrentes, tipos específicos de emisores (PYMES, por ejemplo) o al tipo de inversor al cual es destinada la oferta (inversores calificados).

3) Anuncio al mercado y prospecto

En general, comparativamente al análisis anterior, se observa una relativa simplificación en el contenido del prospecto y un creciente número de mercados donde es necesario adjuntar informes de calificación de riesgos al prospecto.

4) Participantes de la Oferta

Así como anteriormente, en todos los mercados analizados no hay límites al número de instituciones participantes en la colocación y todas las instituciones que participan de la oferta tienen acceso al mismo

material de divulgación. En la mayoría de los mercados, las casas de bolsa concentran la actuación como coordinadores de la oferta, aunque los bancos de inversión tengan una participación significativa.

Para la mayoría de los miembros evaluados, no hay exigencias específicas a la colocación para inversionistas minoristas y casi la totalidad de las instituciones que participan de la oferta (más de 90%) es participante de la bolsa y del depósito central, una mejora con comparativamente a la investigación anterior donde el porcentual estaba alrededor de 75%.

5) Divulgación (material publicitario)

Las reglas acerca del material publicitario son emitidas prioritariamente por el regulador. La participación de las bolsas en el proceso de monitoreo del material publicitario es poco expresiva comparativamente. Los reguladores permanecen siendo los responsables, cuando fuera el caso, por el análisis y aprobación del material de divulgación. No se identificaron cambios relativamente al análisis anterior.

6) Definición de precio y estabilización

Con relación al mecanismo para definición del precio de la oferta, analizamos las modalidades de *bookbuilding*, subasta y fijación anticipada. El mecanismo más utilizado en la región son las subastas y el *bookbuilding* aún aparece como un mecanismo menos utilizado. El empleo de subastas como mecanismo preponderante está relacionado al tipo de valor más ofertados en los mercados analizados. El mecanismo de *bookbuilding* es más utilizado en ofertas de renta variable, mientras las subastas son más utilizadas en el caso de ofertas de renta fija.

Respecto a los mercados que utilizan el mecanismo de *bookbuilding*, identificamos que usualmente la definición del precio y de la cantidad asignada de valores a cada inversor subscriptor es hecha conjuntamente entre el emisor y el coordinador de la oferta. En los mercados que emplean mecanismos de *bookbuilding*, las bolsas usualmente participan del proceso de recibimiento y consolidación de los pedidos de suscripción de los inversores y la mayoría emplea reglas de prorrateo en el caso que la demanda de los inversores sea superior a la cantidad ofertada.

La **divulgación del precio** varía conforme la modalidad. En el *bookbuilding*, la divulgación del precio es hecha después del cierre del libro de ofertas. Para las *subastas* prevalece la comunicación por medio de boletín informativo publicado por la bolsa diariamente, en el sitio web de la bolsa y por medio de avisos de colocación de oferta pública, en periódicos de circulación nacional. En la *fijación anticipada*, los precios figuran en el prospecto.

Pocos mercados emplean mecanismos de **estabilización** de precios. Aunque no sea unánime, observase que el plazo más común de estabilización es de 30 (treinta) días y que, usualmente, la cantidad adicional de valores prevista en el prospecto para viabilizar la función de estabilización es de 15% de la cantidad de base. No se verifica evolución en este tema respecto al análisis anterior.

7) Negociación secundaria

En cerca de 80% de los mercados de la región, la negociación secundaria empieza hasta T+1 de la fecha en que se fija el precio de la oferta (*pricing*). A penas en cerca de 12% de los mercados no hay un plazo definido

para el inicio de la negociación secundaria. Este resultado representa una mejora frente a la investigación anterior con la reducción del plazo medio para inicio de la negociación secundaria.

8) Infraestructura de post-negociación

En todos los mercados adoptase el principio de **entrega contra pago** (DVP), siendo que, en 70 % de los casos, son los depósitos centrales que desempeñan este rol. Este aspecto reproduce el resultado del análisis anterior. El **ciclo de liquidación** de la oferta es bastante diverso en los mercados de la región. Sin embargo, observase una cierta concentración en T+3. Comparativamente al estudio anterior, es menos usual que el emisor tenga la prerrogativa de definir un plazo diferenciado, representando una evolución positiva en el sentido de la armonización de plazos en la región.

ANÁLISIS EVOLUTIVO – ESTANDARIZACIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

1) Marco legal y regulatorio

Aunque la mayoría de los mercados cuenten con un marco legal o regulatorio referente a la estandarización de títulos de renta fija, cerca de 30% de los mercados analizados todavía no tienen reglas que determinen algún grado de estandarización en estas emisiones.

Para los mercados que reconocen un marco legal y/o regulatorio, las características de estandarización son razonablemente uniformes. Los elementos más comúnmente estándares en una oferta de títulos de renta fija son: el tipo de activo, su forma (escritural o no), el valor nominal unitario del lote de negociación, el plazo de rescate, el pago de cupones y las tasas aplicables.

2) Características generales de la estandarización

Para los mercados de la región que adoptan algún tipo de regla referente a la estandarización de los valores de renta fija corporativa, observamos que:

- Participación de la bolsa – en poco más de 30% de los mercados verificase a obligación de que la colocación primaria y negociación secundaria se dé obligatoriamente en la bolsa;
- Requisitos de transparencia, formación de precios y acceso de los inversionistas – en cerca de la mitad de los mercados analizados, existen requisitos de esta naturaleza respecto a la colocación primaria y negociación secundaria de estos valores;
- Registro en el nombre de los inversionistas finales (*beneficial owners*) – en menos de la mitad de los mercados existe tal exigencia;
- Liquidación por cámara de compensación y liquidación – igualmente, menos de la mitad de los mercados presenta tal exigencia.

La utilización de cámara de compensación y liquidación es el único requerimiento que presentó una evolución positiva comparativamente al análisis anterior. Sin embargo, en la última década, verificase un aumento del uso de este tipo de infraestructura en mercados OTC en general, sin que se pueda asociar, de manera inequívoca, este crecimiento en el mercado de renta fija corporativa al nivel de estandarización en vigor.

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA COLOCACIÓN PRIMARIA DE VALORES

Las principales recomendaciones relativas a la colocación primaria de valores son presentadas en la continuación.

Recomendación 1: los mercados deben buscar armonizar los mecanismos de fijación de precios tanto para el segmento de renta variable como para el de renta fija. Sin embargo, debe tomarse en cuenta los tipos de valores preponderantes en el mercado y el grado de madurez de cada uno de los segmentos.

Recomendación 2: para operaciones de colocación primaria de instrumentos de renta variable, es recomendable que se utilice el mecanismo de *bookbuilding* para determinación del precio de la oferta caso el nivel de desarrollo de este segmento así lo permita. Considerando la realidad de los mercados de la región, que no sufrió cambio significativo desde el último análisis, es recomendable el uso del mecanismo de subastas holandesas para la definición de los precios de ofertas de renta fija.

Recomendación 3: los mercados deben buscar armonizar los plazos para que se empiece la negociación secundaria. Para el segmento de renta variable, el plazo máximo para inicio de la negociación secundaria después de concluido el proceso de definición de precio no debe ser superior al ciclo de liquidación de este mercado, preferencialmente hasta T+2. Para valores de renta fija, el plazo no debe ser superior a T+1.

Recomendación 4: se recomienda que se profundice el diagnóstico sobre las infraestructuras de post-negociación en los mercados con vistas a identificar las principales barreras existentes. Actualmente, este objetivo puede ser alcanzado por medio de la aplicación de la metodología de autoevaluación de las infraestructuras de mercados financieros respecto a los PFMI.

Recomendación 5: entre las recomendaciones de los PFMI más importantes que deben ser implementadas, están la adopción de estrictos principios de entrega contra pago (DVP) y la utilización de cuentas de liquidación directamente en el Banco Central (*central bank money*) preferiblemente a la utilización institución financiera por razón de mejor mitigar los riesgos.

CONDICIONES DE EMISIÓN ESTÁNDAR PARA VALORES DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Observamos que el nivel de estandarización de los valores de renta fija corporativa aún es bajo en la región y que en varios mercados no hay un marco legal o reglamentar en este sentido. Sin embargo, ponderamos también que el bajo grado de estandarización de valores de renta fija es la realidad en muchos mercados desarrollados y líquidos. Del punto de vista del desarrollo de la actividad transfronteriza, la recomendación es que se busque algunos elementos simples donde se pueda armonizar un modelo de estándar para, al menos, un tipo de valor, con la perspectiva de ampliar tal procedimiento para otros valores en el futuro.

Con el objetivo de incentivar el desarrollo de valores estándares, recomendase que se evalúe la posibilidad de crear un proceso más sencillo y célere de registro de la emisión de los valores que cumplan con los requisitos de estandarización (*fast track*). A pesar del proceso de registro ocurrir, en la mayoría de los casos, en el ámbito del regulador, existen experiencias en el mercado internacional donde la bolsa actúa en parceria con el regulador con el objetivo de alcanzar un proceso simplificado de registro para los valores estandarizados.

Es fundamental que las transacciones con valores estandarizados en el mercado secundario ocurran de forma transparente. Recomendase la contratación de creadores de mercado para estos valores para posibilitar el desarrollo de su liquidez y para contribuir para una buena formación de precios.

II – INVESTIGACIÓN DE MERCADO, ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y LIQUIDEZ

A – CALIDAD DEL ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN PRODUCIDA POR INTERMEDIARIOS Y ANALISTAS

El capítulo sobre Calidad del Análisis de la Información y de la Investigación Producida por Intermediarios y Analistas tiene por objetivo:

- I. Presentar un diagnóstico regional actualizado referente a la calidad de la investigación / análisis de la información divulgada por las compañías y de la investigación producida por los intermediarios y analistas de valores, así como un análisis comparativo con relación al diagnóstico anterior;
- II. Identificar los factores que siguen desempeñando un carácter inhibitor en el contexto de la integración transfronteriza;
- III. Revisar las recomendaciones para aumentar la cobertura y la calidad de la investigación por los miembros de la FIAB.

El **diagnóstico regional** de la calidad de la investigación / análisis de la información divulgada por las compañías y de la investigación producida por los intermediarios y analistas de valores toma como base informaciones que permiten tener una visión del estado de desarrollo de la función de análisis e investigación en los mercados de FIAB.

La **metodología** utilizada consistió en analizar informaciones obtenidas a partir de la aplicación de un cuestionario específico, al cual contestaron 9 bolsas: BYMA (Argentina), BBV (Bolivia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá) y BVA (Paraguay). La investigación anterior contó con la participación de 13 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 69%.

ANÁLISIS EVOLUTIVO – CALIDAD DEL ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN PRODUCIDA POR INTERMEDIARIOS Y ANALISTAS

1) Características generales

A pesar de verificarse una evolución positiva en la **actividad de investigación** en la región, la información generada por el trabajo de investigación y análisis aún no logra alcanzar el público en general. Hubo también una mejora en el porcentual de **cobertura y análisis de los emisores** con relación al estudio previo. Con relación a la periodicidad de cobertura de las compañías cuyos valores componen el índice de referencia del mercado, observase que la cobertura anual es la que presenta mayor concentración, seguida por el análisis trimestral.

Aunque el **número de intermediarios / oficinas de investigación que cubren las compañías más negociadas** permanezca relativamente reducido en la región, observase una ampliación con respecto a la investigación anterior. En 2015, solo 3 mercados de los 13 evaluados tenían más de 5 oficinas de investigación cubriendo las compañías más negociadas, al paso que actualmente la mayoría de los mercados analizados cuentan con al menos 10 oficinas realizando tal análisis. Se observa también un crecimiento en el número de oficinas de investigación con enfoque en Pymes.

Las principales **causas de ausencia de oficinas de investigación** son los costos adicionales que la actividad representa para los intermediarios y la falta de cultura de desarrollo de mercado. Relativamente a los resultados obtenidos anteriormente, se observa que la cuestión de costos figura como más relevante actualmente ante el aspecto cultural, que antes se indicaba como principal inhibitor.

La mayoría de los mercados no cuentan con reglamentación específica respecto al **contenido de las informaciones** que deben ser fornecidas en los reportes de análisis publicados, tales como estructura societaria, análisis del escenario del sector, comparativo con otras compañías del sector, análisis económico financiera y proyección del valor de la compañía.

2) Calidad de las informaciones

La calidad de la información que se produce es considerada buena o regular en los mercados analizados. Respecto al comparativo y competencia con publicaciones de analistas internacionales, la calidad de las publicaciones internacionales sigue siendo considerada superior a las publicaciones locales, sin cambio con relación al estudio anterior. No se considera que la competencia con analistas internacionales sea un limitador al desarrollo de la actividad en el mercado local. Sin embargo, se percibe el bajo ánimo de los inversionistas por pagar por el producto del análisis.

3) Regulación y supervisión de la actividad de analista

Con todo, al igual que el análisis de 2015, en la mayor parte de los mercados la actividad de analista de valores está reglamentada por la comisión de valores. La reglamentación existente se aplica a los intermediarios y analistas de valores en los mercados, que actúan vinculados a los intermediarios y oficinas de investigación, aunque algunas de esas casas admitan analistas independientes.

Los mercados, en general, no cuentan con un código de conducta específico a la actividad de analista de mercado, pero sí con un código de conducta aplicable a los intermediarios de valores que, por consecuencia, también se aplican a los analistas.

4) Certificación de profesionales y afiliación internacional

Se observa que en varios mercados no hay una **certificación** formal, lo que refleja, en cierta medida, el bajo grado de reglamentación. En algunos mercados se adopta la certificación CFA (*Chartered Financial Analyst*). Pocos mercados cuentan con **premiaciones** específicas para la actividad de investigación, concedidas por diferentes organismos internacionales.

En la región, son afiliados de la *Association for International Investment Analysts* (ACIIA): Argentina (Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas), Brasil (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC) y España (Instituto Español de Analistas y, también, por medio de la EFFAS - *European Federation of Financial Analysts Societies*). En la ICIA - *International Council of Investment Association*, la mayor parte de los países es representada en la ICIA por medio de sus asociaciones regionales, como es el caso de España está registrado en ICIA a través de EFFAS (*European Federation of Financial Analysts Societies*).

RECOMENDACIONES

Recomendación 1: se recomienda que las Bolsas de la FIAB busquen dar foco a iniciativas que puedan desarrollar programas de atracción de empresas para el listado o captación y transacción en las Bolsas, como la creación de segmentos o apartados específicos de listado para Pymes o para empresas adherentes a niveles diferenciados de gobierno corporativo. Es importante que una cantidad relevante de los valores mobiliarios emitidos por las compañías estén a disposición del público para que se genere interés por parte de los inversionistas y de los intermediarios en proveer los servicios de investigación.

Recomendación 2: se recomienda dar enfoque a aspectos que puedan contribuir para la reglamentación de la actividad, la certificación de los analistas y la calidad y oportunidad de los informes generados.

Recomendación 3: la actividad de analista de valores debe tener un ordenamiento que establezca reglas de conducta, exija un nivel mínimo de formación académica y defina responsabilidades y sanciones en caso de conductas que puedan ocasionar perjuicios al Inversionista. Aunque la actividad de analista de valores pueda organizarse en la esfera de la autorregulación, un marco legal propio tiene el potencial de atraer profesionales más calificados, además de transmitir más seguridad al público inversionista.

Recomendación 4: los mercados deben garantizar un nivel mínimo de calificación por medio de certificaciones específicas. En mercados donde la actividad ya está más desarrollada, es usual que haya una entidad de carácter asociativo, responsable por la reglamentación de la actividad y también por la certificación de los profesionales. El proceso de certificación puede ser desarrollado juntamente con asociaciones de clase, institutos educacionales, universidades y otros organismos de enseñanza. Acuerdos con organismos internacionales como la ACIIA pueden generar niveles aún más avanzados de calificación.

Recomendación 5: las bolsas deben evaluar la posibilidad de lanzar programas de incentivo al desarrollo de la actividad de investigación y análisis.

Recomendación 6: anteriormente se identificó que la creación de premios específicos para reconocer la calidad de los analistas de valores tuvo éxito en algunos mercados de la región y que podrían funcionar como incentivo a la actividad. Este tipo de iniciativa tiene el beneficio de no requerir cambios regulatorios, en que se puedan desarrollar en asociación con la prensa local u otros organismos interesados.

PRINCIPALES CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

En el estudio anterior, se había concluido que la actividad de análisis e investigación se presentaba como un inhibidor al desarrollo de la operación transfronteriza solamente en el caso de ser inexistente a la vez que los Inversionistas que buscaban familiarizarse con determinado mercado tendrían referencias sobre la calidad de las compañías listadas en este mercado. En que pese permanecer verdadero este diagnóstico, se observa que el crecimiento de los medios de difusión de información y de comunicación social y el avance de la era digital en las economías y mercados favorece la reducción de los costos de la actividad de análisis, así como su descentralización o su internalización en el ámbito de los propios Inversionistas a partir de informaciones disponibles.

La ausencia o bajo desarrollo de la actividad de investigación y análisis representa actualmente un inhibidor de menor expresión comparativamente al estudio anterior y a otros inhibidores identificados. Asimismo, una de las razones que pueden justificar la ausencia del servicio de análisis es justamente el bajo grado de desarrollo del mercado con relativa escasez de empresas listadas. En esta circunstancia, los mercados de la región siguen enfrentando el desafío de atraer nuevos emisores en un escenario de concentración económica y de creciente competencia con los mercados internacionales.

El desarrollo del mercado y del número de empresas listadas son elementos determinantes al progreso de la actividad de análisis. La baja liquidez del mercado y un bajo número de empresas listadas no fomenta el desarrollo de la investigación por intermediarios locales y oficinas internacionales que no avistan

oportunidades de negocio a un nivel mínimo para mantenerse. Por otro lado, la cobertura de las compañías por analistas especializados es un elemento que favorece la liquidez del mercado. De esta forma, el principal desafío constituye en lograr un nivel mínimo de compañías listadas y liquidez de manera a volver la actividad de investigación y análisis atractiva y, por consecuencia, crear condiciones de promover aún más el desarrollo del mercado en un proceso de retroalimentación.

Una vez que la actividad de investigación se haya desarrollado, la credibilidad y la oportunidad de los reportes emitidos permanece siendo un factor fundamental al desarrollo tanto del mercado local cuanto de la negociación transfronteriza. Si los reportes son contaminados por situaciones de conflicto de interés o presentan cambios bruscos de recomendación de inversión, la percepción del Inversionista sobre la solidez de la compañía que provee estas investigaciones y la calidad del mercado puede ser afectada.

En este sentido, la falta de ordenamiento específico y de mecanismos de acreditación de los profesionales sigue como inhibidor al flujo de inversión transfronteriza.

II – INVESTIGACIÓN DE MERCADO, ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y LIQUIDEZ

B – LIQUIDEZ

El capítulo sobre Liquidez tiene por objetivo:

- I. Revisar el diagnóstico regional referente a la liquidez de los mercados de renta variable y renta fija y presentar un análisis evolutivo de la región;
- II. Identificar los factores que permanecen asumiendo el rol de inhibidores al desarrollo de la liquidez en estos mercados en el contexto de la integración transfronteriza;
- III. Identificar los factores que actualmente son considerados clave para el desarrollo del mercado de derivados;
- IV. Recomendar acciones e iniciativas que puedan contribuir para el desarrollo de la liquidez en los segmentos de mercado analizados.

El **diagnóstico regional** involucra aspectos de desarrollo de mercado en general y aspectos más específicos de desarrollo de la liquidez.

La **metodología** utilizada consistió en analizar informaciones obtenidas a partir de la aplicación de un cuestionario específico, al cual contestaron 9 bolsas: BYMA (Argentina), BBV (Bolivia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá) y BVA (Paraguay). La investigación anterior contó con la participación de 13 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 69%.

LIQUIDEZ EN MERCADOS EMERGENTES

El documento publicado por *Oliver Wyman* y la *World Federation of Exchanges* (WFE) explora las acciones coordinadas que las bolsas, reguladores y participantes de mercado pueden tomar para promover el crecimiento de la liquidez en mercados emergentes. El reporte enfoca en tres líneas de acción:

- I. Desarrollo de la base de Inversionistas con enfoque en atraer Inversionistas institucionales locales y extranjeros, además de ampliar la participación de Inversionistas individuales.

- II. Aumento de la gama de valores disponibles para los Inversionistas por medio del aumento de emisiones locales y extranjeras, el desarrollo de productos como ETFs y derivados, así como por la creación de conexiones entre los mercados.
- III. Mejoramiento de la tecnología de negociación y *market data*, implementación de programas de creadores de mercado y desarrollo de esquemas de préstamo de valores.

DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO – LIQUIDEZ

El análisis evolutivo considera aspectos relacionados al desarrollo de mercado y aspectos de desarrollo de la liquidez. La perspectiva es analizar si hay un nivel mínimo de desarrollo de mercado que permite que los esfuerzos para desarrollar la liquidez puedan sean efectivos y si el nivel de la liquidez del mercado es consistente con su grado de desarrollo.

RENTA VARIABLE

En el estudio anterior, se había creado una escala de clasificación de los países según sus niveles de desarrollo de mercado y de liquidez. Esa jerarquización tuvo el objeto de establecer una métrica propia de la región y de los mercados de la FIAB, de manera a clasificar las bolsas según el nivel de desarrollo de mercado y de liquidez. Se observa que no hubo cambio en la clasificación anterior, o sea, los mercados líderes siguen siendo los mismos, así como los mercados medianos y pequeños, de acuerdo con los criterios establecidos para desarrollo de mercado y de liquidez.

Los factores considerados para la clasificación en términos de desarrollo de mercado han sido la capitalización bursátil y el monto total operado. Cualitativamente, fueron consideradas características como la existencia de inversionistas de alta frecuencia, o HFT, de modalidades DMA de acceso y de programas de creadores de mercado. Los factores considerados para la clasificación en términos de desarrollo de la liquidez han sido, preponderantemente: el monto promedio diario negociado y el índice de rotación. Cualitativamente se ha considerado la existencia de programas de creadores de mercado.

En la presente actualización, se hace un análisis evolutivo del grado de desarrollo de mercado y de liquidez en la región con el objetivo de verificar el avance de los mercados durante el período comprendido entre el último análisis del año 2015 y el actual y, también, de identificar la naturaleza de las barreras existentes.

Se identifica que, en algunos casos, los factores de naturaleza macroeconómica son más relevantes para explicar el nivel de desarrollo del mercado y de la liquidez que determinantes micro. Resulta que las recomendaciones a continuación tienen el potencial de ser más o menos efectivas según las causas detrás del grado de desarrollo observado. Con base en el análisis comparativo, se identifican los siguientes agrupamientos:

Grupo	Características	Bolsas
1	Empeoramiento del nivel de desarrollo de mercado Empeoramiento del nivel de liquidez	BME, BMV, BVC, BVL, BVES
2	Mejora del nivel de desarrollo de mercado Mejora del nivel de liquidez	B3, Latinex
3	Empeoramiento del nivel de desarrollo de mercado Mejora del nivel de liquidez	BYMA
4	Mejora del nivel de desarrollo de mercado Empeoramiento del nivel de liquidez	BBV, BVA, BVQ

5	Empeoramiento del nivel de desarrollo de mercado Estabilidad en el nivel de liquidez	BCS, BVV
6	Estabilidad en el nivel de desarrollo de mercado Estabilidad en el nivel de liquidez	BNV

Es importante destacar que la presente evaluación ignora el porte de los mercados analizados y considera solamente la comparación evolutiva de cada mercado internamente, es decir, la evolución entre el momento que se realizó el primer estudio en el año 2015 y la presente actualización. El interés no es lo de establecer un ranking entre los mercados, sino verificar la evolución de los mercados y de la liquidez al largo de la última década.

RENTA FIJA PRIVADA

Para la clasificación **en términos de desarrollo de mercado** se considera preponderantemente el monto total operado, toda vez que el valor de los activos de renta fija registrados en bolsa no estuvo disponible para la mayor parte de las bolsas. Los factores considerados para la clasificación **en términos de desarrollo de la liquidez** han sido, principalmente la rotación, la presencia en la negociación en bolsa, la formación de precios y la existencia de programas de creadores de mercado.

Un análisis evolutivo del grado de desarrollo de la liquidez permite identificar que el mercado argentino experimentó un crecimiento de la liquidez para los valores de renta fija corporativa. Los demás mercados analizados se mantuvieron relativamente estables comparativamente a la investigación precedente.

RENTA FIJA PÚBLICA

En el estudio anterior, una primera etapa del análisis del mercado de renta fija pública ha sido identificar el nivel de participación de la bolsa en este segmento de mercado. En los mercados donde la bolsa tenía una participación mediana o alta en la negociación de estos activos, los datos sobre valores registrados y negociados en la bolsa eran significativos como indicadores de la liquidez de este mercado. Simétricamente, en los mercados donde la bolsa presenta una participación baja o irrelevante, los datos acerca de los valores registrados y negociados en la bolsa no reflejan indicadores de la liquidez.

El análisis evolutivo identifica que prácticamente no hubo cambios en términos de la relevancia del mercado de renta fija pública para las bolsas de la región.

- Para bolsas que poseen participación **irrelevante** en el mercado de renta fija pública (B3 y BVV), los datos no son indicativos del desarrollo de su mercado o de su liquidez. Para tener una estimativa significativa del tamaño del mercado o de su liquidez, sería necesario analizar datos donde los títulos son efectivamente negociados y liquidados.
- Para las bolsas con **baja** participación en el mercado de renta fija pública (BMV y BVL), los datos son poco indicativos del desarrollo de su mercado o de su liquidez, lo que amerita las mismas consideraciones hechas en el punto anterior.
- Para las bolsas que tienen una participación **mediana o alta** en el mercado de renta fija pública (BYMA, BBV, BCS, BVC, BNV, BME, BVQ, BVES, Latinex, BVA, BVRD y BVM), los datos son considerados significativos para indicar su grado de desarrollo de mercado o de liquidez.

Tomando en cuenta las bolsas que han participado de la encuesta en la presente actualización, es posible identificar que la participación de la renta fija pública en el mercado es mediana o alta, lo que es favorable al análisis.

Tal como el estudio anterior, se buscó crear una escala de clasificación de los países según los niveles de desarrollo de mercado y de liquidez para el segmento de renta fija pública. El factor considerado para la clasificación en términos de desarrollo de la liquidez ha sido, principalmente, la rotación. En general, se observa que la rotación de este mercado es bastante reducida mismo en las bolsas en que la renta fija publica es relevante.

Respecto a la formación de precio, el porcentaje de títulos de renta fija pública que obtienen precio de mercado diariamente es bajo o irrelevante, aunque varios mercados cuentan con proveedores de precios, rol este desempeñado por la bolsa o proveedores privados. Pocos mercados mantiene programas de creador de mercado para el segmento de renta fija pública.

RECOMENDACIONES

RENTA VARIABLE

Recomendación 1: La bolsa debe buscar identificar ventajas de la negociación en el mercado local comparativamente a la negociación en los mercados de DRs (p.e. marco legal, amplitud de los activos disponibles, tratamiento de derechos) y diseminar tal diagnostico entre los participantes de mercado que representan Inversionistas extranjeros y/o directamente a los inversionistas.

Recomendación 2: La bolsa debe, en su rol condición de entidad autorreguladora, considerar el establecimiento de incentivos para que las compañías alcancen un nivel mínimo de *free float* (p.e. menores tasas de listado a partir de un nivel mínimo)

Recomendación 3: Las bolsas deben evaluar acciones que tengan por objetivo diversificar la base de inversionistas, principalmente para acercar inversionistas personas naturales. Recomendase el análisis de mecanismos de negociación por medio de la Internet (home broker), bastante difundida en los mercados más líquidos de la región y del mundo.

Recomendación 4: Las bolsas deben mantener plataformas electrónicas de negociación que permitan la difusión de cotizaciones en tiempo real a los participantes de mercado. Las bolsas deben considerar la introducción de mecanismos de ruteo directo de ordenes (*Direct Market Access – DMA*).

Recomendación 5: Para todos los mercados se recomienda el permanente desarrollo de la plataforma de comunicación con los intermediarios, así como de funcionalidades que tengan el potencial de reducir tareas manuales, ampliar el nivel de STP y potenciar la reducción de los costos de transacción.

Recomendación 6: Las bolsas deben estar atentas a las posibilidades de ampliar su grado de interconexión a otros mercados, independientemente del modelo utilizado (integracionista o de colaboración). Un cierto nivel de armonización tecnológica y operativa puede ser requerido.

Recomendación 7: Las bolsas deben adoptar de programas de creadores de mercado como mecanismo de fomento al desarrollo de la liquidez. Los programas de creadores de mercado deben contar con

requerimientos mínimos de actuación y contemplar penalidades aplicables en el ámbito de la autorregulación de la bolsa en caso de incumplimiento.

RENTA FIJA PRIVADA

Recomendación 1: Las bolsas deben buscar mejorar la eficiencia del mercado primario por medio de la ampliación de los mecanismos de oferta, la reducción de los plazos de registro y del desarrollo de modelos estandarizados de prospectos de emisión.

Recomendación 2: Las bolsas deben desarrollar mecanismos que incentiven las compañías realizar emisiones destinadas a un público diversificado de inversionistas, incluyendo, lo más posible, inversionistas de menor porte y personas naturales.

Recomendación 3: Respecto al mercado secundario, las bolsas deben enfocar en la implantación desarrollo de plataformas electrónicas de negociación aptas a consolidar y divulgar con agilidad las cotizaciones y las operaciones realizadas, promoviendo una buena formación de precio, un nivel elevado de transparencia y potenciando la integración transfronteriza de los mercados. Tal objetivo puede ser logrado por medio del desarrollo interno de un nuevo sistema, de adaptaciones en plataformas de negociación ya existentes en el mercado o de la adquisición de sistemas de proveedores.

Recomendación 4: Las plataformas de negociación deben respetar las características propias de este mercado de renta fija corporativa cuanto a las formas de negociación y a los plazos de liquidación.

Recomendación 5: Las bolsas debieran introducir programas de creadores de mercado para valores de renta fija corporativa que ingresan a la negociación activa en sistemas electrónicos por ella administrados. Los programas de creadores de mercado deben contar con requerimientos mínimos de actuación y contemplar penalidades aplicables en el ámbito de la autorregulación de la bolsa en caso de incumplimiento.

RENTA FIJA PÚBLICA

Recomendación 1: Las bolsas deben examinar aspectos generales del desarrollo del mercado y del perfil de la deuda de manera, tales como el tipo de indexación predominante, el grado de concentración y los plazos de vencimiento de los títulos emitidos, de manera a crear expectativas realistas cuanto a las acciones de naturaleza micro que pueden no lograr el efecto deseado por razones más relacionados a la estructura macro.

Recomendación 2: Las bolsas deben desarrollar plataformas electrónicas para negociación de valores de renta fija pública de manera coordinada con los participantes de mercados e inversionistas, de manera a identificar funcionalidades deseables con potencial de promover un aumento del número de negocios. En se tratando de atraer negocios realizados en el mercado OTC para el ambiente bursátil, es importante que las funcionalidades reproduzcan, en alguna medida, el ambiente al cual los participantes están acostumbrados.

Recomendación 3: Respecto al mercado secundario, las bolsas deben enfocar en la implantación desarrollo de plataformas electrónicas de negociación aptas a consolidar y divulgar con agilidad las cotizaciones y las operaciones realizadas, promoviendo una buena formación de precio, un nivel elevado de transparencia y potenciando la integración transfronteriza de los mercados. Tal objetivo puede ser logrado por medio del

desarrollo interno de un nuevo sistema, de adaptaciones en plataformas de negociación ya existentes en el mercado o de la adquisición de sistemas de proveedores.

Recomendación 4: Las bolsas deben evaluar la posibilidad de actuar como proveedores de precios teóricos, sobre todo en el caso de mercados que actualmente no cuentan con otros proveedores privados. La existencia de referenciales de precios es fundamental para reducir los spreads practicados.

Recomendación 5: Respectados los arreglos reglamentares e institucionales de cada mercado, las bolsas deben buscar, por medio de acuerdos con otros organismos de gobierno o privados, obtener una visión agregada del perfil de inversión.

Recomendación 6: Las bolsas deben evaluar oportunidades de desarrollo de programas específicos para atraer tipos diferenciados de inversionistas, especialmente personas naturales que tienen un gran potencial de promover el desarrollo de la cultura de inversión en un determinado mercado.

III – DESARROLLO DE PRODUCTOS

La revisión del estudio de productos bursátiles está organizada en dos subgrupos:

- A - Derivados
- B - Fondos de Inversión; y
- B - *Exchange Traded Funds* (ETFs)
- D - Productos Ambiental, Social y Gobierno Corporativo (ASG).

El análisis se enfoca en productos considerados importantes como indicadores de presencia regional, la calidad, de la liquidez y del grado de desarrollo del mercado local y que en conjunto actúan como potenciadores de la inversión transfronteriza.

Considerando que los productos analizados tomaron por base en su capacidad de potenciar el desarrollo del mercado local y de la integración transfronteriza, se consideró importante tejer consideraciones sobre el proceso de madurez de los productos en general, así como recomendaciones en el sentido de proporcionar un ambiente favorable a su evolución. En este sentido, se han desarrollado recomendaciones generales.

Recomendación General 1: Las bolsas deben desarrollar estrategias directamente relacionadas a la educación de los agentes de distribución de los productos.

Recomendación General 2: Las bolsas deben enfocar en iniciativas de educación de los inversionistas por medio de la organización de seminarios, workshops y entrenamientos, además de desarrollar materiales explicativos y didácticos que se puedan utilizar por los agentes de distribución e intermediarios.

Recomendación General 3: Las bolsas deben desarrollar procesos operativos eficientes, automatizados de manera integral y de fácil manejo para proporcionar el mayor grado posible de STP. (*straight through processing*). Es importante desarrollar sistemas y herramientas que colaboren con el agente en su rutina operativa, incluso para fornecimiento de informaciones a los inversionistas, como consultas parametrizables y exportables, controles y funcionalidades automáticas. Esas herramientas debieran, preferencialmente, ser de fácil integración a los sistemas de los agentes e intermediarios.

Recomendación General 4: Aunque sea importante que el producto sea autosustentable, las bolsas deben incorporar el periodo de maduración a la planificación de la implementación y al plazo de recuperación de inversiones. Del punto de vista de la integración transfronteriza, es importante que las tasas practicadas en el mercado no sean muy diferentes de las practicadas en los otros mercados de la región.

A – DERIVADOS

El capítulo sobre Desarrollo de Productos – Derivados tiene por objetivo:

- I. Identificar los productos derivados relevantes en cada mercado;
- II. Actualizar el diagnóstico regional comparativo;
- III. Analizar los factores de desarrollo; y
- IV. Recomendar acciones que puedan contribuir para el desarrollo del mercado de derivados.

La **metodología** utilizada consistió en analizar informaciones obtenidas a partir de los Informes Estadísticos Mensuales de la FIAB.

INTRODUCCIÓN

En todo el mundo, los instrumentos derivados están entre los más importantes mecanismos utilizados para administrar riesgos inherentes a los mercados financieros. A la medida que los instrumentos y estrategias financieras se sofisticaron, creció la demanda de los participantes de mercado por mecanismos de mitigación de riesgos y, consecuentemente, el mercado de derivados se desarrolló. El mercado de derivados puede ser organizado en dos segmentos: mercado de bolsa (*Exchange-traded derivatives*); y mercado OTC (*over-the-counter*).

Globalmente, el mercado de derivados OTC es significativamente más importante que el mercado de bolsa. Según los datos del *Bank for International Settlements* (BIS), el valor nocional de los contratos en bolsa (*exchange traded*) representó, al cierre de 2023, cerca de 14% (catorce por ciento) del valor nocional de los contratos en abierto en el mercado OTC.

En el mercado de bolsa (así como en el mercado OTC), los contratos derivados de tasa de interés son los más líquidos, con una expresiva diferencia para los contratos de tipo de cambio (FOREX) que vienen en segundo lugar. En el primero cuadrimestre de 2024 (BIS), el valor nocional total de los contratos futuros de tasa de interés era de USD 36,962 mil millones; al paso que los contratos futuros de tipo de cambio alcanzaban solo USD 362 mil millones. Para los instrumentos opciones, la diferencia es aún más significativa con USD 53,975 mil millones para opciones sobre la tasa de interés y USD 109 mil millones para opciones de tipo de cambio. Por lo tanto, el mercado de contratos futuros es globalmente mucho más relevante para las bolsas que el mercado de opciones.

Aunque el BIS no segregue los datos de la región (apenas de Norteamérica, Europa, Asia y “otros”), comparando los “otros” al total y a los demás totales regionales, es posible estimar que Latinoamérica tiene una participación aún poco expresiva. Mientras el valor nocional total de los contratos derivados (futuros y opciones) en el primero cuadrimestre de 2024 fue de USD 93,274 mil millones, el valor de los “otros” mercados, donde se encuentra Latinoamérica, corresponde a US 2,431 mil millones, o sea, solamente, 2,6%.

Existe, por lo tanto, un gran espacio para crecimiento del mercado de derivados en las bolsas de la región.

El enfoque del estudio anterior estuvo centrado en el mercado de derivados de bolsa. Sin embargo, se reconoce actualmente que, mismo para el mercado de derivados OTC, las bolsas tienen el potencial de proveer servicios de valor agregado que pueden volverse una importante fuente de ingresos.

Los mercados de derivados OTC se destacaron recientemente por su falta de transparencia cuando comparados al mercado de derivados de bolsa. Exigencias como el registro de operaciones en *trade repositories* y la liquidación por una contraparte central surgieron en función riesgos que no estaban adecuadamente identificados y mitigados. El tamaño del mercado de derivados OTC y la creciente necesidad de que las transacciones se registren en sistemas centralizados de registro como las *trade repositories* puede representar una oportunidad de negocio para las bolsas fuera de sus líneas tradicionales de negocio.

DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO

Comparativamente a la investigación anterior, no hubo un avance de los productos derivados en la región. Exactamente los mismos mercados donde el producto estaba presente en 2015 son los que indican negociarlo actualmente: Argentina (BYMA, Matba-Rofex), Brasil (B3), Colombia (BVC), España (BME) y México (BMV). En 2015, Chile lanzaba un programa de derivados mientras se realizaba el estudio, pero la iniciativa no logró alcanzar la liquidez deseada.

Se buscó identificar los contratos más relevantes en cada mercado (2023), así como se hizo una comparación de los diferentes tipos de contratos entre los mercados de la región. El análisis gráfico presentado en el capítulo correspondiente nos permite tener una visión comparativa del grado de desarrollo y de profundidad del mercado de derivados por tipo de contrato negociado.

FACTORES DE DESARROLLO

En el estudio anterior, se buscó identificar los factores determinantes del desarrollo de los derivados en cada mercado. Los principales factores indicados fueron un ambiente regulatorio favorable, incentivos económicos y fiscales y la actuación de la bolsa.

Estos factores permanecen siendo los principales a contribuir para el desarrollo del mercado de derivados en la región. Sin embargo, es importante destacar que el mercado de derivados no experimentó un avance real en la región – los mercados donde el producto ya estaba desarrollado permanecen siendo los que presentan mejor desempeño, los mercados donde la actividad era incipiente no han mostrado crecimiento y no hubo nuevos mercados donde los derivados se hayan desarrollado como se indicaba en el estudio de 2015.

En todos los mercados de la región donde se transan derivados, el producto es considerado relevante para el desarrollo de los mercados financiero y de capitales, una vez que optimiza el manejo de riesgos y potencializa las estrategias de arbitraje de los inversores. En algunos mercados existen incentivos económicos y/o fiscales para operaciones con derivados, como es el caso de Brasil y Colombia.

La principal barrera al desarrollo del mercado de derivados que se ha identificado es la baja liquidez y profundidad del mercado subyacente que limita el potencial del mercado de derivados. Incentivos fiscales restrictos a determinados tipos de inversores (extranjeros, por ejemplo), necesidad de cambios regulatorios y falta de cultura local fueron otros factores apuntados como limitadores del desarrollo del mercado de derivados en la región.

RECOMENDACIONES

Recomendación 1: Que las bolsas evalúen, en conjunto con reguladores y agentes de mercado, la posibilidad de creación de una contraparte central en su mercado que sea capaz de absorber los riesgos creados por los mercados derivados. La contraparte central es una infraestructura compleja y costosa una vez que involucra el manejo de sistemas de riesgos y garantías y mecanismos de salvaguardas como fondos de liquidación y arreglos de liquidez. Las bolsas deben evaluar si el tamaño y el nivel de madurez de su mercado comporta el desarrollo de tal infraestructura. Donde el mercado *spot* es poco desarrollado e ilíquido, posiblemente no hay condiciones materiales de sostener un mercado de derivados.

Recomendación 2: Que las bolsas identifiquen, en conjunto con los participantes de mercado, cuál es la demanda de los inversionistas en términos de necesidad de cobertura, de manejo de riesgos y de estrategias de inversión con el objetivo de los tipos de contratos adecuados a la implantación en sus mercados. Es recomendable también se inicie con un número reducido de contratos de forma a incentivar la concentración de la liquidez en ellos y cuando la liquidez ya se hubiera consolidado, se buscar introducir progresivamente otras modalidades de contrato, estando siempre atentos a la demanda del mercado.

Recomendación 3: Que las bolsas busquen las acreditaciones que fornece la *No Action Letter* emitida por la CFTC y por la ESMA/EMIR como forma de atraer inversionistas transfronterizos, en general, y de manera a potenciar la operación transfronteriza entre los mercados de FIAB.

Recomendación 4: Que las bolsas evalúen la posibilidad de prestar servicios de valor agregado para el registro de transacciones con derivados OTC. El desarrollo de una entidad de registro centralizado puede mostrarse económicamente más viable y relevante que el desarrollo de una contraparte central. Considerando el volumen global de contratos OTC en abierto, es posible estimar que existe una potencial fuente de ingresos aún muy poco utilizada en la región. Aunque este no sea un servicio tradicional de las bolsas, estas están capacitadas y poseen el *expertiz* necesario para desarrollar tal infraestructura.

B – FONDOS DE INVERSIÓN

El capítulo sobre Desarrollo de Productos – Fondos de Inversión tiene por objetivo:

- I. Identificar los productos derivados relevantes en cada mercado;
- II. Actualizar el diagnóstico regional comparativo;
- III. Analizar los factores de desarrollo; y
- IV. Recomendar acciones que puedan contribuir para el desarrollo del mercado de derivados.

La **metodología** utilizada consistió en analizar informaciones obtenidas a partir de los Informes Estadísticos Mensuales de la FIAB.

INTRODUCCIÓN

Entre los principales objetivos de inversión, están la diversificación del portafolio, la administración de los riesgos y la maximización de los retornos. Los fondos de inversión son, tal vez, una de las modalidades más eficientes para alcanzar una diversificación de portafolio. Con el agrupamiento de recursos de inversores individuales en un mecanismo colectivo de inversión (en inglés *collective investment scheme* o CIS), los fondos de inversión no solo democratizan el acceso a activos de alto valor, como también se benefician de una administración profesional a la cual los inversores individualmente probablemente no tendrían acceso.

Los fondos son estructurados a partir de recursos de múltiples inversores que invierten colectivamente en un portafolio diversificado de activos como acciones, bonos y otros activos. El principal objetivo es diluir los riesgos de la inversión mientras se busca capitalizar la oportunidad de invertir en una amplia gama de activos que no podrían estar disponibles al inversor individual.

Los fondos de inversión en acciones, sobre los cuales se enfoca el estudio, están entre los más buscados por los inversionistas justamente porque los beneficios en términos de gestión profesional sea un diferencial más significativo en este segmento. Por medio de la inversión en un portafolio de acciones, los inversores reducen su exposición a una acción específica y, por lo tanto, quedan más protegidos de las fluctuaciones del mercado.

Uno de los beneficios para el inversor de fondos es la posibilidad de negociar en el mercado secundario las cuotas de los fondos y no los activos que componen el fondo, que tienen niveles diferenciados de liquidez. El efecto de nivelar la liquidez puede ser un factor de incentivo a la negociación de las cuotas en bolsa, una vez que los activos individualmente pueden presentar liquidez variada.

El análisis de los fondos de inversión en el presente estudio sobre inhibidores a la integración transfronteriza resulta del diagnóstico de que la negociación de cuotas de fondos en bolsa puede representar una forma de familiarización de inversores transfronterizos a los mercados locales. Bajo esta hipótesis, la promoción de la liquidez de los fondos de inversión debería ser un reto para los mercados de la región.

DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO

El diagnóstico regional para el producto fondos de inversión considera los datos disponibles en los Reportes Estadísticos y el Anuario de la FIAB que cubren los fondos de inversión en acciones.

Un aspecto interesante para analizar es que, aunque BCS sea el que tiene más fondos listados, incluso bastante superior al de B3, los montos operados y el número de operaciones son inmensamente inferiores. Es conocida la importancia de los fondos en el mercado chileno, sin embargo, los datos indican que tal industria no genera el nivel de actividad que se pudiera esperar. Por lo tanto, se deduce que el número de fondos no es indicativo de su liquidez y, para las bolsas, el factor más relevante son los montos negociados y el número de transacciones, a la vez que son estos que les generan ingresos. De esta manera, en el proceso investigativo, la cuestión relevante está relacionada a las características de los fondos o de los inversores que inhiben el crecimiento de su negociación y no la multiplicación del número de los fondos disponibles en los mercados.

Otro indicador interesante para mirar es el nivel del número de transacciones en Brasil. En todos los mercados se observa que la relación montos transados sobre número de operaciones es positiva, incluso bastante positiva. La única excepción es justamente el mercado brasileño, el más líquido de la región, donde la relación es inversa.

Esto indica que el *ticket* mediano de transacción en el mercado brasileño es significativamente más pequeño que los de otros países. Es posible, por lo tanto, deducir que el mercado brasileño es efectivamente pulverizado y posee una base de inversionistas diversificada con amplia participación de inversionistas naturales. En los demás mercados, la negociación probablemente aún está concentrada en inversionistas

institucionales con pocas operaciones de monto superior y sin la adhesión de inversionistas individuales/personas naturales.

TENDENCIAS EN LA INDUSTRIA DE FONDOS

Los mecanismos en inversión colectivos, en general, y los fondos de inversión, en particular, deben sufrir importantes transformaciones en función de los avances tecnológicos, evolución regulatoria y cambios en las preferencias de los inversionistas.

Al mismo tiempo en que se abren oportunidades para inversionistas e intermediarios, estos cambios representan desafíos en medio a los cuales las bolsas tienen que navegar para ofrecer productos y servicios que agreguen valor y generen ingresos diversificados. Por lo tanto, es fundamental que las bolsas de la FIAB estén atentas a las tendencias de desarrollo para la industria de fondos de forma a capturar el potencial de crecimiento que puede tener un impacto importante sobre el mercado local.

1) Integración tecnológica y tokenización

La integración de tecnologías avanzadas como inteligencia artificial y *distributed ledger technology* (DLT) permitirán una simplificación operacional, la reducción de costos y ampliación de la transparencia. El uso de DLT puede facilitar la identificación de la propiedad de los activos y derechos en tiempo real, eliminando potencialmente procesos de conciliación. La emergencia de fondos tokenizados son ejemplos que como la industria puede transformarse a partir de la integración tecnológica.

2) Evolución regulatoria

El referencial regulatorio que gobierna los mecanismos colectivos de inversión debe responder a la evolución del mercado financiero global. Notase una creciente armonización regulatoria entre jurisdicciones, con el objetivo de proteger los inversionistas y promover la innovación financiera. Esta tendencia puede llevar a nuevas estructuras de fondos para operaciones transfronterizas.

3) Inversión sostenible (ASG)

Los fondos de inversión deben desempeñar un rol central con el crecimiento de la demanda por activos sostenibles y por opciones de inversión responsable. Fondos que prioricen criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) probablemente van a proliferar en gran velocidad, espejando el éxito de los *green bonds* y otros productos orientados a ASG.

4) Democratización

La democratización de oportunidades de inversión debe ganar *momentum* con los fondos de inversión volviéndose accesibles a una audiencia más amplia. Esta tendencia puede ser facilitada por las plataformas de micro inversión que permiten a inversionistas individuales participar con comprometimiento mínimo de capital, similar al modelo adoptado por aplicaciones de inversión en teléfonos portables.

5) Customización y personalización

Soluciones customizadas de inversión probablemente se volverán prevalecientes con los fondos de inversión ofreciendo portafolios personalizados que capturan perfiles de riesgo y objetivos de inversión diversificados. Esta evolución es ejemplificada por el avance de robots que construyen portafolios basados en algoritmos.

6) Diversificación global

Se espera que el futuro reserve un ambiente más globalizado para los mecanismos colectivos de inversión, con los fondos invirtiendo crecientemente en un rango diverso de activos en múltiples jurisdicciones. Esta tendencia es ejemplificada por el aumento de interés en los fondos de mercados emergentes, que ofrecen exposición a economías de acelerado crecimiento.

7) Activos alternativos

Los fondos de inversión deben ampliar sus inversiones en activos alternativos y de capital de riesgo, como *private equity*, activos inmobiliarios y *commodities*. Esta diversificación más allá de las acciones y bonos tradicionales ofrece un mayor potencial de y de mitigación de riesgos, como es visible por el crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria.

RECOMENDACIONES

Recomendación 1: Las bolsas deben investigar si existen barreras a la participación más amplia y diversificada de inversionistas. Si fuera identificado barreras culturales y de educación financiera, las bolsas debieran liderar iniciativas con el objetivo de aumentar el nivel de educación financiera del público en general. Tales iniciativas pueden involucrar la producción de contenido informativo y educacional, la organización de eventos y acuerdos de cooperación con escuelas y universidades. Además de programas educacionales propios, las bolsas debieran dar soporte a las iniciativas de los intermediarios, proveyéndoles materiales, cursos conjuntos y dejar disponibles profesionales especialistas que puedan hablar en eventos organizados por los intermediarios del mercado.

Recomendación 2: Las bolsas que tienen una participación en el gobierno de los depósitos centrales o poseen una participación financiera y política relevante en tales instituciones debieran influenciar positivamente la adopción de mejores prácticas por los depósitos centrales. Los principales aspectos para considerar son: el mantenimiento de estructuras de cuentas segregadas, la conciliación de saldos con emisores y custodios, el marco legal para definición de los derechos de propiedad y la utilización de modelos de entrega contra pago en la liquidación de los eventos incidentes sobre los activos.

Recomendación 3: Que las bolsas estén atentas a los avances de la *tokenización* de los activos que pueden simplificar procesos como los de anotación en cuenta y conciliación, además de aumentar la transparencia en el registro de datos. La adopción de soluciones en *blockchain* implica en desafíos sobre los cuales las bolsas pueden actuar de manera activa, principalmente con relación al marco legal que necesita ser desarrollado y a los arreglos de gobierno que necesitan ser revisados. Respecto al gobierno corporativo, en sistemas con restricción de acceso que pueden involucrar a una o más instituciones que tienen derechos de propiedad sobre el sistema, las bolsas tienen la oportunidad de asumir el liderazgo con la creación de una estructura de gobierno centralizado para otorgar acceso al sistema, tomar decisiones sobre las reglas o actualizaciones tecnológicas a nombre del sistema, así como determinar permisos para escribir cambios en el *blockchain*.

Recomendación 4: Que bolsas promuevan la negociación de cuotas en el mercado secundario de manera a atraer inversionistas que perciban el activo como líquido y rentable, reduciendo el incentivo al rescate y facilitando la gestión de la liquidez. La negociación de cuotas en bolsa tiene el potencial de aumentar la liquidez local a través de la negociación transfronteriza, una vez que se trata de una manera de diversificar la inversión, sin requerir conocimiento profundado del mercado o de empresas locales. Para fondos de

acciones, las bolsas proveen los principales referenciales de precio para una efectiva marcación a mercado (*mark-to-market*) de los activos, aspecto esencial para la gestión de la liquidez de los fondos.

C – ETF

El ETF – traducción para fondos de negociación bursátil, fueron introducidos mundialmente en los primeros años de la década de 2000 en bolsas de mercados desarrollados y ganaron impulso como uno de los más relevantes entre los mercados globales.

En este análisis, hacen un comparativo con los datos recabados en el estudio de 2015 en en contexto de nuevas tendencias y para conocer el uso del instrumento como forma de viabilizar la integración de los mercados de Iberoamérica. Aquí se utilizaron datos disponibles en las Estadísticas de la FIAB, una pregunta a las bolsas sobre la participación de ETFs basados en índices domésticos y evaluando datos y estudios internacionales sobre el instrumento.

Globalmente, la mayor parte de los ETFs son pasivos, es decir, el gestor que estructura esa cartera reflejando un índice de mercado ya estructurado (también denominado “benchmark”) y reflejando los balances de composición diaria que el índice perseguido tiene, o los rebalanceos periódicos del índice, ajustando acciones o bonos que son objeto de esa cartera.

Con la crisis del *subprime* en 2008, una revaluación del rol de las empresas que crean la metodología y desarrollan y calculan los índices se puso en jaque (incluso porque muchas veces esos proveedores de índices también eran los calificadores de rating de empresas). Una revaluación de reguladores de mercado de valores y de bancos centrales a nivel mundial sobre las funciones de los proveedores - rol, impacto para la solvencia y funcionamiento de los mercados y sobre los agentes económicos. Con la creación de los Principios para Índices Financieros de la IOSCO (el año 2013) estos proveedores de índices deben seguir los principios y 4 prácticas (temas de Gobierno, Calidad, Metodología y Responsabilización) como forma de algún nivel supervisión de esas empresas globalmente, crear simetría de condiciones entre los mercados donde éstas operan y guiar las mejores prácticas.

Cuadro de temas principales en los Principios para Indicadores de Mercado Financiero de la IOSCO

Principios referentes al Gobierno de los Índices	1. Responsabilización de los Administradores 2. Reglas para el uso de servicios de tercerización (para búsqueda de datos o etapas de desarrollo) 3. Situaciones de Conflicto de Intereses 4. Controles 5. Supervisión Interna (comités, revisiones, integridad)
Principios referentes a la Calidad de los Índices	6. Diseño del Índice 7. Suficiencia de datos para el desarrollo y cálculo 8. Hierarquía y origen de datos 9. Transparencia y efectividad de divulgación 10. Revisiones periódicas
Principios referentes a la Calidad de la Metodología	11. Contenido metodológico 12. Cambios en la metodología 13. Procedimientos y transición de cambios en la metodología 14. Sumisión al Código de Conducta

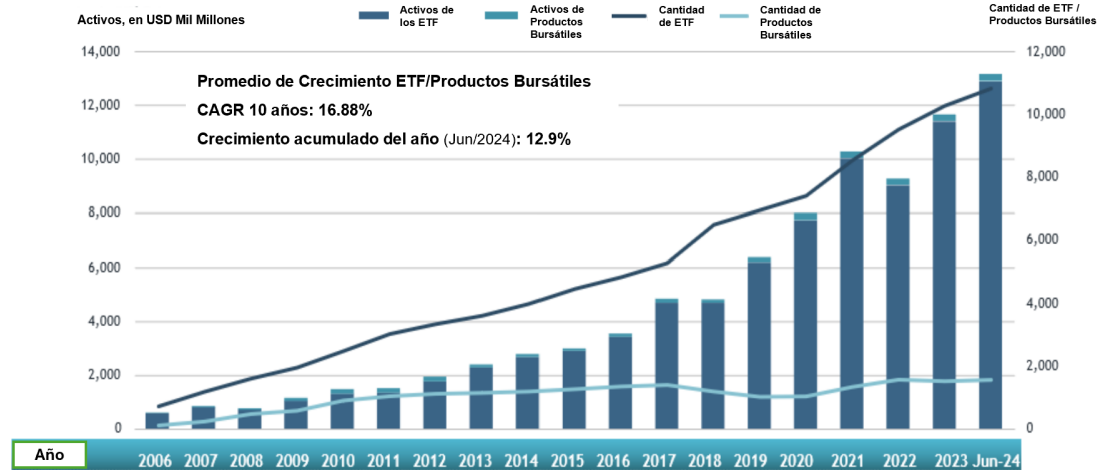
	15. Controles internos para acceso a los datos
Principios referentes a la Responsabilidad de los Agentes	16. Reclamos 17. Auditoría 18. Guarda de informaciones y versiones para auditoria 19. Cooperación con autoridades de regulación

A consecuencia de los Principios de la IOSCO, en la última década los ETF de renta fija y variable han tenido importante avance en todas las regiones del mundo (excepto Latinoamérica), llegando a un promedio de crecimiento de cerca del 17% al año. En EE. UU., cerca del 15% del monto total de negociación con renta variable es representado por la transacción de ETFs de índices de renta variable, y en renta fija esa proporción llega al 3% de los montos negociados con renta fija.

Cuadro: Evolución de los activos de los ETF a nivel mundial de 2006 a 2024

Crecimiento de los activos invertidos por ETFs

Datos a fines de Junio/2024, en USD Mil Millones



Fuente: ETFGI.

DIAGNOSTICO REGIONAL

Fueron 17 bolsas de 12 países de la región las que se analizaron, de las cuales ocho actualmente reportan tener ETFs para negociación.

BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), MAE (Argentina), BBV (Bolivia), B3 (Brasil), BEC (Chile), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), Nuam – BVL (Peru) y BEVSA (Uruguay).

La Bolsa Mexicana de Valores fue el primer mercado a tener estos activos para negociación en los inicios de los años 2000 para traer exposición de activos internacionales a inversionistas institucionales locales (con la creación de los NAFTRAC transados en el Mercado Global de la BMV). En la última década, se ha desarrollado el mercado de ETF en las bolsas de Chile, Colombia y Perú y en la Bolsa Electrónica de Chile.

La brasilera B3 inició la negociación de ETF de sus propios índices en los años 2000 y hoy tiene centena de ETFs de índices locales e internacionales, con alta participación de inversionistas individuales que eligen la exposición a mercados globales a través de ese instrumento.

En BVES hay ETFs nacionales y extranjeros, aunque con pocos montos negociados, y BME en España tiene ETFs de sus índices españoles, con un mercado menos expresivo para estos instrumentos – probablemente por la facilidad de inversión en el extranjero a los inversionistas españoles, sean institucionales o individuales.

Datos de ETF en Bolsas de la FIAB

Datos a fines de 2023

Bolsa	Cantidad de ETFs Listados (Domésticos e Internacionales)	Monto operado con ETFs (USD Millones)	Número de Transacciones con ETFs (Miles)
B3	96	63,344	30,911
Nuam - BCS	445	221	75
BEC	153	311	143
Nuam - BVC	2	197	8
BVES	33	-	55
BME	5	1,300	-
BMV	1463	64,097	915
Nuam - BVL	143	169	3

Fuente: Informe Mensual Estadístico, FIAB, 2024. Elaboración propia.

RECOMENDACIONES

El ETF puede ser una forma de ampliar las conexiones entre los mercados, especialmente al permitir que inversionistas pueden acceder, a través de la bolsa de su mismo país, a inversiones en activos de otros mercados de la región, de manera fácil, estructurada, viable y en moneda local. De entendimiento simple por inversionista individuales y de fácil implementación (por ser un listado común, sin requerimientos específicos de los emisores de cada uno de los activos que componen las carteras) con información constante por parte de los proveedores de índices y por los gestores/administradores de las carteras de ETF, este termina siendo un instrumento promotor de integración regional.

MOTIVACIONES PARA EL USO DE ETF EN LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE IBEROAMÉRICA

Sencillez para cualquier inversionista invertir en fondos y transar los activos
Bajos costos de administración
Acceso a fondos de inversión de grandes gestoras de recursos de la región y del mundo
Acceso a los principales índices mundiales o de estrategias sin hacer investigaciones o operaciones a menudo
Actualización frecuente de los activos subyacentes de la cartera por el gestor
Diversificación de activos en la cartera de inversión
Instrumento colectivo de inversión con bajo riesgo
Exposición a fondos con crecimiento que buscan performance superior a los <i>benchmarks</i> de mercado
Transacción estandarizada, utilizando corredoras y negociación electrónica
Sin cuarentenas de tiempo o de montos mínimos de inversión

Fuente: reportes de mercado; elaboración propia.

En etapas iniciales de la integración regional, es promotor de la transacción, exposición y acceso de los inversionistas a productos simples, con bajo costo de administración, diversificación de activos, exposición

internacional y negociación de manera colectiva a índices de otras bolsas de la región para negociación en la bolsa de su propio país, con intermediarios locales.

ETF COMO INSTRUMENTO DE ACCESO DE INSTITUCIONALES Y PERSONAS NATURALES

Al ser un instrumento financiero más diversificado, barato y viable para el acceso – muchas veces el primero acceso – a inversionistas individuales, puede ser un producto efectivo para la democratización del mercado de capitales. El ETF estandarizado y pasivo ofrece una sencilla forma de transar y detener activos incluso internacionales utilizando una corredora de bolsa local como intermediario, tal como se hace con la negociación de acciones, por ejemplo.

DIVERSIFICACIÓN DE RIESGO Y DE ACTIVOS

El ETF da acceso a invertir en un fondo manejado por expertos en gestión, con cartera eficiente en términos de riesgo y balance de posiciones con tasa de administración más baja que las practicadas por los administradores de fondos en general, y exposición a segmento y países/mercados internacionales sintetizados en un mismo activo financiero. Con un ETF la diversificación puede llegar de manera rápida a cualquier inversionista de la región, sin la necesidad de que sea un producto disponible solamente a inversionistas institucionales.

INDICES REGIONALES CON ETF

Es indicado que grupos de bolsas de la región – como Nuam, AMERCA, bolsas argentinas - pudiesen crear índices de microrregiones, o que la misma FIAB pudiera estimular la creación de algún índice regional

Considerando que varios de los mercados de la región son fuertes en renta fija, viabilizar un índice de bonos regionales puede ser una forma simple de dar acceso a los inversionistas de un país a que tengan exposición y puedan invertir indirectamente en activos de otro país.

Permitir el acceso a instrumentos con características regionales entre todos los mercados, disponible a todos los inversionistas de la región, es permitir un nivel inicial de integración, sin la necesidad de mecanismos de pedidos de registro repetidos para todos los emisores y creando una combinación de activos relevantes de la región en un único producto.

LANZAMIENTO DE ETF CON INSTITUCIONES FINANCIERAS

Las administradoras de recursos líderes del mundo en ETFs puedan estar presentes en la región, pero crear un mercado activo e integrado de ETFs puede hacerse utilizando instituciones financieras y gestoras de activos líderes entre los mercados de la FIAB. El acceso de esas instituciones financieras a inversionistas y su especialización local pueden ser un gran triunfo para la integración con el uso de ETFs.

Al elegir los grupos regionales para la emisión de las carteras de ETF las bolsas se permiten desarrollar alianzas estratégicas con esas instituciones, fomentando también acciones de difusión, educación y promoción más enfocadas a las necesidades regionales.

CUMPLIMIENTO CON LAS RECOMENDACIONES REGULATORIAS

Los Principios para Indicadores Financieros de la IOSCO son un importante requisito para cumplimiento de los proveedores de índices que representan ETFs de acciones o de deuda; ya lo cumplen proveedoras globales de índices, como S&P Global, MSCI, FTSE, Russell, Nasdaq.

Como varias bolsas de la FIAB tienen un legado de índices propios, con metodología y calculo propios, seria igualmente importante que las bolsas hicieran una autoevaluación del nivel de cumplimiento de los Principios de la IOSCO, ofreciendo a los inversionistas internacionales y regionales la garantía de que índices locales también cumplen estándares globales. Con eso, las bolsas de la FIAB demuestran la integridad y calidad para sus benchmarks y atraen atención de flujos de inversión de fuera de la región.

D – ASG

El contexto de los productos Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG) es de la última década. Aunque no haya sido estudiado en 2015, varias de las bolsas de la región lo han implementado y los inversionistas regionales e internacionales están interesados, de manera que el ASG tiene potencial de impulsar o de inhibir la integración, razón por la cual fue incorporada en esta versión del estudio

El Capítulo sobre ASG tiene el objetivo de evaluar el nivel de adopción de las bolsas miembro de la FIAB a las iniciativas y productos ASG y percibir como esa tendencia podría facilitar o inhibir la integración de los mercados de Iberoamérica. Se utilizaron las respuestas de las Bolsas de la FIAB a la encuesta elaborada por la Consultora, además de informaciones públicas sobre esa materia para describir el proceso de desarrollo de los temas de sostenibilidad en los mercados de capitales a nivel mundial.

El ASG es una evolución de los conceptos de filantropía y Responsabilidad Social Corporativa (RSC) presentes desde los años 1990 y su fusión con la temática de Gobierno Corporativo en el ámbito de la ética e integridad corporativa, como resultado de una serie de conflictos y eventos en los mercados a principios del siglo. Post-Escándalo Enron (EE. UU., año 2001), un movimiento global por mejoras en las prácticas de transparencia, reglas de conducta de administradores, mitigación de conflictos societarios y actuación de los órganos de administración además del rol de firmas de auditoría se consolidó en una nueva etapa de mejoras del Gobierno Corporativo de las empresas.

En respuesta a un llamado del secretario general de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) bajo el contexto del informe “Who Cares Wins” en el año 2004, varias bolsas de valores a nivel global participaron de una reunión de la ONU y se sumaron a la iniciativa del Pacto Global suscribiéndose a 10 principios que el sector privado de todo el mundo pasó a adoptar. Líderes bursátiles fueron parte de 2004 en la ONU, y llevó bolsas como Johannesburgo, Corea del Sur y Brasil a desarrollar índices de Sostenibilidad Empresarial que son el primer producto financiero del ámbito sostenible.

En suma, a fines de la primera década de los 2000, lo que se había iniciado como RSC terminó transformándose en una de las principales expresiones del conjunto de elementos que permitiría a las empresas actuar a los cambios necesarios junto a sus clientes, colaboradores, proveedores, accionistas, su comunidad y grupos de interés (“stakeholders”), creando controles y anticipándose a riesgos que impactan el negocio, con una mirada de controles hacia el Gobierno Corporativo, las transformaciones Climáticas y Ambientales y los desafíos Sociales.

LOS 10 PRINCIPIOS DEL PACTO GLOBAL	
Principios de Derechos Humanos	1. Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos proclamados internacionalmente. 2. Asegurarse de que no sean cómplices de abusos contra los derechos humanos.
Principios de Mano de Obra	3. Las empresas deben defender la libertad de asociación y el reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva. 4. Eliminación de todas las formas de trabajo forzoso y obligatorio. 5. Abolición efectiva del trabajo infantil. 6. Eliminación de la discriminación en materia de empleo y ocupación
Principios para el Medio Ambiente	7. Las empresas deberían apoyar un enfoque precautorio ante los desafíos ambientales. 8. Empezar iniciativas para promover una mayor responsabilidad ambiental. 9. Fomentar el desarrollo y la difusión de tecnologías respetuosas con el medio ambiente.
Principio Anticorrupción	10. Las empresas deben trabajar contra la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno.

El activismo de los inversionistas institucionales en demandar acciones concretas de empresas y gobiernos hizo con que el ASG tuviera más rigor, con principios definidos para implementar, medir y actuar en pro de reducir los riesgos de los impactos y hacer que las empresas se preparen para ser permanentes a lo largo del tiempo y sostenibles en el largo plazo.

La Federación Mundial de Bolsas (WFE), junto a programas de la ONU, el Pacto Global, el UNEP-FI y la iniciativa de Principios de Inversión Responsable (PRI) creó el grupo de Bolsas de Valores Sostenibles (SSE, *Sustainable Stock Exchanges*), para desarrollar una Plataforma de iniciativas entre bolsas, emisores, inversionistas y autoridades y promoción del ASG a nivel mundial.

Al mismo tiempo, la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) desarrolló principios para bonos ASG, con foco en bonos verdes y sociales utilizando conceptos claros y un modelo de verificadores externos. Con estos mecanismos, las acciones con controles ASG, los índices sostenibles y los bonos verdes y sociales fueron nuevos productos con ese sello ASG para las bolsas - para las bolsas fuertes en mercado de deuda, esta fue una solución viable y practica para acceder al ASG de las emisiones y transacciones de bonos.

CATEGORIAS ELEGIBLES PARA CLASIFICACIÓN Y CAPTACIÓN	
BONOS VERDES	BONOS SOCIALES
Energías Renovables	Infraestructura básica viable para personas con menos recursos
Eficiencia Energética	Acceso a servicios esenciales
Prevención y Control de contaminación	Habitación para personas con menos recursos
Gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra	Generación de empleos con el uso de PyMEs y microfinanzas
Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática	Seguridad alimentar
Transporte limpio	Avanzos socioeconómicos y empoderamiento a públicos minorizados
Gestión sostenible del agua y de las aguas residuales	Iniciativas dirigidas a poblaciones específicas como: viviendo bajo la línea de pobreza, poblaciones y comunidades excluidas o

Adaptación al cambio climático	marginalizadas, grupos vulnerables, discapacitados, inmigrantes, sin educación formal, desempleados, etc.
Productos y Proyectos de Economía Circular	
Edificios ecológicos	

Fuente: ICMAgroup.org

La pandemia del Covid19 que se siguió de 2020 a 2022 aceleró un llamado global, iniciado por el Foro Económico Mundial con el “The Great Reset” para compromisos colectivo y urgente para renovar el sistema económico futuro en que las empresas adoptasen el “stakeholder capitalism”. Las empresas se involucraron como pudieron, porque el ASG dejó de ser un diferencial positivo de algunas empresas y pasa a ser el esperado como práctica de todas las empresas y gobiernos del mundo.

Los 5 Principios de los Green Equities de la WFE	
Ingresos	Mínimamente 50% de los ingresos de las empresas originadas de actividades que contribuyen a la economía verde
Taxonomía	La taxonomía mínima definida es que el emisor de las acciones divulgue la taxonomía utilizada con los criterios establecidos para que los ingresos provienen de negocios relacionados a negocios verdes.
Gobierno de la Empresa	Empresas que sigan los criterios de registro para listar y negociar definidos por la bolsa en que están negociando acciones y las divulguen.
Evaluación	las empresas serán evaluadas por un Verificador Externo aprobado por la bolsa con respecto a sus actividades e ingresos relacionados a tales ingresos y que las mismas contribuyen a la economía verde.
Transparencia y divulgación de informaciones	divulgaciones relacionadas a cómo el emisor cumple con los requisitos definidos por la bolsa tienen que ser publicados, adjuntando los criterios, la metodología, el resultado de las evaluaciones que califican que el emisor cumple con los requisitos para ser considerada verde.
Condición específica para empresas Preoperacionales	la bolsa debe elegir una de las dos condiciones a continuación – a) empresas preoperacionales que tengan 50% de sus inversiones alocados en actividades consideradas verdes; ó empresas pré-operacionales que tengan 100% de sus ingresos esperados originados de actividades que contribuyan a la economía verde.

En 2023 la WFE lanzó los Principios de Acciones Verdes² (*The WFE Green Equity Principles*), con 5 pilares y principios generales para que las bolsas clasifiquen acciones y empresas Verdes.

DIAGNÓSTICO REGIONAL

Para el análisis de ASG, se consideraron informaciones de 15 Bolsas de 11 Países:

BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), MAE (Argentina), BBV (Bolivia), B3 (Brasil), BEC (Chile), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BMV (México), Latinex (Panamá) y BEVSA (Uruguay).

En todos estos mercados hay divulgación de informaciones ASG de los emisores, y 62% de las bolsas informa que la entrega de informaciones ASG **es voluntaria**, sin obligatoriedad o requisito por parte de los reguladores.

² Disponible en inglés en el sitio web de la WFE –

<https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/WFE%20Green%20Equity%20Principles.pdf>

Divulgación de Información ASG por parte de los Emisores	
Regulatorio	Voluntario
38%	62%
<i>Nuam BCS, BEC, Nuam BVC, Nuam BVL, BVQ</i>	<i>BBV, BNV, BVES, BVG, BYMA, Latinex, MAE, MAV/BCR</i>

Todas las bolsas también han informado que los reguladores de mercado requieren que las empresas cotizantes en el mercado entreguen una Memoria Anual, en la cual también se entregan informaciones ASG. En 57% las informaciones ASG se reportan bajo los GRI y el 43% de las bolsas reportan que hay divulgación de emisión de gases CO₂ / efecto invernadero.

El criterio de contabilidad del SASB (Comité de Estándares Contables de Sostenibilidad) ya empieza a ser adoptado por un tercio de los que contestaron la encuesta.

Tipos de Reportes ESG en las Bolsas de la Región

GRI Framework	57%
Reporte de Emisiones de CO ₂ / Gases de Efecto Invernadero	43%
SASB Framework	36%
TCFD Framework (por parte de Instituciones Financieras)	29%
Reportes de Seguimiento de los ODS de la ONU	21%
Principles of Responsible Investment (por parte de Gestores de Recursos)	7%
Reporte del Climate Disclosure Project	7%
Folleto de alguna autoridad regulatoria internacional como ESMA, BIS, IMF	7%

Fuente: Bolsas Miembro en respuesta a la Encuesta de la Consultora

Más del 80% de las Bolsas tienen Bonos Verdes y Bonos Sostenibles, y 75% de las Bolsas también tienen Bonos Sociales. A el acceso de estos instrumentos se hace reflejar la importancia de los principios definidos por la ICMA – con verificación por externos especializados – están en línea con atender las demandas de inversionistas institucionales en esa materia. Interesante que hay sellos de sostenibilidad para emisores de instrumentos monetarios, como los pagarés y cheques diferidos (en Argentina) pero solo haya Fondos de Inversión ASG solo en Centroamérica. Además, en las bolsas de Brasil y México, que no contestaron la encuesta, existen ETFs ASG, incluso ETFs de índices ESG internacionales.

Presencia de Productos ASG en las Bolsas que Contestaron la Encuesta

Datos a Jun/2024

Instrumentos	% de bolsas con el producto	N° de instrumentos listados
Bonos Verdes / Green Bonds	81%	88
Bonos Sostenibles / Sustainable-Linked Bonds / Blue Bonds	81%	72
Bonos Sociales / Social Bonds	75%	51
Fondos de Inversion ESG	19%	47
Instrumentos Monetarios sello Social, Verde, Sustentable, Temático.	6%	2
ETFs ESG	0%	1
Fondos de Impacto	0%	0
Green Loans	0%	0
Bonos de Impacto	0%	0
TOTAL		261

Nota: SLB y Bonos Vinculados a la Sostenibilidad están agregados en Bonos Sostenibles.

Fuente: Respuesta de las Bolsas que contestaron la Encuesta de la Consultora.

Hay un total de 261 instrumentos ASG listados y disponibles para inversión en las bolsas de la región, con Bonos Verdes, Sociales y Sostenibles representando el 79% de los activos disponibles en las bolsas que contestaron la encuesta.

70% de las bolsas divulgan sus informaciones ASG en su rol de entidad inductor de buenas prácticas de mercado y de ejemplo a ser seguido, y muchas de las bolsas de la FIAB también han sido activas en materia de representación en grupos de discusión ASG; son 11 bolsas de la región como miembros del SSE de WFE, BMV en el Consejo Consultivo de Finanzas Verdes de Mexico,, B3 también como la primera bolsa de la región que listó un Green Equity bajo los principios de bolsas verdes de la WFE.

RECOMENDACIONES

Hay demanda e interés por activos con características ASG. Las bolsas de la región han sido activas en diálogos internacionales y han despertado interés para transparencia de datos y resultados medibles en empresas preparadas y resilientes a los cambios ambientales y de sociedad que se generaron ante los desafíos mundiales recientes.

La taxonomía sigue siendo el desafío no atendido entre los mercados de todo el mundo, en función de las distintas condiciones, realidades y portes de las empresas y bolsas en cada país, en cada región del mundo. Es nuevo el proceso de creación de una taxonomía entre los países miembros de la Unión Europea. Por esto, crear formas de generar una taxonomía o alinear conceptos y reglas podría ser muy relevante para generar mayor operación transfronteriza para que inversionistas institucionales especialistas en este tipo de inversión puedan ser activos en ofrecer capital a los emisores en búsqueda de recursos para su transición climática y de temas sociales.

Dar publicidad de las emisiones regionalmente y trabajar para que los inversionistas regionales tengan acceso a estos activos en el momento de su colocación serian efectivos para viabilizar un mercado más integrado por

medio de productos ASG con la creación de un marco común – o incluso una plataforma regional integrada – para la emisión y acceso a la colocación.

BONOS SOSTENIBLES

Hay bonos sostenibles en ¾ de las bolsas con estándar ICMA para bonos verdes y sociales. Fomentar el acceso de empresas e inversionistas con la creación de un marco único de emisión ASG que pueda dar acceso a inversionistas regionales o un marco que permita una oferta de bonos de manera simultánea entre varios mercados y desarrollar la integración y financiación transfronteriza.

ETFs SOSTENIBLES

Trabajar con proveedoras de índices que puedan evaluar las compañías a nivel regional y crear índices específicos para la región y considerar segmentos sectoriales, abarcando compañías con características similares en su tipo de negocio, servicio o producto.

El trabajo puede ser más efectivo con instituciones financieras y administradores de recursos que se interesen por crear carteras de ETF que sigan a estos índices y puedan crear un mercado regional de índices y ETFs ASG.

ACCIONES SOSTENIBLES

La medida que podría ser más efectiva en materia ASG es el desarrollo de un marco específico para Iberoamérica dentro a los principios generales de los *Green Equity* de la WFE. Tratase de la creación de taxonomía única válida para toda la región, respetando las estructuras, reglas de registro de empresas y de transacción de mercado, y con enfoque al negocio de las empresas con una mirada hacia la sostenibilidad corporativa y transición climática y de temas sociales.

Ofrecer a inversionistas el segmento regional de acciones verdes puede ser un elemento clave para el desarrollo económico de los mercados de la región y para promocionar un nivel de integración entre los mercados de capitales de la región Latinoamericana y de España.

I – EMISORES Y EMISIONES

A - GOBIERNO CORPORATIVO



I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del capítulo es:

- I. Presentar un diagnóstico del estado de la región frente a los estándares recomendados por las principales organizaciones internacionales y regionales en materia de gobierno corporativo;
- II. Clasificar los estándares entre prioritarios y deseables; y
- III. Jerarquizar los estándares prioritarios;
- IV. Identificar los avances entre 2015 y 2024 a nivel agregado.

Respecto al **diagnóstico regional de los estándares recomendados**, el principal referente internacional sobre Gobierno Corporativo sigue siendo el Código de los Principios de Gobierno Corporativo (Principios) publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), utilizado como base para varias guías y estándares entre inversionistas, bolsas de valores y hasta reguladores de mercado.

Publicados por primera vez en mayo de 1999, revisados en 2004 y en 2015³, los Principios de la OCDE fueron revaluados en 2023 en trabajo conjunto con los países que representan las 20 economías más grandes del mundo (G20), desarrollando un documento robusto de principios que nortean gobiernos, los inversionistas y sus inversiones de largo plazo y se utilizan como elementos prácticos respecto a la mejora de su gobernanza por parte de las mismas empresas – listadas, de capital abierto o no.

La OCDE trae un nuevo grupo de 6 principios amplios dirigidos a prácticas que traen sus formas de implementación. Destacado es el trabajo de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) que siguen recomendando que sus miembros utilicen los Principios de OCDE como *benchmark* para la promoción del gobierno corporativo por medio del desarrollo de legislación, regulación y/o códigos de mejores prácticas.

Análogamente, en ámbito regional el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF) actualizó su conjunto de Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (Lineamientos) en el mismo año de 2023. Estos recogen 50 Lineamientos organizados en 6 Pilares de prácticas y normas básicas que constituyen el fundamento para un buen gobierno corporativo, incluyendo la estructura de la compañía, las prácticas de transparencia y búsqueda por la sostenibilidad corporativa.

En el caso de la CAF, los Lineamientos de gobierno corporativo el son recomendados como rito orientador - y muchas veces voluntario - para el avance de las compañías del mercado hacia el desarrollo sostenible de los mercados de la región y, por consecuencia, como materia de estándares mínimos para la integración regional. A pesar de tratar temas muy similares a los abordados por los Principios de la OCDE, los Lineamientos contienen reglas más objetivas y son menos basadas en principios (*principle-based*) comparativamente a los primeros.

El uso de los elementos de Gobierno Corporativo y, en especial, desde la perspectiva de prácticas adoptadas por los emisores para una oferta adecuada de activos de calidad hacia los inversionistas - y por la propia demanda de los inversionistas – sean institucionales o naturales - se considera elemento relevante para el fomento de la integración de los mercados de capitales de la región.

³ Recién fueron publicados los nuevos principios de G20/OCDE en septiembre de 2015.

En virtud de las actualizaciones recientes de ambos documentos, tanto de la OCDE como de la CAF, y por la objetividad de los principios, la evaluación consideró el conjunto de nuevas recomendaciones de ambas organizaciones, utilizando una encuesta para saber el nivel de implementación de ambos en la región.

Se hicieron encuestas para que las bolsas de la región indiquen el nivel de adhesión de cada una de tales prácticas o lineamientos es etapa inicial de los trabajos para averiguar el nivel de adopción equivalente en los mercados de la región. Las respuestas se concentraron en indicar si las Bolsas y los mercados adoptan tales prácticas (indicando Cumple) o no, y la identificación si atienden tales prácticas en partes (indicando con el Cumple Parcialmente, incluyendo notas y observaciones) y de forma que podamos identificar señales positivas en el proceso de evolución para incorporación de tales prácticas.

Además, se identificó los principios y lineamientos en una clasificación por tema y con indicación de los que son “críticos” o “deseables” para el avance y la efectiva viabilidad de la integración de los Mercados de Capitales de Iberoamérica, así como de las transacciones entre las bolsas de valores miembros de la FIAB.

II. DIAGNÓSTICO REGIONAL DE LOS ESTÁNDARES RECOMENDADOS

En esta sección presentamos el nivel de adherencia de los miembros de FIAB a los Principios de la OCDE y a los Lineamientos de la CAF.

La metodología para obtener el diagnóstico de los estándares vigentes en las bolsas miembro de FIAB fue la aplicación de un cuestionario en que cada bolsa indicó, para cada Principios o Lineamiento, si el país adhiere, por vía de leyes, reglamentos, o códigos de mejores prácticas, a los estándares recomendados y no si las compañías cumplen efectivamente con estos estándares. Los resultados obtenidos son presentados de manera agregada, indicado el porcentaje de bolsas que cumplen, no cumplen o cumplen parcialmente con determinado Principio / Lineamiento.

Se obtuvo participación de 16 bolsas miembros de la FIAB de 14 países de la región iberoamericana: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), B3 (Brasil), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVA (Paraguay), Nuam – BVL (Perú), BVRD (República Dominicana) y BEVSA (Uruguay).

A continuación, son presentados los resultados agregados de adherencia de los mercados de FIAB a los Principios de OCDE y a los Lineamientos de la CAF. En este capítulo, los cuadros de adhesión indican el cumplimiento de las bolsas a cada una de las acciones indicativas de Principios y Lineamientos.

En los anexos al final del trabajo, se encuentran cuadros completos sobre los tres conceptos de cumplimiento:

A	adherente al principio
PA	parcialmente adherente al principio
NA	no adherente al principio

Observamos que en los casos donde la sumatoria no es de 100%, la diferencia corresponde a bolsas que no indicaron su condición (en blanco). Los cuadros completos de cumplimiento, no cumplimiento y cumplimiento parcial de los Principios de la OCDE y de los Lineamientos de la CAF están en la sección de Anexos de este Documento.

1. PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE

Los Principios de la OCDE están dirigidos principalmente a las compañías listadas en bolsas de valores y están organizados en seis secciones:

- I. Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo
- II. Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad
- III. Inversionistas Institucionales, Mercados d Acciones y Otros Intermediarios
- IV. Divulgación y Transparencia
- V. Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva
- VI. Sostenibilidad y Resiliencia

Se recaba que, de las 16 Bolsas que han contestado la encuesta en términos generales, 14 tienen respuestas para los principios de la OCDE, de tal manera que los datos indicados en los cuadros de la OCDE a continuación consideran 15 Bolsas de 13 países.

I. Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo

Observamos en el *Cuadro 1* que el nivel de adhesión es alto y la mayoría de los mercados de la región tienen elevada adherencia a los principios que establecen una efectiva estructura de gobierno corporativo en los emisores.

Se destacan las respuestas a la acción 1D de este cuadro, que indica que 80% tienen regulación de mercado de acciones que soporte de gobierno corporativo. Eso evidencia que la alta adhesión se da, en gran medida, a raíz de las buenas prácticas de las mismas Bolsas (en su rol de entidad de autorregulación de sus propias normas) o por las buenas prácticas voluntarias de muchos emisores, demostrando una señal muy positiva y una evolución importante en la adopción de buenas prácticas recomendadas internacionalmente, mismo cuando no sean requeridas a nivel del país en donde las empresas / emisores están registrados y listados.

Cuadro 1: Respuestas OCDE Principio 1 Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo

Principio 1:	Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 1A	El ambiente de Gobierno Corporativo debe ser desarrollado con una perspectiva completa de los siguientes aspectos: impacto en el acceso a financiamiento; performance económica y estabilidad financiera; la resiliencia y sostenibilidad de las corporaciones/empresas; integridad del mercado, y los incentivos que el mercado crea para los participantes del mercado y para la promoción de mercados transparentes y que funcionan adecuadamente	80%
Acción 1B	Los requisitos legales y regulatorios que afectan las prácticas de GC deben estar en consistencia con el Estado de Derecho, transparencia y cumplimiento. Los Códigos de GC pueden ofrecer un mecanismo complementario para soportar el desarrollo y evolución de las mejores prácticas, siempre y cuando su condición es regularmente definida	87%
Acción 1C	El reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades y entidades de autorregulación deben estar claramente articuladas y designadas para servir al interés público	93%
Acción 1D	La regulación del mercado de acciones debe soportar el Gobierno Corporativo efectivo	67%
Acción 1E	Las autoridades de supervisión, regulación y responsabilización por el cumplimiento deben tener la autoridad, autonomía, integridad, recursos y capacidad para ejercer sus roles de manera profesional objetiva. Además, su actuación debe ser a tiempo, transparente y bien explicada.	87%
Acción 1F	Las tecnologías digitales pueden aprimorar la supervisión e implementación de los requisitos de GC, pero la supervisión y regulación tiene que estar atenta a los riesgos asociados al uso de esas tecnologías	80%
Acción 1G	La cooperación transfronteriza debe ser ampliada, incluso por acuerdos bilaterales y multilaterales para el intercambio de información	73%
Acción 1H	La estructura regulatoria debe ser clara y garantizar la efectiva supervisión de las compañías listadas/de capital abierto que son parte de grupos empresariales.	93%

II. Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad

Observamos en el *Cuadro que ayunta los datos del Principio 2* que la mayoría de los mercados de la región tienen elevada adherencia a las responsabilidades y diligencia de los accionistas, sus representantes y de la propiedad de la empresa.

Es altamente positivo que 100% de los que contestaron a la encuesta cumplen ejes clave de los derechos de todos los accionistas. A continuación, los puntos destacados en cumplimiento por todos los que enviaron informaciones:

- Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad
- Accionistas deben estar debidamente informados y tienen el derecho a aprobar cambios en documentos y controles y participar en las decisiones de los temas societarios de la empresa
- Los accionistas deben tener la oportunidad de participar efectivamente y votar en las Asambleas Generales
- Las transacciones con partes relacionadas deben ser aprobadas y conducidas de manera que garantice el manejo adecuado de los conflictos de interés y proteja los intereses de la compañía y de sus accionistas
- Operaciones en el mercado para el control de empresas deben funcionar de manera eficiente y transparente

Tomando en cuenta que el grupo de respuestas en el Principio 1 indicaba que una gran parte de las bolsas de la región no tiene regulaciones que sostienen la obligatoriedad de incorporación de normas de gobierno corporativo, la alta tasa de cumplimiento en este grupo de respuestas indica **que la regulación puede ser**

robusta el suficiente para abarcar las buenas prácticas en los conceptos de derechos y trato de accionistas y de la propiedad. Aunque no se diga claramente que son adopciones de reglas específicas de gobierno corporativo, en separado de la normativa básica del mercado, los mismos emisores están conscientes de que hay que identificar y adoptar en sus documentos oficiales las reglas de derecho de accionistas o efectivamente tomar nota de los principios recomendados a nivel global y do adoptan como forma de atender a lo básico necesario para accionistas, inversionistas y “*stakeholders*”, es decir, los grupos de interés, en general.

Cuadro 2: Respuestas OCDE Principio 2 - Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad

Principio 2:	Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 2A	Los derechos básicos del accionista deben incluir el derecho a: 1) métodos seguros de registro de propiedad; 2) transferencia de acciones; 3) obtener información relevante y material sobre la empresa a tiempo y de manera regular; 4) participación y voto en las asambleas de accionistas; 5) elegir o destituir miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva; 6) participación en las ganancias de la empresa; 7) elegir, indicar o aprobar el auditor externo.	100%
Acción 2B	Accionistas deben estar debidamente informados sobre, y tienen el derecho a, aprobar o participar en las decisiones respecto a cambios corporativos fundamentales, como: 1) cambios al estatuto, artículos de incorporación u otros documentos similares del gobierno de la empresa; 2) autorización para emisión de nuevas acciones; 3) transacciones extraordinarias, como la transferencia de activos de la empresa que, con efecto, resulten en la venta de la empresa.	100%
Acción 2C	Los accionistas deben tener la oportunidad de participar efectivamente y votar en las Asambleas Generales, y deben estar informados de las reglas, incluso de los procedimientos de voto, que gobiernan las asambleas generales o reuniones generales de accionistas:	100%
2C - 1	- Los accionistas deben estar municiados de información suficiente y a tiempo sobre la fecha, formato, ubicación y agenda de las asambleas o reuniones generales de accionistas, y sobre la información en detalle y a tiempo respecto a las materias que serán decididas en la reunión	93%
2C - 2	- Las asambleas / reuniones generales de accionistas deben tener procesos, formatos y procedimientos que ofrezcan el derecho equitativo entre todos los accionistas. Los procedimientos no pueden ser difíciles o caros para que un accionista pueda votar	87%
2C - 3	- Las asambleas / reuniones generales de accionistas deben permitir el voto remoto para accionistas en otras jurisdicciones de manera a facilitar la involucración del accionista con la empresa y reducir costos de participación. Las reuniones tienen que ser llevadas de manera que se garantice el acceso equitativo a la información y a las oportunidades de participación de todos los accionistas.	67%
2C - 4	- Los accionistas deben tener la oportunidad de hacer preguntas al Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva, incluso respecto a la auditoría externa, de incluir temas a la agenda de la asamblea / reunión general de accionistas y proponer resoluciones, desde que estén sujetas al límite de la razonabilidad.	93%
2C - 5	- La participación efectiva de los accionistas en decisiones clave del gobierno corporativo, como la indicación y elección de miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva, debe ser facilitada. Accionistas deben poder hacer sus consideraciones, incluso por medio de sus votos en las asambleas/reuniones generales de accionistas respecto a la remuneración del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y de los Ejecutivos Principales. El componente de remuneración en acciones en los modelos de compensación para miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y colaboradores debe estar sujeto a la aprobación de los accionistas.	73%
2C - 6	- Los accionistas deben poder votar personalmente o en su ausencia (in absentia), y el poder de voto debe ser igual al voto personalmente o en su ausencia (in absentia).	87%
2C - 7	- Impedimentos al voto transfronterizo deben ser eliminados	80%

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

Cuadro 2: Respuestas OCDE Principio 2 - Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad – continuación

Principio 2:	Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 2D	Accionistas, incluyendo los inversionistas institucionales, deben poder consultarse entre ellos respecto a las materias básicas de sus derechos como accionistas según lo definido en los Principios, sujeto a excepciones de manera a prevenir abusos.	79%
Acción 2E	Los accionistas de la misma clase de acciones deben ser tratados igualmente. Todos los accionistas deben tener información sobre los derechos respecto a las series y clases de acciones antes de comprarlas. Cualquier cambio en el derecho económico o derecho de voto sobre las clases y series de acciones deben ser aprobados por aquellos que terminen siendo negativamente afectados por tales cambios.	93%
Acción 2F	Las transacciones con partes relacionadas deben ser aprobadas y conducidas de manera que garantice el manejo adecuado de los conflictos de interés y proteja los intereses de la compañía y de sus accionistas	100%
2F - 1	- Los conflictos de interés innerentes en transacciones con partes relacionadas deben ser abordadas	100%
2F - 2	- Los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y los Ejecutivos Principales deben divulgar al mismo Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva si tienen interés material en cualquier transaccion o tema que afecte la empresa, sea este el interés directo, indirecto o en beneficio de otras partes.	93%
Acción 2G	Accionistas minoritarios deben estar protegidos de actos abusivos o que esten para el interés de accionistas controladores, actuando directamente o indirectamente, y deben tener el derecho a reparación. La autonegociación debe estar prohibida.	73%
Acción 2H	Operaciones en el mercado para el control de empresas deben funcionar de manera eficiente y transparente	100%
2H - 1	- Las reglas y procedimientos que gobiernan la adquisición del control de empresas en mercado de capitales, como las transacciones de fusión, y las ventas de porciones relevantes de los activos de las empresas, deben ser claramente estructuradas y divulgadas para que inversionistas entiendan sus derechos y recursos. Las transacciones deben ser realizadas con transparencia de precios y bajo condiciones justas que protejan el derecho de todos los accionistas segun su clase de acciones.	93%
2H - 2	- Mecanismos contra takeovers (compra completa) no deben ser utilizadas para eximir o proteger los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y los Ejecutivos Principales de sus responsabilizaciones.	80%

III. Inversionistas Institucionales, Mercados de Acciones y Otros Intermediarios

El conjunto de acciones para cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo ante inversionistas institucionales, los mercados de acciones e intermediarios son dispares, como indica el Cuadro 3 a continuación.

Mientras hay excelente – de hecho, 100% - de adhesión a la recomendación para tener un efectivo conjunto normado y prácticas de identificación y tratamiento de *insider trading* y manipulación de mercado, llama la atención el bajo nivel de adhesión en reglas de Gobierno Corporativo para ofrecer un adecuado nivel de información y derechos a los inversionistas institucionales en sus responsabilidades fiduciarias (ante inversionistas finales que detienen cuotas y los fondos).

Es de todas las bolsas (el 100%) la adhesión a normas que garantan conducta de alto nivel para las reglas de negociación con excelente formación de precio en el mercado donde transan los instrumentos de esas empresas, pero por otro lado es baja la adopción de reglas que unifiquen el nivel de información para dar transparencia sobre procesos de listado de la empresa en otros mercados, en los movimientos de “*cross listing*”.

Practicar y promover el buen Gobierno Corporativo y viabilizar la participación de inversionistas institucionales (Acción 3A) y que éstos puedan ejercer su responsabilidad fiduciaria – es decir, sus derechos siendo representantes de sus cotizantes – aun es algo no muy despejado, ya que solo 8 de las bolsas lo practican.

Cuadro 3: Respuestas OCDE Principio 3 - Inversionistas Institucionales, Mercados de Acciones y Otros Intermediarios

Principio 3:	Inversionistas Institucionales, Mercados de Acciones y Otros Intermediarios	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 3A	La estructura de GC debe facilitar y apoyar la involucración de inversionistas institucionales con sus empresas invertidas. Inversionistas institucionales, en su capacidad fiduciaria, deben divulgar sus políticas de GC y de voto respecto a sus inversiones, incluidos procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones sobre el uso de sus derechos de voto. c deben ofrecer mecanismos adicionales para alentar esa participación activa.	60%
Acción 3B	Los votos deben ser emitidos por custodiantes o indicados de acuerdo a las instrucciones de los beneficiarios finales de tales acciones	87%
Acción 3C	Inversionistas institucionales actuando en su capacidad fiduciaria deben divulgar como manejan los conflictos de interés que pueden afectar el ejercicio de los derechos clave sobre sus inversiones.	73%
Acción 3D	La estructura de GC debe requerir que entidades y profesionales que hacen análisis o recomendaciones respecto a decisiones de inversión, como 'proxy advisors', analistas, corredores de bolsa, empresas de rating ESG, empresas de datos, agencias de riesgo de crédito e proveedores de índices, si regulados, deben divulgar y minimizar los conflictos de interés que puedan comprometer la integridad de su análisis o recomendación. Las metodologías utilizadas por agencias de rating ESG y proveedores de datos, agencias de riesgo de crédito, proveedores de índices y 'proxy advisors' deben ser transparentes y disponibles al público.	73%
Acción 3E	La negociación con "insider trading" o manipulación de mercado deben ser prohibidos y las reglas aplicables deben ser aplicadas	100%
Acción 3F	Las compañías listadas en bolsas distintas de su jurisdicción sede deben claramente divulgar las leyes y regulaciones de GC que tienen aplicadas. En caso de listados cruzados - es decir, en más de un mercado - los criterios y procedimiento para reconocimiento de los requisitos para listado para colocación primaria deben ser transparentados y documentados.	67%
Acción 3G	Los mercados de acciones deben proveer mecanismos eficientes y justos de formación de precios como forma de promover el efectivo GC	100%

IV. Divulgación y Transparencia

En esta sesión, se observa el involucramiento de las empresas en difundir informaciones al mercado. En general, hay gran adhesión a la divulgación de informaciones corporativas, de estructura de capital y financieras dentro de los más altos estándares, incluso utilizando reglas de contabilidad globalmente adoptadas por el conjunto de IFRS.

Es muy positivo el nivel de adhesión a los conceptos de transparencia y divulgación de informaciones en general especialmente en el rigor de prácticas contables.

Es unánime la adopción de prácticas contables internacionales y del uso de auditoría externa anual conducida por auditor independiente, calificado y competente. Los estándares internacionales de auditoría, ética e independencia están presentes y el envío de los balances e informaciones auditadas al Directorio y a los Accionistas en cumplimiento con temas materiales están en cumplimiento de las 16 bolsas que contestaron a la encuesta.

Cuadro 4: Respuestas OCDE Principio 4 – Divulgación y Transparencia

Principio 4:	Divulgación y Transparencia	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 4A	Divulgación debe incluir, y no limitarse a, información material a:	
4A - 1	- Los resultados financieros y operacionales de la compañía	93%
4A - 2	- Información sobre los objetivos y sostenibilidad de la compañía	73%
4A - 3	- Estructura de Capital, estructura de grupo empresarial y sus acuerdos de control	93%
4A - 4	- La participación de los mayores detentores del capital de la compañía, incluso sus beneficiarios finales y derechos de voto correspondientes	71%
4A - 5	- Información respecto a la composición del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y sus miembros, incluyendo sus calificaciones, proceso de selección, participación en directorios de otras empresas y si actúan como consejeros o directores independientes	86%
4A - 6	- Remuneración de los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y de los Ejecutivos principales	64%
4A - 7	- Transacciones con partes relacionadas	86%
4A - 8	- Factores de riesgo previstos	79%
4A - 9	- Estructuras y políticas de gobierno, incluyendo la extensión del cumplimiento de códigos y políticas nacionales de gobierno corporativo y su proceso de implementación	79%
4A - 10	- Contratos de deuda, incluyendo el riesgo de no cumplimiento de pactos contractuales	71%
Acción 4B	La información debe ser preparada y divulgada de acuerdo a prácticas internacionales de contabilidad y divulgación de informaciones	100%
Acción 4C	Una auditoría externa anual debe ser conducida por un auditor independiente, calificado y competente de acuerdo con estándares internacionales de auditoría, ética e independencia, de manera a ofrecer confirmación razonable al Directorio y Accionista sobre la forma en que los reportes financieros son preparados en todos sus temas materiales, de acuerdo con la estructura de reporte financiero.	100%
Acción 4D	Los auditores externos deben rendir cuentas ante los accionistas y tener un deber para con la compañía,	93%
Acción 4E	Los canales de difusión de información deben ofrecer servicios equitativos, oportunos y con costos razonables a los inversionistas	86%

Por otra parte, hace falta percibir mayor nivel de información sobre el control de la empresa – como los detentores de gran participación en la empresa. Ya hay evidencias de que información sobre los beneficiarios finales de la participación relevante es un elemento fundamental para involucrar a grandes inversionistas en los compromisos de la empresa ante el mercado, evitando conflictos de agencia, entre empresas del mismo grupo y el llamado “interlocking” por ejemplo. En el sentido general, mientras más transparencia de los detentores principales, más claridad de los inversionistas al invertir y más supervisión de los controles para evitar conflictos de propiedad, comerciales y de negocio.

También llama la atención que haya 73% de adhesión a que las empresas divulguen su estrategia de sostenibilidad. Si bien hay importantes avances en esa materia – incluso con índices de sostenibilidad e instrumentos de captación de recursos volcados a las metas de sostenibilidad, como los *green bonds* o *sustainable bonds*, los casi 30% faltantes demuestran aún no hay uniformidad en la región sobre la adopción y la transparencia de las prácticas y criterios ASG. Más informaciones a ese respecto serán igualmente abordadas en el tercer capítulo de este estudio, sobre Productos ASG.

V. Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva

En este Principio que trata de las responsabilidades de la Junta Directiva y de sus miembros respecto a la empresa, es muy positivo ver un muy buen nivel de adhesión con el cumplimiento en los variados mercados de la región.

En 15 de las bolsas (93%) está previsto el actuar de los miembros del Directorio sobre una base plenamente informada y con buena fe, debida diligencia y en el mejor interés de la compañía, lo que es un principio básico de la representación de los directores siempre visando el beneficio del desarrollo de la compañía (acción 5A) – y no de un grupo de inversionistas o de los ejecutivos, por ejemplo. Es unánime en las 16 bolsas que contestaron la encuesta (100% de cumplimiento) el principio de la actuación justa de los Directores y del Directorio ante todos los accionistas.

Cuadro 5: Respuestas OCDE Principio 5 – Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva

Principio 5:	Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 5A	Los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva deben actuar sobre una base plenamente informada, de buena fe, con la debida diligencia y en el mejor interés de la compañía, bien como de los accionistas, teniendo en cuenta los intereses de las partes interesadas.	92%
5A - 1	- Los miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva deben estar protegidos de eventuales litigancias respecto a decisiones que hayan sido tomadas de buena fée y con la debida diligencia	71%
Acción 5B	Cuando decisiones del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva afecten distintos grupos de accionistas de manera diferente, el El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe tratar todos los accionistas con justicia	100%
Acción 5C	El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe aplicar altos estándares éticos	93%
Acción 5D	El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe actuar en funciones clave, incluyendo:	100%
5D - 1	Revisar y orientar la estrategia corporativa, los principales planes de acción, los presupuestos anuales y los planes de negocios, establecer objetivos de desempeño; monitorear la implementación y el desempeño corporativo y supervisar los principales gastos, adquisiciones y desinversiones	93%
5D - 2	- Revisar y hacer el assessment de las políticas y procedimientos de gestión de riesgos	75%
5D - 3	- Monitorear la efectividad de las prácticas de GC de la compañía y hacer cambios cuando sea necesario	86%
5D - 4	- Seleccionar, supervisar y monitorear el desempeño de los Ejecutivos Principales y, cuando necesario, reemplazándolos y supervisando la planificación de la sucesión	64%
5D - 5	- Alinear la remuneración clave de los ejecutivos principales y de los miembros del Directorio, Consejo de Administración o Junta Directiva con los intereses a más largo plazo de la compañía y sus accionistas.	79%
5D - 6	- Garantizar un proceso de elección y nominación formal y transparente de los miembros del directorio, consejo de administración y junta directiva	79%
5D - 7	- Seguimiento y gestión de posibles conflictos de intereses de la administración y los miembros del directorio, consejo de administración o junta directiva y accionistas, incluido el uso indebido de activos corporativos y el abuso en transacciones con partes relacionadas	71%
5D - 8	- Garantizar la integridad de la contabilidad y de divulgación de información de la compañía, incluida la auditoría externa independiente, y que existan sistemas de control adecuados, en cumplimiento con la ley y las normas.	86%
5D - 9	- Supervisar el proceso de divulgación y comunicaciones	79%

En este principio poco se llegó al 100% de cumplimiento, aunque haya buenos números de cumplimiento, en general superior al 70%.

La adhesión inferior está relacionada a las acciones en el rol de identificar incumplimientos por parte de la planta ejecutiva y adoptar controles para esa averiguación, y eventualmente proceder con reemplazo de los ejecutivos que no estén entregando lo esperado. Esa es una de las principales funciones de la alta administración y garantizar un equipo adecuado y ético en su conducta es parte muy importante de las responsabilidades de los consejeros. De la misma forma, invitar a prestar informaciones o cuentas a los ejecutivos es importante para garantizar el acceso a la información – aunque confidencial – por parte de los administradores; adoptar protocolos en este sentido es altamente recomendable también. Los controles y

supervisión de las matrices de riesgo también son altamente recomendados y deben prever estos elementos indicados en este Principio.

Asimismo, hay necesidad de ofrecer contratos o seguros de limitación de responsabilidades en la gestión de tales administradores. Es común ver los Seguro D&O (Directors & Officers) en empresas que puedan darles tranquilidad a los administradores en caso de perdidas – especialmente ante temas regulatorios. Esta, con todo, no es obligatoria, justamente porque ante potenciales perdidas los administradores tendrán compromisos y conducta ética en sus decisiones.

Cuadro 5: Respuestas OCDE Principio 5 – Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva – continuación

Principio 5:	Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 5E	El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe estar apto a ejercer el juicio independiente	86%
5E -1	- El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe considerar asignar un número suficiente de miembros independientes, con capacidad de ejercer un juicio independiente en tareas en las que existe potencial conflicto de interés. Ejemplos de tales responsabilidades son garantizar la integridad de los reportes financieros y corporativos, la revisión de transacciones con partes relacionadas y el nombramiento y remuneración de miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva y de los Ejecutivos Principales	86%
5E -2	- El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe considerar la creación de comités consultivos especializados para apoyar el pleno desempeño de sus funciones, en particular el comité de auditoría para supervisar divulgación, controles internos y asuntos relacionados con la auditoría. Otros comités, como el de remuneraciones, nominación o gestión de riesgos, pueden brindar apoyo dependiendo del tamaño, estructura, complejidad y perfil de riesgo. Su mandato, composición y procedimientos de trabajo deben ser bien definido y divulgado por el Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva, que sigue manteniendo completa responsabilidad de sus actos y decisiones	79%
5E -3	- Los miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva deben estar aptos a comprometerse efectivamente por sus responsabilidades	93%
5E -4	- El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe realizar evaluaciones periódicas para valorar su desempeño y evaluar si posee la combinación adecuada de experiencias y competencias, incluso con respecto a género y otras formas de diversidad	79%
Acción 5F	Para el ejercicio pleno de sus responsabilidades, los miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva deben tener acceso a información correcta, relevante y a tiempo	93%
Acción 5G	Cuando se exige representación de los colaboradores en el Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva, se deben desarrollar mecanismos para el acceso a la información y a la preparación de esos representantes, de modo que la representación se ejerza de manera efectiva y contribuya mejor a la mejora de las habilidades de la junta directiva, información e independencia	64%

Finalmente, en todos estos temas, hay una importante recomendación de utilización de “puntos de control” en mapas y matrices de riesgo. Monitorear estas cuestiones con frecuencia (ej.: trimestralmente en comités apropiados) suena ser una eficiente acción para la empresa y, por consecuencia, cumplimiento de los principios indicados por la OCDE.

VI. Sostenibilidad y Resiliencia

Este es un grupo de principios nuevo y la adherencia es la más baja entre todos los principios de la OCDE.

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

Cuadro 6: Respuestas OCDE Principio 6 – Sostenibilidad y Resiliencia

Principio 6:	Sostenibilidad y Resiliencia	CUMPLIMIENTO (%)
Acción 6A	La divulgación relacionada con la sostenibilidad debe ser consistente, comparable y confiable, e incluir información material retrospectiva y prospectiva que un inversionista razonable consideraría importante al tomar una decisión de inversión o votación	44%
6A - 1	- La información relacionada con la sostenibilidad podría considerarse material si puede influenciar en la evaluación que hace un inversionista respecto al valor, inversión o votación de la compañía	71%
6A - 2	- La estructura de la divulgación de sostenibilidad deben ser consistentes con alta calidad, ser comprensible, aplicables y reconocidas internacionalmente que faciliten la comparabilidad entre empresas y mercados.	50%
6A - 3	- Debe haber conexión entre la divulgación de temas de sostenibilidad, informes financieros y otra información corporativa.	57%
6A - 4	- Si una compañía establece públicamente una meta u objetivo sostenible, la estructura de divulgación debe disponer que métricas fiables con divulgación periódica en formato fácilmente accesible para permitir los inversionistas evaluar la credibilidad y el progreso hacia el cumplimiento de la meta u objetivo anunciado.	57%
6A - 5	- La adopción gradual de requisitos para las certificaciones de aseguramiento anuales por parte de un proveedor de certificación independiente, competente y calificado, reconocido con alta calidad y estándares internacionales con el fin de proporcionar una evaluación externa y objetiva de la divulgación de información de sostenibilidad de la compañía.	43%
Acción 6B	La estructura de GC debe permitir el diálogo entre una empresa, sus accionistas y partes interesadas para intercambiar puntos de vista sobre cuestiones de sostenibilidad relevantes para la estrategia corporativa y evaluación de los asuntos materiales.	56%
6B - 1	- Cuando la estructura de GC permita que las compañías adopte políticas corporativas que incorporen objetivos de lucro como de beneficio público, tales estructuras deben considerar los derechos de los accionistas disidentes.	67%
Acción 6C	La estructura de GC debe garantizar que el Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva considere adecuadamente los riesgos y oportunidades materiales de sostenibilidad al cumplir con sus funciones clave de revisión, monitoreo y orientación de las prácticas de gobierno de la compañía, divulgación, estrategia, gestión de riesgos y controles internos, incluso con respecto a los riesgos físicos y de transición relacionados con el clima.	45%
6C - 1	- Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva debe garantizar que las actividades de representación por lobby de la compañía son coherentes con sus objetivos y metas de sostenibilidad	50%
6C - 2	- Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva debe evaluar si la estructura de capital de la compañía es compatible con los objetivos estratégicos y su apetito a riesgo de manera a garantizar su resiliencia a distintos escenarios	85%
Acción 6D	La estructura de GC debe considerar derechos, roles e intereses de partes interesadas y promover la cooperación activa entre compañías, accionistas y partes interesadas para la creación de valor, empleos de calidad y compañías sostenibles y resilientes.	80%
6D - 1	- Los derechos de las partes interesadas son definidos por Ley o por acuerdos mutuos que son respetados	71%
6D - 2	- Cuando partes interesadas son protegidas por Ley, las partes relacionadas deben tener la oportunidad de obtener compensación por la violación de los derechos a un costo relacionados y sin demora excesiva.	71%
6D - 3	- Debe ser permitido que los mecanismos para la participación de colaboradores sean desarrollados	62%
6D - 4	- Cuando partes interesadas participan del proceso de GC, ellos deben tener acceso a información relevante, suficiente, confiable en base regular y a tiempo	71%
6D - 5	- Las partes interesadas, incluidos los trabajadores individuales y sus órganos representativos, deberían poder comunicar libremente sus inquietudes sobre prácticas ilegales o poco éticas a Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva o a las autoridades públicas competentes, y sus derechos no deberían verse comprometidos por ello.	64%
6D - 6	- El ejercicio del derecho de los detentores de bonos de compañías listadas debiera ser facilitado	86%
6D - 7	- La estructura de GC debe ser conformada por una efectiva y eficiente estructura de falencias con el efectivo derecho de los acreedores	46%

Aunque en muchos mercados se observa la adopción voluntaria de los criterios ASG o los relacionados a la sostenibilidad corporativa, como visto en el Principio 4 - Divulgación y Transparencia - un interesante casi un 45% de las bolsas informan que en su mercado no se divulga la estrategia de sostenibilidad (Principio 6A) por parte de las empresas. Y otros 10% ni siquiera entregaron respuestas a esa pregunta.

El cuadro demuestra que todas las acciones respecto a Sostenibilidad vienen, todavía, bajos lo que muestra la falta de uniformidad en temas de sostenibilidad, especialmente en divulgación de informaciones y de la estrategia de sostenibilidad corporativa en la región.

Sin embargo, hay elementos relevantes y de alto cumplimiento, como el destacado punto de GC debe considerar las partes interesadas y promover la cooperación activa entre ellos (6D) con un 80% de las bolsas confirmando el cumplimiento de esa materia en su mercado.

En este grupo de principios la mayor parte de las respuestas que no fueron consideradas con cumplimiento en los números agregados tratan de respuestas con “cumplimiento parcial”. Las observaciones enviadas por las bolsas para completar esa respuesta muestran que no hay reglas; algunas empresas lo adoptan, pero no hay estándar único.

2. LOS LINEAMIENTOS DE PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA CAF

Son 50 los Lineamientos de la CAF publicados en 2023, organizados en 5 (cinco) secciones:

- I. Propiedad de la Empresa
- II. El Directorio
- III. La Alta Gerencia
- IV. La Sostenibilidad Corporativa
- V. La Arquitectura de Control
- VI. La Transparencia y Revelación de Información financiera y no financiera.

La matriz de preguntas de la CAF no fue contestada por 2 de las bolsas que han compartido informaciones en esta etapa del estudio. En este sentido, las respuestas y cuadros a continuación tienen respuesta de 14 bolsas miembros de 13 países que comprenden la región iberoamericana.

La suma de las respuestas no llega al 100% porque, aunque no se hayan tomado en cuenta las respuestas de los que no han entregado información a esta encuesta, se considera relevante usar como universo de puntaje el total de bolsas que han participado del estudio, incluso para dar claridad sobre el nivel de adhesión de los lineamientos de la CAF en la región.

I. Propiedad de la Empresa

Es positivo el alcance, entre las bolsas que contestaron la encuesta, que más del 70% adhieren los principios de la CAF sobre la Propiedad de la Empresa.

Efectivamente, las prácticas relacionadas a principios, orden y formalidad y mecanismos de control de la empresa desde los inicios de su actuación, definiendo quorum para votaciones tienen cumplimiento, como indica el Lineamiento #7, y la incorporación indudable de los tratos equitativos, en el concepto de paridad de trato del Lineamiento #2, según demuestra el cuadro 7, tienen buen nivel de uso en la región.

En tanto, algunos puntos indicados en los niveles cercanos a mitad de las bolsas y mercados en cumplimiento merecen atención.

En este conjunto de lineamientos, se destaca la necesidad de trabajar en el Estatuto y en el cuerpo de reglas con más claridad sobre lineamientos de la organización en orden de temas, reforzar el carácter vinculante de las reglas, reglas que diriman o definan como se dan las decisiones en caso de diferencias de voto de los decisores de gobierno de la empresa, de manera a establecer el sistema de votos de la asamblea y de los distintos actores de la gobernanza de la empresa para los temas de funcionamiento de la compañía.

Cuadro 7: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 1 - Propiedad de la Empresa

	I. PROPIEDAD DE LA EMPRESA	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 1	Acuerdos de socios	
Aclaración respecto al Lineamiento 1	En las fases iniciales de la empresa, es importante que los socios definan los acuerdos de gobierno asociados con, sus interacciones, cómo se valoran sus aportes y participaciones, así como la gestión en los cambios en la estructura de propiedad, entre otros aspectos.	71%
Lineamiento 2	Paridad de trato	
Aclaración respecto al Lineamiento 2	La empresa debe reconocer el principio de igualdad de trato en el relacionamiento con los accionistas, atendiendo las diferencias entre los tipos de accionistas. Esto no puede suponer la obtención de información privilegiada para uno o varios accionistas en detrimento del resto de accionistas que conforman el capital social.	76%
Lineamiento 3	Mecanismos de comunicación con los accionistas e inversores	
Aclaración respecto al Lineamiento 3	En función de su tamaño, necesidades y estructura de capital, la empresa debe implementar mecanismos permanentes de comunicación con los accionistas e inversores, que les permitan acceder a información sobre el desempeño de la organización.	76%
Lineamiento 4	Arbitraje	
Aclaración respecto al Lineamiento 4	Los Estatutos de la empresa deben incluir una cláusula compromisoria que establezca las reglas para dirimir las diferencias entre diferentes actores de gobierno (accionistas y Directorio), para impugnar los acuerdos de la Asamblea o exigir la responsabilidad a los Directores.	59%
Lineamiento 5	Responsabilidades y atribuciones de la Asamblea General de Accionistas	
Aclaración respecto al Lineamiento 5	Los Estatutos de la empresa deben reconocer a la Asamblea General de Accionistas como órgano supremo de gobierno de la empresa; y definir expresamente sus funciones, responsabilidades y atribuciones, especificando aquellas que resulten indelegables.	76%
Lineamiento 6	Reglas de funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas	
Aclaración respecto al Lineamiento 6	La Asamblea General de Accionistas debe contar con un cuerpo de reglas de carácter vinculante (vía Reglamento de la Asamblea General de Accionistas o por lo menos a nivel de Estatutos) en las cuales se definan de manera expresa los lineamientos y disposiciones relativas a su funcionamiento.	65%
Lineamiento 7	Quórum y mayorías especiales	
Aclaración respecto al Lineamiento 7	Los Estatutos deben establecer un quorum y mayorías generales y especiales para la toma de ciertas decisiones asociadas con asuntos sensibles o materiales que impactan a la empresa.	82%
Lineamiento 8	Lineamiento No. 8: Reconocimiento de derechos especiales de los Accionistas	
Aclaración respecto al Lineamiento 8	Los Estatutos Sociales y otros documentos societarios (tipo de acuerdos de accionistas) deben expresamente recoger los derechos que asisten a los accionistas en particular en relación con la toma de ciertas decisiones materiales para la empresa.	76%

II. El Directorio

Respecto a los Lineamientos sobre el Directorio, van en alto nivel de cumplimiento el tener definiciones claras, directores independientes, proceso de designación y sobre todo de tener comités asesores. Por otro lado, se percibe la adopción parcial entre las bolsas de algunas e importantes recomendaciones de la CAF. El punto de atención destacado es la indicación sobre la transparencia respecto al modelo de remuneración de los directorios (solo 35% de cumplimiento del Lineamiento #17).

Por su parte, solo cerca de la mitad de las bolsas de la región (47%) adoptan la evaluación del Directorio (Lineamiento #19) y de los comités. Hace años que tales prácticas son consideradas sanas, e incluso hay especialistas en la conducción de ese proceso.

Empezar a tomar ese tipo de análisis es importante y va en el sentido de reforzar la adecuada incorporación de profesionales al Directorio de cualquier clase de empresas. Esa falta es parte de la baja adhesión – como ya se había visto en los Principios OCDE respecto a las responsabilidades del Directorio y en Transparencia y Divulgación - en actuar para describir claramente la experiencia, habilidades y responsabilidades que los profesionales de la alta administración deben tener.

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

Cuadro 8: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 2 -El Directorio

	II. DIRECTORIO	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 9	Estructura y conformación del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 9	El Directorio de la empresa debe contar con una estructura que se ajuste al tamaño de la organización, a su realidad de negocio, sus principales desafíos estratégicos, a la vez que le permita cumplir adecuadamente con sus responsabilidades.	76%
Lineamiento 10	Número mínimo de Directores Independientes y definición de Independencia	
Aclaración respecto al Lineamiento 10	El Directorio debe contar con miembros independientes, cuyo número corresponda al tamaño y necesidades del cuerpo colegiado, de forma que se aseguren procesos de toma de decisiones con suficiente objetividad para velar por el mejor interés de la empresa.	71%
Lineamiento 11	Proceso de designación de Directores	
Aclaración respecto al Lineamiento 11	La empresa debe contar con un procedimiento aprobado por la Asamblea General de Accionistas, en el cual se definan las reglas y requisitos para la designación y remoción de los Directores. Este proceso debe considerar lineamientos en materia de postulación, verificación de calidades y elección de quienes aspiren a ser parte de cuerpo colegiado.	71%
Lineamiento 12	Comités del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 12	El Directorio, en función de su tamaño y necesidades, puede constituir Comités especializados que le permitan un mejor desempeño de sus funciones.	76%
Lineamiento 13	Responsabilidades del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 13	Los Estatutos Sociales y/o el Reglamento del Directorio deben recoger expresamente las funciones y responsabilidades del Directorio.	71%
Lineamiento 14	Reglamento del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 14	El Directorio debe contar con un Reglamento que recoja las reglas para su funcionamiento y las expectativas de actuación de los Directores, que sea de carácter vinculante para los miembros del cuerpo colegiado.	71%
Lineamiento 15	Sobre la dinámica y efectividad del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 15	Es importante que el Directorio identifique sus diferentes momentos, los componentes que contribuyen a su efectividad, de modo que los gestione adecuadamente en beneficio de procesos de toma de decisiones directivas con calidad.	65%
Lineamiento 16	Causales de cesación de los Directores	
Aclaración respecto al Lineamiento 16	Los Estatutos deben fijar las causales por las que se puede cesar a los Directores, así como su obligación de presentar la dimisión si dejaran de cumplir las condiciones para su designación o puedan causar un daño al prestigio o buen nombre de la empresa.	65%
Lineamiento 17	Remuneración del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 17	La empresa debe formalizar un modelo público de remuneración del Directorio, aprobado por la Asamblea General de Accionistas (vía una Política de Remuneración del Directorio), que considere las condiciones de mercado, las necesidades de tiempo requeridas para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores.	41%
Lineamiento 18	Plan de trabajo y órdenes del día	
Aclaración respecto al Lineamiento 18	Debe existir una adecuada planificación del Directorio mediante la adopción, de un plan de trabajo anual, bajo el liderazgo del Presidente del Directorio. De igual manera el trabajo coordinado entre el Presidente del Directorio con el Ejecutivo Principal en la elaboración del contenido de los órdenes del día para cada sesión.	71%
Lineamiento 19	Evaluación del Directorio y sus Comités	
Aclaración respecto al Lineamiento 19	El Directorio debe realizar anualmente una evaluación de su desempeño, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados.	53%

Es ampliamente conocido que una de las características más importantes de la región es el hecho de que muchas de las empresas son familiares – aunque tengan el capital abierto y acciones transadas en la bolsa. Imaginar que algunos de los ejecutivos y directores tendrían preocupación en publicar su remuneración podría explicar en parte la falta de procesos, transparencia y controles en el Directorio. Sin embargo, sería conveniente que se tomaran estos principios como guion de un plan de acción para ir avanzando en materias requeridas y esperadas en los días del hoy en el gobierno corporativo de los Directorios.

III. Alta Gerencia

A excepción de las reglas para nombrar o destituir el Ejecutivo Principal (Lineamiento #20), que tiene adherencia de 76% entre las Bolsas de la región, observamos en este grupo de lineamientos respecto a la

planta ejecutiva, destacando las cuestiones relativas a la remuneración de los ejecutivos y sus modelos de evaluación anual (Lineamiento #25), incluido el Ejecutivo Principal. Estas métricas demuestran una debilidad de los modelos de evaluación, a la vez que el tema se verificó también a nivel del Directorio (Lineamiento #19).

Hay un punto de alerta importante respecto a políticas de diversidad (Lineamiento #23). Es conocido mundialmente el esfuerzo de empresas de cualquier porte por adoptar y direccionar las cuestiones de diversidad en equipos, e incluso Comisiones de Valores y Bolsas de Valores en Estados Unidos se ve un esfuerzo por empezar a exigir cierto nivel de diversidad entre los directorios y alta administración. Entre instituciones financieras – ya sean reguladores bancarios, de instituciones de mercado o de aseguradoras – igualmente hay requerimientos empezando a surgir, inicialmente sobre transparencia de la diversidad. Todo esto denota la importancia del tema a nivel global y, en consecuencia, es materia que debe empezar a desarrollarse en los mercados de capitales de Iberoamérica.

Cuadro 9: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 3 -Alta Gerencia

	III. ALTA GERENCIA	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 20	Nombramiento y cese del Ejecutivo Principal	
Aclaración respecto al Lineamiento 20	Los procesos de nombramiento y cese del Ejecutivo Principal son funciones que le corresponden al Directorio.	82%
Lineamiento 21	Designación y cese de los miembros de la Alta Gerencia	
Aclaración respecto al Lineamiento 21	Los procesos de nombramiento y cese de los miembros de la Alta Gerencia son funciones que le corresponden al Ejecutivo Principal.	71%
Lineamiento 22	Gestión de los riesgos de sucesión a nivel de la Alta Gerencia	
Aclaración respecto al Lineamiento 22	La empresa debe identificar sus principales riesgos de sucesión o transición a nivel de la Alta Gerencia, y adoptar mecanismos para su efectiva administración.	59%
Lineamiento 23	Compromisos con la diversidad	
Aclaración respecto al Lineamiento 23	Los principales tomadores de decisión de la empresa, y en particular el Directorio, debe comprometerse, a través de una Política de Diversidad, con la adopción de medidas efectivas que aseguren condiciones para conformar al equipo de la Alta Gerencia bajo principios de idoneidad y diversidad.	41%
Lineamiento 24	Modelo de incentivos a nivel del equipo de la Alta Gerencia	
Aclaración respecto al Lineamiento 24	La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite una alineación del equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño, la visión de largo plazo y el propósito de la organización.	53%
Lineamiento 25	Evaluación del Ejecutivo Principal y de la Alta Gerencia	
Aclaración respecto al Lineamiento 25	La empresa debe implementar mecanismos de evaluación anual del Ejecutivo Principal y de la Alta Gerencia en aras de asegurar un monitoreo efectivo de su labor y la promoción de una cultura de mejora continua y rendición de cuentas.	65%

IV. La Sostenibilidad Corporativa

La Sostenibilidad no es un concepto nuevo para las Bolsas, ya que desde los inicios de la década de 2000 se abordan estos temas en índices, criterios de selección de inversión, y más recientemente con instrumentos de inversión sostenibles, como *green bonds*, *social bonds* y ETF sostenibles.

Con todo, hace no mucho tiempo que las métricas Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG en su conjunto) se han incorporado como la medida de gestión de riesgo y con el fin de buscar identificar efectivos desafíos corporativos, oportunidades, transformaciones y, por ende, la sostenibilidad corporativa de la empresa en el largo plazo.

Son recientes, tanto en los Lineamientos de la CAF, como en los Principios de la OCDE-G20, la adopción de la sostenibilidad corporativa, lo que puede tener relación con la baja adhesión a estos temas según identifica el Cuadro 10 a continuación.

Más que apuntar fallas o errores en la conducción del tema por los mercados de capitales de Iberoamérica, o indicar que hay que incorporar materias de propósito, reporte ASG o la composición del Directorio, las repuestas de las Bolsas indican la necesidad de adoptar los conceptos ASG dentro de la gestión de riesgos corporativos (Lineamiento #29) como punto de partida para evaluar la conjuntura adecuada para abordar los riesgos u oportunidades en miras a la sostenibilidad y longevidad de la empresa en el largo plazo.

La mirada ASG es tal como dice la palabra “sostenibilidad”; busca ser parte de la percepción de riesgos de que al no adoptar ciertos controles la empresa no se dé cuenta de oportunidades que está dejando pasar, o de cambios que tiene que enderezar para su modelo de negocio y para la perennidad de la propia compañía.

En empresas que captan recursos en el mercado de capitales y participan de ello, suele ser de extrema importancia escuchar los inversionistas. Los Derechos de los Stakeholders (Lineamiento #32) y la relación y comunicación con estos (Lineamiento #33) puede ser un buen punto de partida sobre entender el mercado y adaptarse a los cambios, en conjunto con una adecuada gestión de riesgos que incorpore las temáticas ASG en sus matrices.

Cuadro 10: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 4 -La Sostenibilidad Corporativa

	IV. SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 26	La definición del propósito empresarial y estrategia de sostenibilidad son responsabilidad del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 26	El Directorio debe asegurarse que la empresa está comprometida públicamente con un propósito empresarial que guía sus actuaciones, y está orientada a la creación de valor a largo plazo para sus grupos de interés. De igual manera debe ser responsable de definir el enfoque y estrategia, en los aspectos sociales, ambientales y de cambio climático, considerando los impactos que sobre estas materias tengan las actividades de la empresa. De tal forma que la organización desarrolle herramientas y mecanismos que le permitan gestionar de manera efectiva los riesgos derivados.	59%
Lineamiento 27	El Directorio debe considerar los aspectos ambientales, sociales, gobernanza (ASG) y de cambio climático para la conformación de Comités que le apoyen en abordar de manera más detallada estos frentes	
Aclaración respecto al Lineamiento 27	Las responsabilidades del Directorio asociadas con aspectos ASG y de cambio climático, pueden ser asignadas a uno o varios Comités específicamente creados para el efecto, como lo puede ser un Comité de Sostenibilidad, aunque también pueden atribuirse a otro Comité ya existente, o ser asumidas por el propio Directorio.	53%
Lineamiento 28	Seguimiento al desempeño del sistema ASG - ambiental social y de gobernanza y de cambio climático	
Aclaración respecto al Lineamiento 28	La empresa debe adoptar mecanismos para hacer seguimiento periódico de las estrategias y políticas de la organización en materia ASG y de cambio climático, de tal forma que asegure un oportuno proceso de toma de decisiones.	53%
Lineamiento 29	Gestión de riesgos referentes a la exposición a factores ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) y cambio climático	
Aclaración respecto al Lineamiento 29	La empresa debe considerar en su estrategia, un sistema integral de gestión de riesgos y en su Política de Gestión de Riesgos la identificación, evaluación, gestión y supervisión de riesgos asociados a la exposición a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y cambio climático.	41%
Lineamiento 30	Revelación de información en materia de factores ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) y cambio climático	
Aclaración respecto al Lineamiento 30	La empresa debe asegurar mecanismos para revelar de manera oportuna y suficiente la información asociada con sus estrategias y cumplimiento de metas ambientales y sociales, así como las relacionadas a la adaptación y mitigación de riesgos asociados al cambio climático.	47%

Cuadro 10: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 4 -La Sostenibilidad Corporativa – continuación

	IV. SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA (continuación)	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 31	Composición del Directorio bajo principios de sostenibilidad corporativa	
Aclaración respecto al Lineamiento 31	Con el fin de que el Directorio pueda asumir sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad y genere valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG, deben considerarse aspectos de conformación, remuneración y seguimiento.	25%
Lineamiento 32	Visualización de los derechos, roles e intereses de los stakeholders	
Aclaración respecto al Lineamiento 32	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe considerar los derechos, roles e intereses de los stakeholders, y alentar la cooperación activa entre la empresa, sus accionistas y demás grupos de interés con el objetivo de generar valor para los accionistas, empleos sostenibles y empresas resilientes.	59%
Lineamiento 33	Promoción del diálogo entre Directores, ejecutivos clave, accionistas y stakeholders	
Aclaración respecto al Lineamiento 33	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe promover el diálogo entre Directores, ejecutivos clave, accionistas y stakeholders para intercambiar puntos de vista sobre cuestiones de sostenibilidad identificados como relevantes para la estrategia de la empresa y la evaluación de qué asuntos deben considerarse materialmente significativos.	47%
Lineamiento 34	El gobierno corporativo de la empresa como facilitador del ejercicio de los derechos de los tenedores de bonos	
Aclaración respecto al Lineamiento 34	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe facilitar el ejercicio de los derechos de los tenedores de bonos, en particular los intereses de los tenedores de bonos minoritarios.	47%
Lineamiento 35	Divulgación de la cultura de gobierno corporativo y ética empresarial a sus grupos de interés	
Aclaración respecto al Lineamiento 35	La divulgación de la cultura de gobierno corporativo de la empresa, sus principios éticos y de integridad empresarial, a los diversos grupos de interés, tanto internos como externos, fomenta la efectividad en el cumplimiento de los compromisos y objetivos asumidos por la empresa, y facilita los procesos de rendición de cuentas de sus principales tomadores de decisión.	53%

V. Arquitectura de Control

Se observa en el Cuadro 11 que la mayoría de los mercados de la región tienen elevada adherencia al Lineamiento que establece que la empresa debe tener cultura y controles adecuados para gestionar riesgos y conflictos de la empresa.

Más que el nivel de cumplimientos, que no son absolutos, el cuadro demuestra que no hay incumplimientos y que todas las bolsas respondientes adhieren a estos lineamientos, aunque algunas están en algún proceso de transición o estos lineamientos son atendidos solo por un grupo de empresas con más montos negociados o según criterios voluntarios de adhesión.

Cuadro 11: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 5 - Arquitectura de Control

	V. ARQUITECTURA DE CONTROL	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 36	Principio de autocontrol como pilar de la arquitectura de control de la empresa. La empresa debe crear una cultura de control en todos sus niveles.	
Aclaración respecto al Lineamiento 36	El Directorio y la Alta Gerencia son responsables de velar porque todos los empleados de la empresa desarrollen sus actividades bajo el principio de autocontrol y el compromiso con un esquema efectivo de control.	71%
Lineamiento 37	Sistema integral de gestión de riesgos	
Aclaración respecto al Lineamiento 37	El sistema de gobierno corporativo de la empresa debe incorporar estructuras y mecanismos que conformen el sistema integral de gestión de riesgos. De tal forma que la empresa tenga los elementos para identificar, evaluar y administrar las posibles contingencias que puedan impactar su modelo de negocio.	76%
Lineamiento 38	Cultura de gestión de riesgos	
Aclaración respecto al Lineamiento 38	La estructura del sistema de gestión integral de riesgos de la empresa debe permitir la implantación de una cultura de riesgos en todos los niveles de la organización.	76%
Lineamiento 39	Comunicación interna	
Aclaración respecto al Lineamiento 39	El Directorio es responsable que la empresa implemente un sistema de flujo interno de comunicación entre los diferentes niveles de la organización, de la información generada por el proceso de gestión de riesgos y el sistema de control interno.	76%
Lineamiento 40	Gobierno de la información y estrategia de datos	
Aclaración respecto al Lineamiento 40	El Directorio debe velar por la existencia de un adecuado gobierno de la información y una estrategia de datos alineada con la estrategia de la empresa y su modelo de arquitectura de control.	59%
Lineamiento 41	Sobre la gestión de conflictos de interés y operaciones con partes vinculadas	
Aclaración respecto al Lineamiento 41	El Directorio como primer responsable de la cultura ética y de transparencia de la empresa, debe adoptar las políticas y estrategias para la administración de conflictos de interés en todos los niveles de la organización y para la celebración de transacciones con partes relacionadas.	76%
Lineamiento 42	Responsabilidad del Directorio en la arquitectura de control	
Aclaración respecto al Lineamiento 42	El Directorio debe ser el responsable último de definir la arquitectura de control de la empresa (basada en un principio de autocontrol y cumplimiento), y asegurar su efectividad.	71%
Lineamiento 43	Comité de Auditoría del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 43	En función de tamaño del Directorio, y la realidad de la empresa, el cuerpo colegiado debe conformar un Comité de Auditoría que le asista en el seguimiento de la gestión financiera y el desempeño de la empresa, la evaluación de las políticas contables, y la supervisión de la efectividad de los componentes del modelo de control.	71%
Lineamiento 44	Comité de Riesgos del Directorio	
Aclaración respecto al Lineamiento 44	El Directorio es responsable de evaluar, en función del tamaño y realidad de la empresa, la conveniencia de constituir un Comité de Riesgos que lo apoye en el cumplimiento de sus responsabilidades en este frente.	71%
Lineamiento 45	Responsable de la Auditoría Interna de la empresa	
Aclaración respecto al Lineamiento 45	La empresa debe contar con un área o persona responsable de la Auditoría Interna, que sea designado por el Directorio y le reporte directamente a este cuerpo colegiado.	71%
Lineamiento 46	Sobre la Auditoría Externa	
Aclaración respecto al Lineamiento 46	La empresa debe adoptar lineamientos formales para la contratación de la firma de auditoría externa, de forma que se garantice la independencia y autonomía de su rol.	82%

El rol activo del Directorio en velar por la existencia de un adecuado gobierno de la información y una estrategia de datos alineada con la estrategia de la empresa y su modelo de arquitectura de control es el punto de adhesión más bajo entre las bolsas que contestaron la encuesta.

En este sentido, adoptar medidas en esta materia es un elemento fundamental y relevante del rol de los administradores. Es actuar con diligencia en crear controles efectivos, garantizar diligencia y responsabilidad en el actuar con ética e integridad a fin de evitar conflictos, malas conductas o incluso fraudes.

Se recaba que adoptar criterios de sostenibilidad indicados en este grupo de lineamientos anteriores e incorporarlos en las buenas perspectivas que la arquitectura de control tiene en los mercados de la región conecta los mercados con prácticas consideradas básicas en los días de hoy. No solo inversionistas globales, como institucionales regionales van a esperar ese tipo de actuación en los mercados.

Para que se pueda efectivizar una integración de los mercados de la región facilitando y fomentando las operaciones entre los inversionistas y emisores de los mercados de la región es fundamental eliminar ese tipo de puntos micro que pueden ser un impeditivo para la operación transfronteriza en los mercados de Iberoamérica.

VI. La transparencia y revelación de información financiera y no financiera.

Aunque sea el último y sean solo cuatro lineamientos, las materias del conjunto de Transparencia y Revelación son la base de un mercado de capitales sano y serían clave para una efectiva integración de los mercados de la región.

La revelación de información financiera va en línea con los que ya está practicado por las bolsas de la región, en que los estados financieros son revelados según indican las repuestas al Lineamiento #49. Los mercados de la región, sin embargo, parecen no estar alineados respecto a los canales oficiales y estandarización de información a revelar y sobre una política de revelación de información. Esto es fundamental para unificar procesos y reglas con miras a la integración de mercados, en que inversionistas e intermediarios de toda la región tienen que adoptar una forma única de recepción y búsqueda de información.

Entre los mecanismos de revelación de información no financiera (Lineamiento #50) hay una consideración importante para que las empresas vayan allá de los datos de reportes financieros y de comunicación en general: que adopten, en la práctica, la revelación de información corporativa – e incluso de sostenibilidad – al mercado, ofreciendo simetría de informaciones y acceso a datos que son relevantes para el proceso de inversión y continuidad de inversión en las empresas.

Cuadro 12: Respuestas CAF – Conjunto de Lineamientos 6 - La transparencia y revelación de información financiera y no financiera.

	VI. TRANSPARENCIA Y REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA	CUMPLIMIENTO (%)
Lineamiento 47	Canales y tipo de información a revelar	
Aclaración respecto al Lineamiento 47	En función de su naturaleza, tamaño, complejidad y realidad, la empresa debe definir los canales, qué tipo de información debe revelar, así como las instancias responsables para la revelación de información corporativa hacia los principales grupos de interés.	71%
Lineamiento 48	Política de Revelación de Información	
Aclaración respecto al Lineamiento 48	La empresa debe contar con una Política de Revelación de Información debidamente aprobada por el Directorio, en la cual se recojan los lineamientos y reglas para la divulgación de información a los accionistas y a otros grupos de interés, que debe responder a criterios por encima de los mínimos legalmente establecidos.	59%
Lineamiento 49	Sobre la información financiera de la empresa – los Estados Financieros	
Aclaración respecto al Lineamiento 49	La empresa debe asegurar que sus estados financieros son preparados bajo criterios de seguridad y confiabilidad y ajustándose a los lineamientos recogidos en los estándares internacionales sobre la materia. De tal forma que reflejen de manera precisa la situación económica y financiera de la empresa.	82%
Lineamiento 50	Mecanismos de revelación de información no financiera	
Aclaración respecto al Lineamiento 50	La empresa debe definir el tipo de información no financiera que pondrá a disposición de sus grupos de interés, así como los mecanismos para su revelación	65%

III. ANALISIS EVOLUTIVO

Es importante señalar que los Principios no tienen aplicación obligatoria (*non-binding*). Ellos proporcionan un marco para el diálogo entre países y la identificación de oportunidades de reforma, sin romper con la prerrogativa de cada país encontrar su propio camino para mejorar el gobierno corporativo.

Aunque fuera oportuno contar con una política de Gobierno Corporativo transversal a todos los países que facilite la toma de decisiones para dinamizar las inversiones transfronterizas, su adopción efectiva se da por medio de la validación al nivel local, en cada mercado. Por esta razón, el objetivo de este capítulo es identificar los conceptos o principios más nucleares de forma que se pueda desarrollar una base común mínima sobre la cual se van agregando progresivamente conceptos más avanzados.

Con base en el diagnóstico de la región, se identifica que algunos de los temas relevantes de Gobierno Corporativo diagnosticados en el Estudio de 2015 como puntos de mejoría para la integración de los mercados siguen siendo un desafío.

En 2015, el Estudio indicó las materias de cada grupo de Principios OCDE /lineamientos CAF para desarrollo. Se recuerdan los temas para fines de comparación con los desafíos presentados en la investigación de 2024.

RETOS IDENTIFICADOS EN 2015

Principios y Lineamientos respecto al Marco legal y regulatorio

- (i) Creación o consolidación del marco legal y/o regulatorio para tratamiento de insolvencia y reconocimiento de los derechos de los acreedores; y
- (ii) Desarrollo de cooperación transfronteriza por medio de acuerdos bilaterales y/o multilaterales, con el objeto de promover el intercambio de datos y de información.

Principios y Lineamientos respecto al Derecho de los accionistas y funciones clave de la propiedad

- (i) Desarrollo de mecanismos que permitan a los inversores extranjeros ejercer sus derechos de voto de manera que no sean desfavorecidos frente a los inversores locales, ofreciéndoles mecanismos más avanzados de voto remoto como el voto electrónico; y
- (ii) Tratamiento de situaciones de conflicto de interés en transacciones de fusión, adquisición y operaciones entre partes relacionadas.

Principios y Lineamientos respecto al Tratamiento equitativo de los accionistas

- (i) Mayor claridad y transparencia sobre el cambio de control de las compañías;
- (ii) Mecanismos de protección a los inversores minoritarios (como concesión de derecho de coventa-*tag-along rights*) en caso de adquisición de control por el accionista mayoritario;
- (iii) Canales permanentes de comunicación con los accionistas que no sean limitados a comunicaciones relativas a Asambleas, preferencialmente por medio del *website* de la compañía.

Principios y Lineamientos respecto al rol de las partes interesadas (*stakeholders*)

- (i) Habilidad del inversionista para lograr ejercer su derecho de reparación en caso de considerarse perjudicado en algún momento.

Principios y Lineamientos respecto a la Asamblea General de Accionistas

- (i) Capacidad del accionista de proponer puntos para la agenda

Principios y Lineamientos respecto a las Responsabilidades y Deberes del Directorio

- (i) Composición del Directorio;
- (ii) Política transparente de remuneración de los Directores y de los ejecutivos;
- (iii) Implementación de comités especializados, especialmente un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de remuneración.
- (iv) Manejo de conflicto de interés

Principios y Lineamientos respecto al Ambiente de Controles Internos

- (i) Desarrollo de una política y una cultura de controles internos que permee toda la compañía.

Principios y Lineamientos respecto a la Divulgación de Informaciones y Transparencia

Respecto a la divulgación de información y transparencia, identificamos que:

- (i) Ampliar el contenido de la información con el fin de cubrir aspectos que van más allá de la información financiera;
- (ii) Adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) como estándar de reporte de información financiera para tornar las compañías más atractivas a los inversores extranjeros en el contexto de la operación transfronteriza; y
- (iii) Informe de gobierno corporativo puede representar un diferencial importante.

RETOS IDENTIFICADOS EN 2024

En la investigación de 2024, no solo los Principios de la OCDE y los Lineamientos de la CAF traen nuevas perspectivas, como también las Bolsas parecen haber evolucionado en algunas de las temáticas.

Por ejemplo, ya no hay destaque tan negativo para materias de marco legal y regulatorio o relacionados a los *stakeholders*. Figurar con adhesión superior al 50% en los principios y lineamientos de esas materias es, sin lugar a duda, un avance positivo.

En este contexto, igualmente nacen otros elementos que han fortalecido el rol de los mismos inversionistas, *stakeholders* y que han dado más destaque a la evolución sostenida de las empresas, por medio de nuevos lineamientos relacionados al rol y responsabilidades de la plana ejecutiva, o la Alta Administración de las empresas y, de manera muy relevante, los elementos de resiliencia y sostenibilidad corporativa, cuyo objeto es guardar y mantener activo el potencial de desarrollo y crecimiento de la empresa en el largo plazo.

Sin embargo, se repite la baja adhesión a conceptos de gran relevancia, como las relacionadas a los directorios, a la participación activa y con información adecuada de los *stakeholders* e inversionistas institucionales en las empresas y, de manera preocupante, se repite el punto de atención sobre los Directorios y los controles internos.

El resumen a continuación destaca las materias que son el punto de atención a las bolsas para los desafíos de un marco de Gobierno Corporativo regional más uniforme y que permita un homogéneo actuar en los derechos, acceso a informaciones, roles y responsabilidades en las compañías objeto de una integración de operaciones entre en conjunto de países que integran el mercado de capitales iberoamericano y, por ende, los mercados de acciones de las bolsas de valores miembros de la FIAB.

Se han señalado con fuente en negrita los temas principales para facilitar el destaque.

Principios y Lineamientos respecto al Derecho de los accionistas y funciones clave de la propiedad

- (i) Las asambleas / reuniones generales de accionistas deben permitir el **voto remoto** para accionistas en otras jurisdicciones de manera a facilitar la involucración del accionista con la empresa y reducir costos de participación. Las reuniones tienen que ser llevadas de manera que se garantice el acceso equitativo a la información y a las oportunidades de participación de todos los accionistas.

Principios y Lineamientos respecto al Tratamiento equitativo de los accionistas

- (i) La estructura de GC debe **facilitar y apoyar la involucración de inversionistas institucionales con sus empresas invertidas**. Inversionistas institucionales, en su capacidad fiduciaria, deben divulgar sus políticas de GC y de voto respecto a sus inversiones, incluidos procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones sobre el uso de sus derechos de voto y deben ofrecer mecanismos adicionales para alentar esa participación activa.
- (ii) Las compañías listadas en bolsas distintas de su jurisdicción sede deben claramente **divulgar las leyes y regulaciones de GC que tienen aplicadas**. En caso de listados cruzados - es decir, en más de un mercado - los criterios y procedimiento para reconocimiento de los requisitos para listado para colocación primaria deben ser transparentados y documentados.

Principios y Lineamientos respecto a las Responsabilidades y Deberes del Directorio

- (i) Formalizar un **modelo público de remuneración del Directorio**, aprobado por la Asamblea General de Accionistas (vía una Política de Remuneración del Directorio), que considere las condiciones de mercado, las necesidades de tiempo requeridas para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores.
- (ii) El Directorio debe realizar anualmente **una evaluación de su desempeño**, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados.

Principios y Lineamientos respecto al Ambiente de Controles Internos

- (i) El Directorio debe velar por la **existencia de un adecuado gobierno de la información y una estrategia de datos alineada con la estrategia de la empresa** y su modelo de arquitectura de control.

Principios y Lineamientos respecto a la Divulgación de Informaciones y Transparencia

- (i) La empresa debe contar con una **Política de Revelación de Información debidamente aprobada por el Directorio**, en la cual se recojan los lineamientos y reglas para la divulgación de información a los accionistas y a otros grupos de interés, que debe responder a criterios por encima de los mínimos legalmente establecidos.
- (ii) La empresa debe definir el tipo de **información no financiera que pondrá a disposición de sus grupos de interés**, así como los mecanismos para su revelación

Principios y Lineamientos respecto a la Alta Gerencia

- (i) Los principales tomadores de decisión de la empresa, y en particular el Directorio, debe comprometerse, a través de una **Política de Diversidad**, con la adopción de medidas efectivas que aseguren condiciones para conformar al equipo de la Alta Gerencia bajo principios de idoneidad y diversidad.
- (ii) La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite una **alineación del equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño, la visión de largo plazo y el propósito de la organización**.

Principios y Lineamientos respecto a la Sostenibilidad y Resiliencia

- (i) La divulgación relacionada con la **sostenibilidad debe ser consistente, comparable y confiable**, e incluir información material retrospectiva y prospectiva que un inversionista razonable consideraría importante al tomar una decisión de inversión o votación.
- (ii) Debe ser permitido que los mecanismos para la **participación de colaboradores en reuniones** con el Directorio sean desarrollados.
- (iii) La empresa debe considerar en su estrategia, un **sistema integral de gestión de riesgos y en su Política de Gestión de Riesgos** la identificación, evaluación, gestión y supervisión de riesgos asociados a la exposición a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y cambio climático.
- (iv) Con el fin de que el **Directorio pueda asumir sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad** y genere valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG, deben considerarse aspectos de conformación, remuneración y seguimiento.

IV. ESTANDARES MINIMOS RECOMENDADOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Con una visión consolidada de los elementos que las bolsas de la región indicaron como los de baja adherencia a los Principios de la OCDE y Lineamientos de la CAF en materia de Gobierno Corporativo, se construyó un marco comparativo de materias que aún no se han desarrollado desde el estudio de 2015 y que siguen en la investigación de 2024, asimismo la incorporación de nuevos temas que han sido levantados como elementos recomendados para el adecuado funcionamiento de los mercados con las mejores prácticas de gobierno corporativo.

Inicialmente, se recomienda utilizar el Cuadro 13 a continuación y establecer un plan de incorporación de los principios y lineamientos destacados en la columna 2024.

Evidentemente, no todos los elementos de Gobierno Corporativo tienen pesos iguales y algunos de ellos tienen la capacidad de viabilizar la integración regional, mientras otros son deseables en el proceso.

De esta manera, tomando en cuenta los puntos débiles en la investigación de 2024, se indica a continuación los conceptos generales y elementos específicos considerados críticos y que a su vez viabilizan la integración y los que son deseables, pero no críticos.

ELEMENTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO CRÍTICOS PARA VIABILIZAR LA INTEGRACIÓN REGIONAL

1. INTEGRAR INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES AL GOBIERNO CORPORATIVO
 - a. Dar condiciones a los inversionistas institucionales de participar de la empresa y tener acceso a la información necesaria para su actuación como agente fiduciario de los ahorros de sus clientes finales
 - b. Viabilizar el voto remoto en la Asamblea, para accionistas en otras jurisdicciones de manera a facilitar la involucración del accionista con la empresa y reducir costos de participación.
 - c. Divulgar tempestivamente las informaciones y el acceso equitativo a la información y a las oportunidades de participación de todos los accionistas.
2. DIVULGAR E INCORPORAR PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO
 - a. Los Estatutos de la empresa deben incluir una cláusula compromisoria que establezca las reglas para dirimir las diferencias entre diferentes actores de gobierno (accionistas y Directorio), para impugnar los acuerdos de la Asamblea o exigir la responsabilidad a los Directores.
 - b. Las compañías listadas en más de una jurisdicción deben divulgar las leyes y regulaciones de Gobierno Corporativo al cual están sujetas en su mercado principal
 - c. Indicar los criterios y procedimiento para reconocimiento de los requisitos para listado para colocación primaria deben ser transparentados y documentados.
3. TRANSPARENCIA DE ROLES Y OBLIGACIONES DEL DIRECTORIO
 - a. La empresa debe formalizar y divulgar un documento sobre la remuneración del Directorio, con aprobación del documento por la Asamblea General de Accionistas, que considere las condiciones de mercado, las necesidades de tiempo requeridas para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores.
 - b. 'El Directorio debe realizar anualmente una evaluación de su desempeño, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados.
 - c. El Directorio debe crear y aprobar la Política de Revelación de Información debidamente, con lineamientos y reglas para la divulgación de información a los accionistas y a otros grupos de interés, que debe responder a criterios por encima de los mínimos legalmente establecidos.
 - d. El velar por el gobierno de la información interna y confidencial, y también por las políticas de relevación de información al mercado y partes interesadas
4. INFORMACION SOBRE LA ALTA GERENCIA
 - a. La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite una alineación del equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño, la visión de largo plazo y el propósito de la organización.
5. IMPLEMENTAR UNA MATRIZ DE RIESGOS Y TENER CONTROLES INTERNOS ADECUADOS Y EN LINEA CON IDENTIFICAR DEBILIDADES, DIRIGIRSE A FORTALEZAS E INNOVACIONES Y SER SOSTENIBLE EN EL LARGO PLAZO
 - a. La empresa debe considerar en su estrategia, un sistema integral de gestión de riesgos y en su Política de Gestión de Riesgos la identificación, evaluación, gestión y supervisión de

riesgos asociados a la exposición a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y cambio climático.

- b. El Directorio debe considerar aspectos de conformación, remuneración y seguimiento como parte de sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad y para generar valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG.

De misma forma, hay varios elementos de gran importancia y que deben ser incorporados en los mercados de capitales de la región, pero que no necesariamente en esta instancia representan impeditivo a la integración. De esta manera, listamos a continuación los elementos de Gobierno Corporativo deseables que se integren a los mercados con la brevedad posible para tornar robustos los mercados, con infraestructura de gobierno corporativo armónico y accesible.

ELEMENTOS DE GOBIERNO CORPORTIVO DESEABLES PARA LA INTEGRACIÓN REGIONAL

- 1. INTEGRAR INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES AL GOBIERNO CORPORATIVO
 - a. La estructura de GC debe facilitar y apoyar la involucración de inversionistas institucionales con sus empresas invertidas. Las empresas deben ofrecer mecanismos adicionales para alentar esa participación activa.

- 2. TRANSPARENCIA DE ROLES Y OBLIGACIONES DEL DIRECTORIO
 - b. El Directorio y la Alta Gerencia deben comprometerse, a través de una Política de Diversidad, con la adopción de medidas efectivas que aseguren condiciones para conformar al equipo de la Alta Gerencia bajo principios de idoneidad y diversidad.
 - c. La divulgación relacionada con la sostenibilidad debe ser consistente, comparable y confiable, e incluir información material retrospectiva y prospectiva que un inversionista razonable consideraría importante al tomar una decisión de inversión o votación
 - d. Debe ser permitido que los mecanismos para la participación de colaboradores en reuniones del Directorio, de Comités y de otros espacios de gobierno corporativo sean desarrollados y formalizados, incluido el tipo y límite de acceso a la información.

- 3. IMPLEMENTAR UNA MATRIZ DE RIESGOS Y TENER CONTROLES INTERNOS ADECUADOS Y EN LINEA CON IDENTIFICAR DEBILIDADES, DIRIGIRSE A FORTALEZAS E INNOVACIONES Y SER SOSTENIBLE EN EL LARGO PLAZO
 - a. La empresa debe definir el tipo de información no financiera que pondrá a disposición de sus grupos de interés, así como los mecanismos para su revelación

Cuadro 13: Comparativo de Principios OCDE y Lineamientos CAF con baja adhesión por los Mercados de Capitales de Iberoamérica. Visión 2015 y 2024.

	2015	2024
Principios y Lineamientos respecto al Marco legal y regulatorio	Creación o consolidación del marco legal y/o regulatorio para tratamiento de insolvencia y reconocimiento de los derechos de los acreedores. Desarrollo de cooperación transfronteriza por medio de acuerdos bilaterales y/o multilaterales, con el objeto de promover el intercambio de datos y de información.	N/A

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

Principios y Lineamientos respecto al Derecho de los accionistas y funciones clave de la propiedad	Desarrollo de mecanismos que permitan a los inversores extranjeros ejercer sus derechos de voto de manera que no sean desfavorecidos frente a los inversores locales, ofreciéndoles mecanismos más avanzados de voto remoto como el voto electrónico. Tratamiento de situaciones de conflicto de interés en transacciones de fusión, adquisición y operaciones entre partes relacionadas.	Las asambleas / reuniones generales de accionistas deben permitir el voto remoto para accionistas en otras jurisdicciones de manera a facilitar que el accionista se involucre con la empresa y reducir costos de participación. Las reuniones tienen que ser llevadas de manera que se garantice el acceso equitativo a la información y a las oportunidades de participación de todos los accionistas.
Principios y Lineamientos respecto al Tratamiento equitativo de los accionistas	Mayor claridad y transparencia sobre el cambio de control de las compañías. Mecanismos de protección a los inversores minoritarios (como concesión de derecho de coventa-tag-along rights) en caso de adquisición de control por el accionista mayoritario). Canales permanentes de comunicación con los accionistas que no sean limitados a comunicaciones relativas a Asambleas, preferencialmente por medio del website de la compañía.	La estructura de GC debe facilitar y apoyar la involucración de inversionistas institucionales con sus empresas invertidas. Inversionistas institucionales, en su capacidad fiduciaria, deben divulgar sus políticas de GC y de voto respecto a sus inversiones, incluidos procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones sobre el uso de sus derechos de voto y deben ofrecer mecanismos adicionales para alentar esa participación. Las compañías listadas en bolsas distintas de su jurisdicción sede deben claramente divulgar las leyes y regulaciones de GC que tienen aplicadas. En caso de listados cruzados - es decir, en más de un mercado - los criterios y procedimiento para reconocimiento de los requisitos para listado para colocación primaria deben ser transparentados y documentados.
Principios y Lineamientos respecto al rol de los stakeholders	Habilidad del inversionista para lograr ejercer su derecho de reparación en caso de considerarse perjudicado en algún momento.	N/A
Principios y Lineamientos respecto a la Asamblea General de Accionistas	Capacidad del accionista de proponer puntos para la agenda.	N/A
Principios y Lineamientos respecto a las Responsabilidades y Deberes del Directorio	Composición del Directorio. Política transparente de remuneración de los Directores y de los ejecutivos. Implementación de comités especializados, especialmente un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de remuneración. Manejo de conflicto de interés.	La empresa debe formalizar un modelo público de remuneración del Directorio, aprobado por la Asamblea General de Accionistas (vía una Política de Remuneración del Directorio), que considere las condiciones de mercado, las necesidades de tiempo requeridas para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores. El Directorio debe realizar anualmente una evaluación de su desempeño, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados.

Cuadro 13: Comparativo de Principios OCDE y Lineamientos CAF con baja adhesión por los Mercados de Capitales de Iberoamérica. Visión 2015 y 2024. (cont.)

	2015	2024
Principios y Lineamientos respecto al Ambiente de Controles Internos	Desarrollo de una política y una cultura de controles internos que permea toda la compañía.	El Directorio debe velar por la existencia de un adecuado gobierno de la información y una estrategia de datos alineada con la estrategia de la empresa y su modelo de arquitectura de control.

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

Principios y Lineamientos respecto a la Divulgación de Informaciones y Transparencia	Ampliar el contenido de la información con el fin de cubrir aspectos que van más allá de la información financiera. Informe de gobierno corporativo puede representar un diferencial importante. Adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) como estándar de reporte de información financiera para tornar las compañías más atractivas a los inversores extranjeros en el contexto de la operación transfronteriza.	La empresa debe contar con una Política de Revelación de Información debidamente aprobada por el Directorio, en la cual se recojan los lineamientos y reglas para la divulgación de información a los accionistas y a otros grupos de interés, que debe responder a criterios por encima de los mínimos legalmente establecidos. La empresa debe definir el tipo de información no financiera que pondrá a disposición de sus grupos de interés, así como los mecanismos para su revelación.
Principios y Lineamientos respecto a la Alta Gerencia	N/A	Los principales tomadores de decisión de la empresa, y en particular el Directorio, debe comprometerse, a través de una Política de Diversidad, con la adopción de medidas efectivas que aseguren condiciones para conformar al equipo de la Alta Gerencia bajo principios de idoneidad y diversidad. La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite una alineación del equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño, la visión de largo plazo y el propósito de la organización.
Principios y Lineamientos respecto a la Sostenibilidad	N/A	La divulgación relacionada con la sostenibilidad debe ser consistente, comparable y confiable, e incluir información material retrospectiva y prospectiva que un inversionista razonable consideraría importante al tomar una decisión de inversión o votación. Debe ser permitido que los mecanismos para la participación de colaboradores sean desarrollados. La empresa debe considerar en su estrategia, un sistema integral de gestión de riesgos y en su Política de Gestión de Riesgos la identificación, evaluación, gestión y supervisión de riesgos asociados a la exposición a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y cambio climático. Con el fin de que el Directorio pueda asumir sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad y genere valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG, deben considerarse aspectos de conformación, remuneración y seguimiento.

V. CONCLUSIONES

CONCLUSIONES SOBRE LA ADHESIÓN A LOS PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE

La principal recomendación va en línea con adoptar responsabilidades del Directorio en supervisiones elegir y destituir la administración en caso de no cumplimiento de obligaciones, de dar condiciones para la

actuación de los directores sin comprometer su independencia y para atender los elementos de conducta y ética (como la indicación de contratos de seguros de D&O) y entregar frecuentes puntos de control en matrices de riesgo sobre criterios de actuación y supervisión importantes del directorio y sus miembros – tal vez con algún comité asesor.

Sin duda, lo más relevante es empezar a mirar prácticas de sostenibilidad y resiliencia que debieran ser evaluados a nivel regional y adoptados por varias bolsas, con miras a crear un mercado integrado y armónico en prácticas de sostenibilidad y resiliencia corporativa. Definitivamente las indicaciones que traen los principios de la OCDE son un excelente referente para utilizar acciones efectivas en el sentido de la implementación de esos principios.

CONCLUSIONES SOBRE LA ADHESIÓN A LOS PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA CAF

Los elementos relacionados a la formalización de funciones y responsabilidades del Directorio, su propia evaluación y la supervisión de la alta gerencia y su constante capacidad de actuar en beneficio de la empresa aparecen como temas muy relevantes del gobierno corporativo y que todavía siguen no atendidos por una parte importante de las bolsas. Definir políticas de remuneración, por ejemplo, es un punto de atención que vuelve a aparecer en 2024 así como había quedado como alerta en 2015. Más claridad con las reglas de acceso y voto remoto para la Asamblea igualmente siguen en no cumplimiento.

El punto más crítico trata de los controles internos y, sobremanera, de los lineamientos relacionados a sostenibilidad y resiliencia merecen mayor atención de la Bolsa. Aunque algunos de los temas de sostenibilidad sean nuevos y, de esta manera, son materias de reciente incorporación en los mercados, invertir en una cultura fuerte de controles internos que abarque todos los niveles de la empresa es más que fundamental, y está relacionado con las nuevas temáticas ASG que deben ser añadidas como elementos de una eficiente gestión de los riesgos y controles adecuados y constantes en la empresa con cohesión desde el Directorio, la Alta Gerencia y los colaboradores, ofreciendo el permanente compromiso de desarrollo, mitigación de riesgos y atención a los nuevos desafíos con una mirada de largo plazo a la empresa y en beneficio de todos los *stakeholders*.

VI. BIBLIOGRAFÍA

- G20/OECD Principles of Corporate Governance – June, 2023, disponible en <https://www.oecd.org/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023-ed750b30-en.htm>
- Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo – Noviembre, 2023, disponible en <https://www.caf.com/es/conocimiento/visiones/2023/11/lineamientos-para-un-codigo-latinoamericano-de-gobierno-corporativo-una-actualizacion-acorde-con-los-retos-de-la-sostenibilidad-empresarial/>
- G20/OECD Principles for Corporate Governance – Septiembre, 2015, disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>
- Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo – tercera edición – www.publicaciones.caf.com

I – EMISORES Y EMISIONES

B - CALIDAD DE LA INFORMACIÓN



I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del capítulo es:

- I. Actualizar los principios y estándares internacionales para divulgación de información por las compañías listadas;
- II. Presentar un diagnóstico actualizado del estado de la región frente a la calidad de la información diseminada por las compañías en los mercados de la FIAB, así como un análisis comparativo con relación al diagnóstico anterior;
- III. Identificar cuáles factores permanecen teniendo el rol de inhibidor o facilitador en el contexto de la integración transfronteriza; y
- IV. Revisar el estándar mínimo establecido anteriormente como referencia para la difusión de informaciones por los miembros de la FIAB.

Respecto a los **principios y estándares internacionales** para divulgación de información (*information disclosure*), los documentos de la Comisión Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions - IOSCO*) utilizados en el estudio anterior todavía permanecen siendo la principal referencia:

- Los Principios para la Divulgación Continua y de Eventos Relevantes por Entidades Listadas (*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*), publicado en 2002;
- Los Principios para la Divulgación Continua de Información por Entidades Listadas (*Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*), publicado en 2010.

Más específicamente, relacionado a la divulgación de informaciones financieras, la referencia es dada por las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)⁴, estándares técnicos contables adoptados por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board - IASB*).

Por fin, los principios de la OCDE para gobierno corporativo, revisados en 2023, también enfocan de manera particular en la calidad de las informaciones divulgados por los emisores.

El **diagnóstico regional de la calidad de la información** retoma las informaciones que las compañías divulgan al mercado y busca identificar en qué medida hubo una evolución respecto al análisis anterior. Además de los estándares internacionales para divulgación de información, la presente investigación considera aspectos relevantes como informaciones relativas a los eventos distribuidos por la compañía y al ejercicio de los derechos políticos de los tenedores.

Los factores que constituyen **inhibidores en el contexto de la integración transfronteriza** fueron identificados principalmente con base en elementos que pueden tornar la información asimétrica del punto de vista del inversor extranjero.

Finalmente, el **estándar mínimo** para divulgación de información en la región busca alcanzar un modelo que asegure que la información diseminada sea precisa, de fácil acceso y comprensión y que esté disponible en tiempo hábil para su utilización por los inversores.

⁴ Las NIIF también son conocidas por sus siglas en inglés como IFRS (*International Financial Reporting Standard*).

VII. II – PRINCIPIOS Y ESTÁNDARES INTERNACIONALES PARA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

En un escenario de creciente globalización, el uso de estándares reconocidos internacionalmente para divulgación de información es un aspecto relevante para que las compañías logren atraer inversores para financiar sus proyectos. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions* - IOSCO) identifica que la divulgación de información veraz, confiable, oportuna y que sea fácilmente accesible como un factor que contribuye para la liquidez y eficiencia del mercado en la medida que permite a los inversores tomar decisiones instruidas.

Con el objetivo de crear un marco de referencia en esta materia, el Comité Técnico de la IOSCO desarrolló un conjunto de principios para divulgación de informaciones para las compañías listadas, publicados en los documento Principios para la Divulgación Continua y de Eventos Relevantes por Entidades Listadas (*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, 2002) y los Principios para la Divulgación Continua de Información por Entidades Listadas (*Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, 2010). Estos documentos continúan siendo la principal referencia en la materia analizada.

1. LOS PRINCIPIOS DE LA IOSCO PARA DIVULGACIÓN CONTÍNUA DE INFORMACIONES RELEVANTES (2002)

La protección de los inversores que actúan en mercados de valores mobiliarios requiere que las compañías listadas provean informaciones relevantes de forma continua y oportuna. Se entienden por informaciones relevantes todas aquellas que puedan influenciar la toma de decisiones por la parte del inversor.

El cuadro abajo presenta de forma resumida los Principios para la Divulgación Continua y de Eventos Relevantes por Entidades Listadas (*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*).

Cuadro 14: Principios de Divulgación Continúa de Información y de Eventos Relevantes por las Empresas Listadas.

Principios para la Divulgación Continua y de Eventos Relevantes por Entidades Listadas	
Principio	Descriptivo
A. Obligación de divulgación de información relevante	Las compañías listadas deben tener la obligación formal de divulgar todas las informaciones que puedan ser consideradas relevantes para la toma de decisión por parte del inversor.
B. Oportunidad de la información	Las compañías listadas deben divulgar informaciones continuas en tiempo oportuno.
C. Informaciones simultáneas y de contenido idéntico	Si el emisor está listado en más de una jurisdicción, la información divulgada en una jurisdicción debe ser divulgada en todas las demás jurisdicciones con contenido idéntico y de forma simultánea.
D. Difusión de la información	Las compañías listadas deben asegurar que la información completa sea colocada prontamente a la disposición del mercado por medio de mecanismos de difusión eficientes, efectivos y oportunos.
E. Criterios de divulgación	Los criterios de divulgación de la información deben garantizar que su contenido no sea engañoso u omite informaciones.
F. Tratamiento equitativo de los inversores	La información no debe ser divulgada a grupos de inversores o partes interesadas antes de ser difundida al público.
G. Responsabilidad	La compañía listada es responsable por cumplir con la obligación de divulgación.

2. LOS PRINCIPIOS DE LA IOSCO PARA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN PERIODICA (2010)

Las compañías deben divulgar informaciones de forma periódica de manera que provean a los inversores con elementos que los ayuden a decidir sobre sus inversiones y a monitorear y comparar el desempeño de diferentes compañías.

En el cuadro abajo son presentados, de forma resumida, los Principios para la Divulgación Continua de Información por Entidades Listadas (*Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*).

Cuadro 15: Principios de Divulgación Continúa de Información y de Eventos Relevantes por las Entidades Listadas – Obligación de Divulgación de Información Periódica.

Principios para la Divulgación Continua de Información por Entidades Listadas	
Principio	Descriptivo
A. Obligación de divulgación de información periódica	
A1. Reporte Anual	La información divulgada en el Reporte Anual debe corresponder a la fecha más reciente posible y deben contener los estados financieros consolidados y auditados por firma independiente y una indicación de cambios significativos. El Reporte Anual debe: ▪ Contener el Reporte de la Administración⁵ e informaciones sobre transacciones entre partes relacionadas ▪ Divulgar la política de remuneración de la compañía, sus prácticas de gobierno corporativo, la exposición de la compañía a instrumentos de riesgo (derivados, commodities, asset backed securities, entre otros) e informaciones sobre la composición accionaria de la compañía
A2. Informes de períodos intermedios	Los informes de períodos intermedios deben contener información que permita al inversor acompañar el desempeño de la compañía en intervalos regulares de tiempo y, cuando proceda, el Reporte de la Administración.
C. B. Responsabilidad	Las personas responsables por los estados financieros divulgados deben ser claramente identificadas y deben declarar que la información financiera revelada en el reporte está presentada de manera correcta.
D. Controles internos de los estados financieros	El control interno sobre los estados financieros debe ser evaluado y revisado.
D. Información oportuna	La información debe estar a la disposición del público de manera oportuna.
E. Regulador relevante	Los reportes periódicos deben ser sometidos al regulador relevante.
F. Análisis y acceso a la información	La información debe ser producida y almacenada de forma que facilite la comprensión, el análisis y el acceso por parte del público.
G. Criterios de divulgación	La información divulgada en reportes periódicos no debe ser engañosa o contener omisiones con relación a informaciones relevantes. .
H. Tratamiento equitativo de los inversores	La divulgación de informaciones a determinados grupos antes que sea divulgada al público en general puede reducir la confianza del inversor en la ecuanimidad del mercado puesto que aumenta el riesgo de uso indebido o abusivo de información privilegiada (insider trading).
I. Informaciones en diferentes jurisdicciones	Las compañías listadas en diferentes jurisdicciones deben asegurar que las informaciones divulgadas en uno de los mercados estén disponibles en todos los demás mercados de forma simultánea y con el mismo contenido.

3. LOS ESTÁNDARES DE NIIF

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) fueron diseñadas con el objetivo que pudieran ser comprendidas y comparables en diferentes jurisdicciones. Las NIIF resultan del crecimiento de transacciones transfronterizas y son particularmente importantes para compañías cuyas acciones son

⁵ También referidos como *Management's Discussion and Analysis* (MD&A) o *Operating and Financial Review* (OFR)

negociadas en varios países, lo que justifica el hecho que están sustituyendo progresivamente los estándares nacionales de contabilidad en la elaboración de los reportes financieros.

El principal objetivo de los estados financieros en NIIF es de dar informaciones sobre la posición financiera, los resultados y los cambios de posición financiera de una entidad que sean útiles a un gran número de partes interesadas (*stakeholders*).

Las NIIF definen que todos los elementos de los estados financieros⁶ deben contener todas las informaciones que sean relevantes y que representen la realidad de forma fiel y precisa. En términos cualitativos, las informaciones deben atender a los siguientes principios:

- Comparabilidad
- Verificabilidad
- Oportunidad
- Comprensibilidad

VIII. III - DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO REGIONAL DE LOS ESTANDÁRES RECOMENDADOS

En esta sección presentamos un diagnóstico al respecto de la calidad de la información divulgada por las compañías listadas en los mercados de FIAB. El diagnóstico incorpora una evaluación evolutiva respecto al análisis anterior. La metodología empleada consistió en la aplicación de un cuestionario construido con base en los principios y estándares internacionales acerca de las informaciones relevantes y periódicas, pero igualmente considerando otros aspectos de la cotidianidad de las compañías como las informaciones relativas al ejercicio de derecho de voto en asambleas y a los eventos deliberados por las compañías.

Los tópicos revisados fueron los siguientes:

1. Información relevante
2. Información periódica
3. Recepción y difusión de la información
4. Voto en Asamblea
5. Eventos
6. Mejores prácticas voluntarias
7. Fallas de conducta y sanciones

El análisis considera las respuestas de 16 bolsas:

BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), BBV (Bolivia), BCS Nuam Exchange (Chile), BVC Nuam Exchange (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVA (Paraguay), BVL Nuam Exchange (Perú), BVRD (República Dominicana) y BEVSA (Uruguay).

⁶ Comprendiendo, pero no limitado a: el balance patrimonial, el estado de resultados, el estado de flujo de caja y las informaciones por segmento de negocio.

La investigación anterior contó con la participación de 17 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 87,5% de manera que se considera las informaciones suficientes para que se tenga un análisis comparativo confiable.

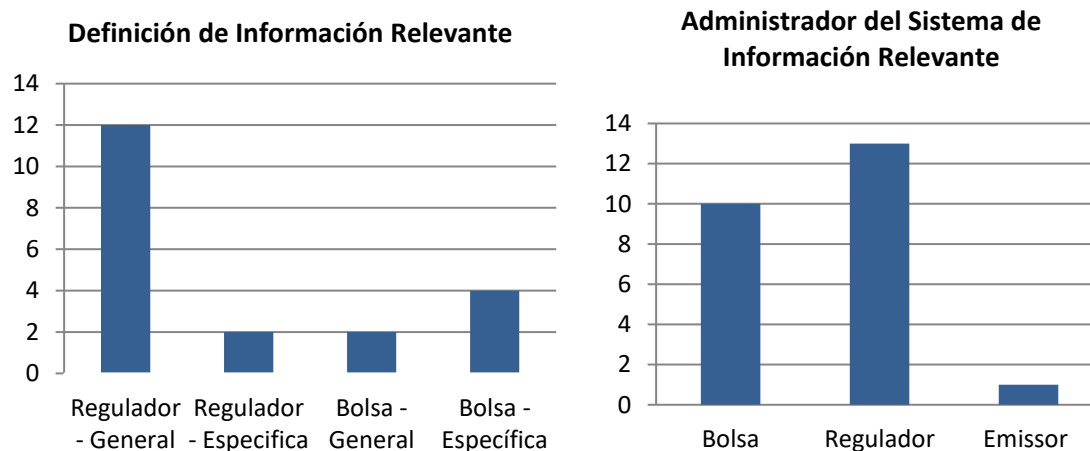
1. INFORMACIÓN RELEVANTE

Definición de información relevante

Se verifica una gran convergencia de los mercados para la definición de hecho relevante que puede ser sintetizada como cualquier decisión de los accionistas controladores⁷, deliberación del directorio, deliberación de los órganos de administración de la compañía o cualquier otro acto o hecho de carácter político administrativo, técnico, comercial o económico-financiero, ocurridos o relacionados a los sus negocios, que puedan influir de modo ponderable en la cotización de los valores de emisión de la compañía; la decisión de los inversores de comprar, vender o mantener esos valores; la decisión de los inversores de ejercer derechos inherentes a la condición de titular de valores emitidos por la compañía o a ellos referenciados.

Respecto a quien define el concepto de hecho relevante observamos que en la mayoría de los mercados es un concepto definido por la regulación del mercado financiero y de capitales y replicado, en algunos casos, en los reglamentos de la bolsa. El abordaje para la divulgación de información relevante es de carácter más general y no específico o prescriptivo.

En la mayoría de los mercados, es un concepto general definido exclusivamente por el regulador de mercado, aunque, en algunos mercados, la definición es dada por más de una instancia regulatoria. Los datos indican que no hubo cambio en relación con el análisis anterior.



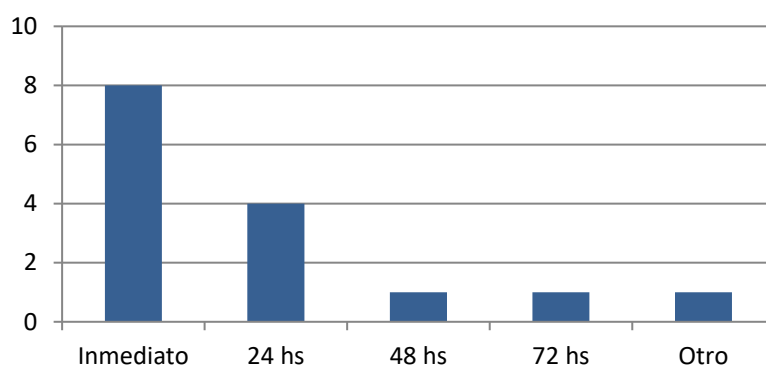
Plazos para divulgación de la información relevante

La mayoría de los mercados divulga informaciones relevantes inmediatamente o dentro de las primeras 24 horas (87,5%).

⁷ Nos referimos a los accionistas controladores en el sentido amplio, es decir, aquellos que tienen la capacidad de influenciar las decisiones y estrategias de la compañía.

Comparativamente a la investigación anterior, observase una evolución positiva en la región en la medida que se verifica una reducción de 50% en el número de mercados que practican plazos arriba de 24 horas.

Asimismo, se identifica aún mercados donde el plazo de divulgación de información relevante llega a 3 días hábiles o donde no hay un plazo definido, sino que esto se define caso a caso.



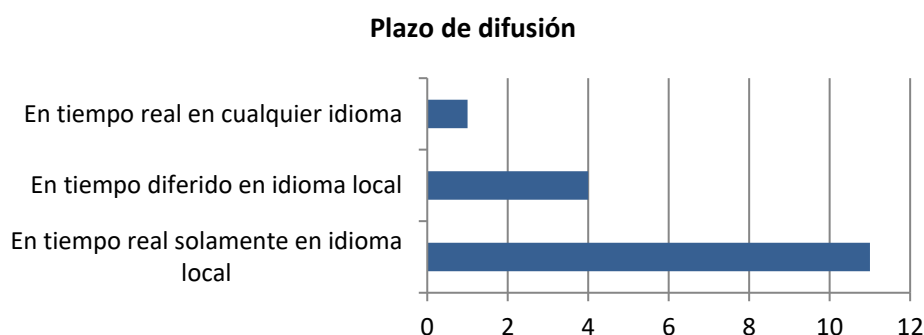
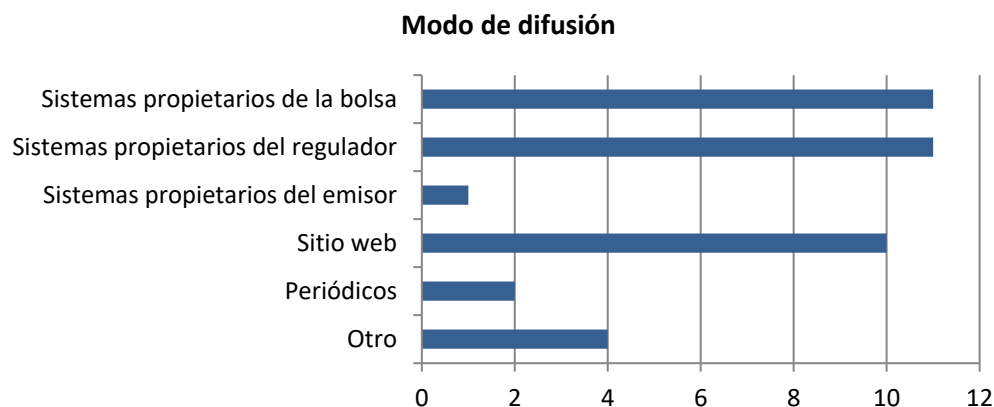
Administración del sistema de información relevante

La administración del sistema de información relevante es de responsabilidad del regulador en la mayoría de los mercados (arriba de 80%), aunque, en varios de ellos (más de 60%), esta responsabilidad sea compartida con la bolsa. Este resultado reproduce sin modificación el obtenido anteriormente. En uno de los mercados analizados, los emisores son los responsables por sistema de información relevante y esta descentralización puntual constituye un resultado nuevo respecto al analizado antes. No se evalúa, sin embargo, que sea una tendencia evolutiva del mercado.

Características de la difusión de información relevante – idioma, modo y formato

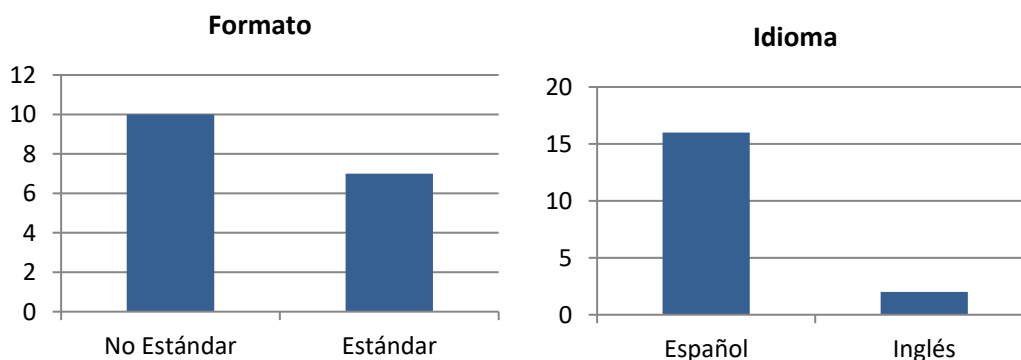
Respecto al idioma, todos los mercados divulgan informaciones relevantes en español. Sin embargo, la divulgación de informaciones en inglés por las compañías ha avanzado tímidamente en los mercados de la región. No es posible apuntar si esta característica resulta de la internacionalización de los mercados o de circunstancias específicas de la macroeconomía nacional, como la adopción del dólar norteamericano como moneda de curso legal.

Con relación al modo de difusión de la información relevante, se observa que los canales más usuales son los sistemas del regulador y de la bolsa, administradores del sistema de información relevante. Además de esos canales, en un número significativo de mercados se utilizan el sitio web del regulador, de la bolsa y del propio emisor para hacer la difusión.



Comparativamente al escenario anterior, el cambio de mayor relevancia corresponde a la disminución (más de 50%) en el número de mercados que utiliza periódicos como forma de difusión de informaciones relevantes. Se observa también un pequeño incremento en el porcentual de los mercados donde la información es divulgada por medio del sistema del regulador.

En la mayoría de las bolsas no hay un estándar para difusión de la información relevante. Sin embargo, es importante destacar que cerca de 40% de los mercados utilizan formatos estándares locales. Comparativamente, no se observan cambios con relación al análisis anterior.



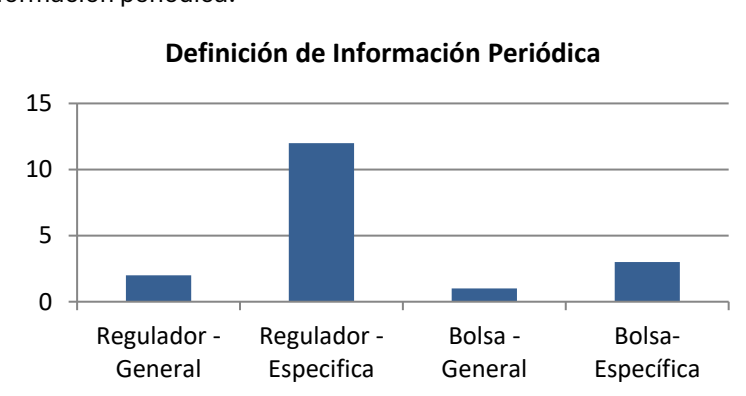
Autorización para no divulgar informaciones relevantes

En casi la totalidad de los mercados analizados, así como en el análisis anterior, la bolsa no participa del proceso de autorización para no divulgar informaciones relevantes, cabiendo al regulador deliberar sobre la materia.

2. INFORMACIÓN PERIÓDICA

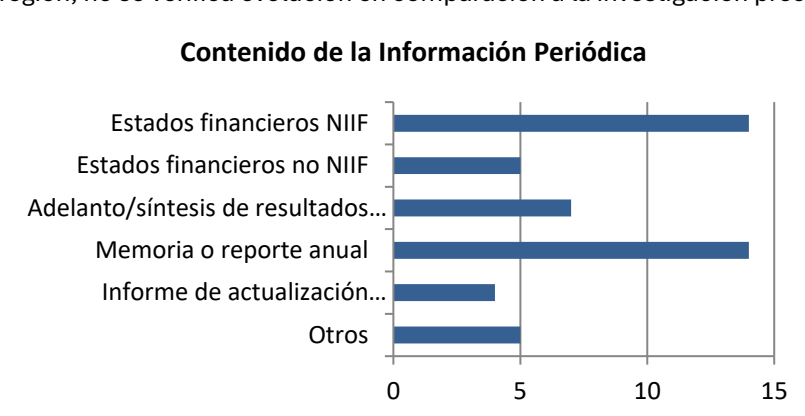
Definición de información periódica

La definición de información periódica es menos convergente puesto que el abordaje del concepto de información periódica tiene un carácter más prescriptivo. Así, en casi todos los mercados las informaciones periódicas son definidas por el regulador del mercado de valores de manera específica. Comparativamente al escenario anterior, se verifica una ligera disminución del papel de la bolsa en detrimento el regulador acerca de la definición de información periódica.



Contenido de la información periódica

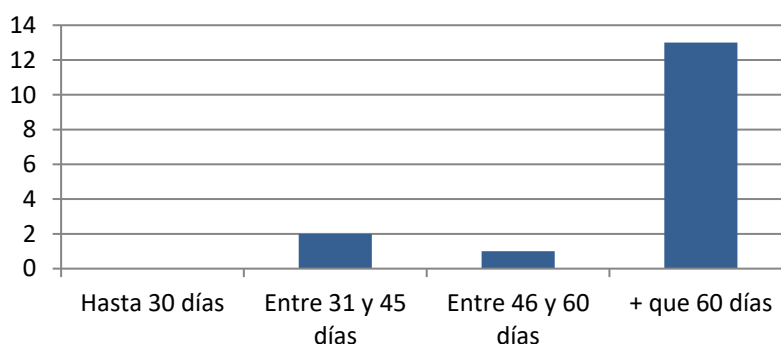
En la mayoría de los mercados, además de los estados financieros anuales es usual la publicación de sus síntesis (o adelantos) y de la memoria o reporte anual. Observamos que 87,5% de los mercados utilizan el estándar contable NIIF para divulgación de los estados financieros. En se tratando de una mejor práctica consolidada en la región, no se verifica evolución en comparación a la investigación precedente.



Plazos para la publicación de los estados financieros anuales (a partir de la fecha cierre)

Lo más usual es que las compañías publiquen los estados financieros en plazos superiores a 60 (sesenta) días corridos a partir de la fecha del cierre. Comparativamente a la investigación anterior, no se observa evolución de la región con relación a los plazos de publicación de los estados financieros anuales.

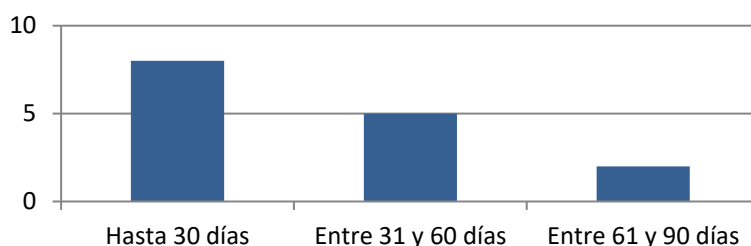
Estados Financieros Anuales - Plazos para Publicación



Información financiera respecto de períodos intermedios

En la gran mayoría de los mercados, la información financiera respecto de períodos intermedios es divulgada trimestralmente. En algunos mercados se hacen también publicaciones semestrales y, en pocos mercados, h mensuales. En este aspecto también, los resultados actuales reproducen aquellos de la investigación anterior.

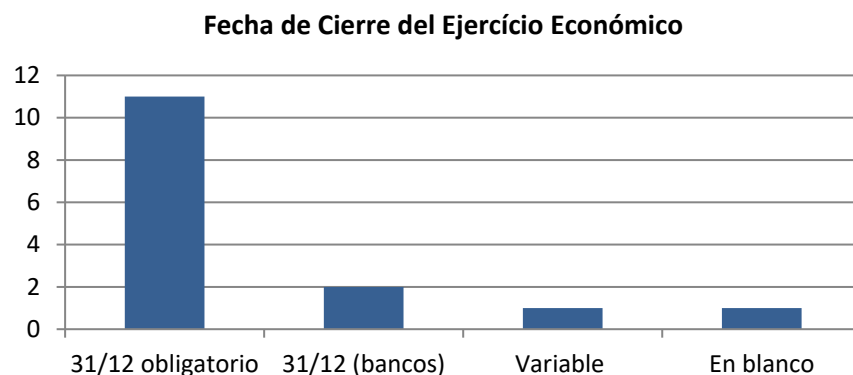
Información Financiera de Periodos Intermedios



Fecha de cierre de ejercicio económico anual obligatorio

El cierre de ejercicio económico anual ocurre en **31 de diciembre** en más de 80% de los mercados de FIAB. En casi la totalidad de los casos esta fecha es definida por ley, aunque existan algunos mercados que lo tienen como práctica de mercado.

En este punto se identifica una evolución positiva en relación con el escenario anterior. La investigación precedente indicaba un pequeño porcentual (cerca de 10%) de mercados donde no había reglas específicas para definir el cierre del ejercicio económico al paso que, actualmente, todos los mercados poseen reglamento que lo define, aunque que, en algunos casos, como anteriormente, se presenten como fechas variables conforme el tipo de actividad.



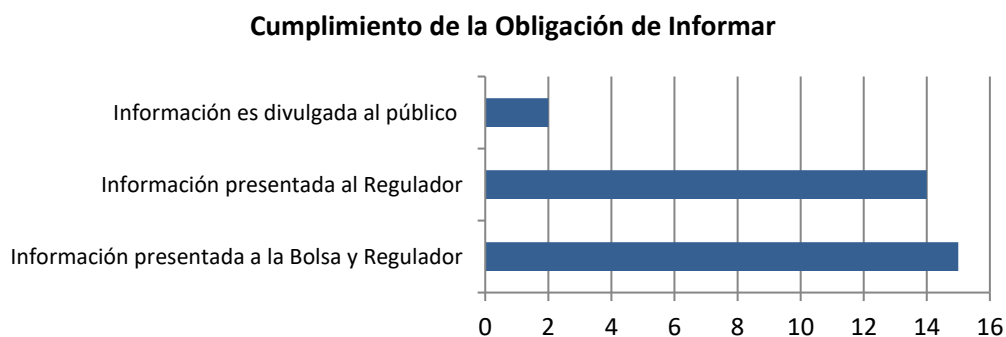
Remisión de información en otras monedas por emisoras locales

Para todos los mercados de la región, la reglamentación continua no exigiendo que las emisoras remitan la información periódica en otra moneda además de la de curso legal en su país de origen, reproduciendo el resultado anterior

3. RECEPCIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN RELEVANTE Y PERIODICA

Cumplimiento de la obligación de informar

El estándar en la región permanece siendo que se considere cumplida la obligación del emisor de remitir la información cuando la información es presentada al regulador y a la bolsa. La condición de que sea divulgada al público para considerarse cumplido el deber de informar es más infrecuente (cerca de 12% de los mercados analizados).



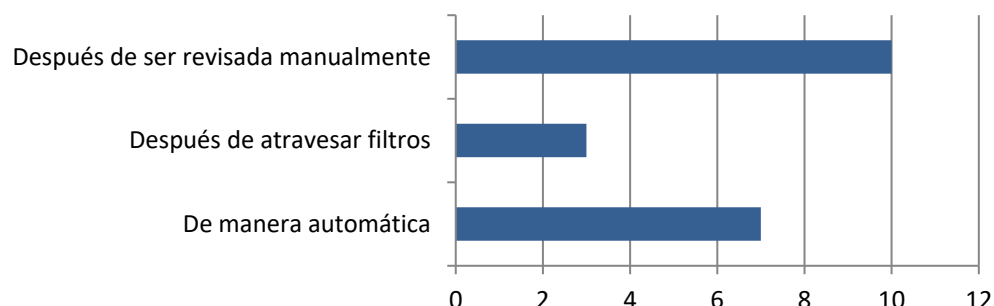
Revisión de la información para difusión

Un aspecto importante acerca de la difusión de la información está relacionado a la necesidad, o no, de revisión de la información recibida de los emisores. La información puede ser difundida al público de manera automáticamente, tal y como es recibida de la compañía, o pasar por una revisión sea por medio del empleo de filtros específicos parametrizados o manualmente.

Así como verificado en la investigación anterior, la mayoría de los mercados adoptan procesos manuales de revisión de la información recibida de los emisores. Sin embargo, es posible observar una evolución en la región en la medida que el empleo de filtros automáticos de verificación creció significativamente con relación

al escenario anterior, representando actualmente cerca de 50% de los mercados analizados frente a 20% anteriormente. La divulgación automática de las informaciones permanece estable.

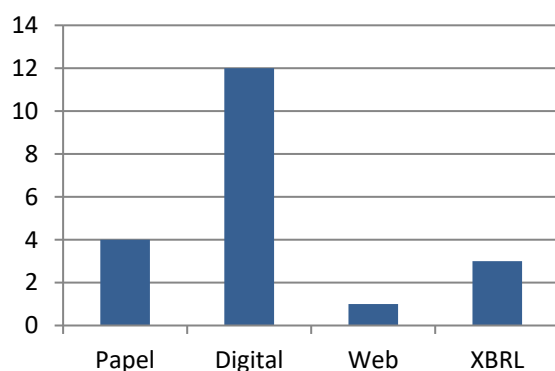
Revisión de la Información para Difusión



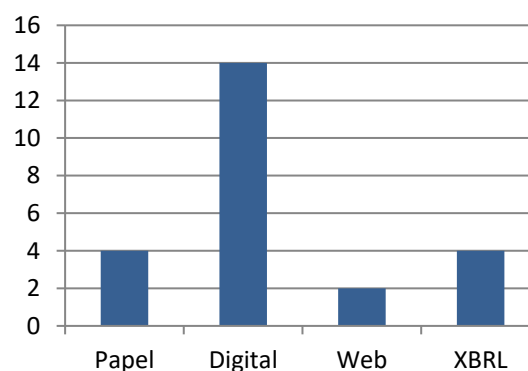
Formato y plazo de recepción y difusión

El formato más usualmente empleado en los mercados de la región tanto para recepción como para la difusión de la información permanece siendo el medio digital.

Formato de recepción



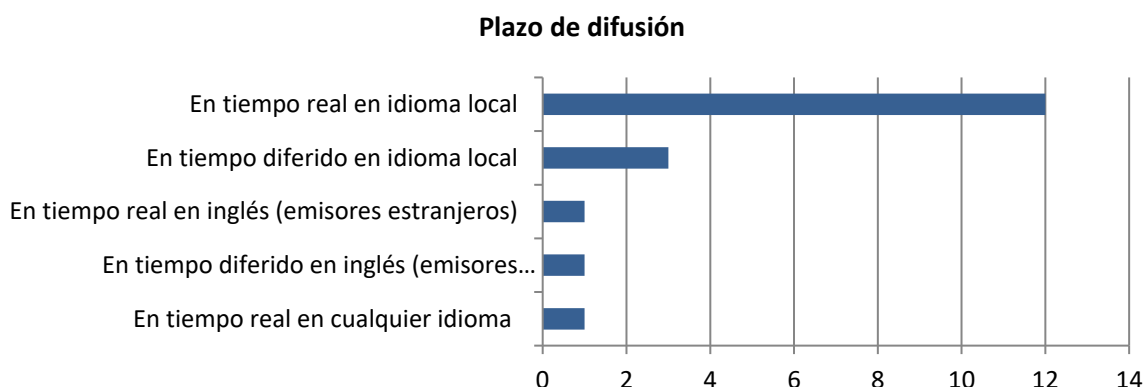
Formato de difusión



Sin embargo, se observa un avance en la región en la medida que hubo una disminución de los mercados que adoptan medio físico (papel) tanto para recibir, como para remitir informaciones y, paralelamente, un aumento del uso del estándar internacional XBRL⁸ para recepción de información.

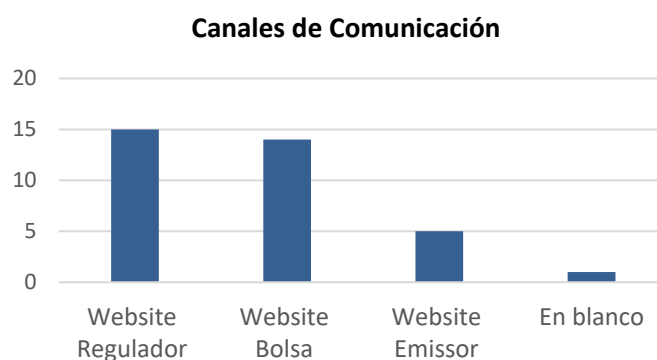
⁸ Conocido por su sigla XBRL el *Extensible Business Reporting Language* (lenguaje extensible de informes de negocios) fue criado para simplificar la automatización del intercambio de información financiera por medio de la adopción de un formato estándar con el que la información financiera se distribuye digitalmente entre los diferentes proveedores y consumidores. Su estructura es formada a partir de la definición de taxonomías que describen los datos a reportar, el formato y la estructura que estos tienen, así como las relaciones entre dichos datos. Técnicamente estas taxonomías son esquemas XML. Por otro lado, los datos que queremos reportar, es decir los hechos económicos de una entidad y un período temporal concreto, son representados mediante lo que llamamos informes XBRL que técnicamente son archivos XML.

En el presente estudio se investigó también el plazo para difusión y el más frecuente en la región es que las informaciones sean difundidas em tempo real en el idioma local. En algunos casos, la difusión ocurre también en inglés.

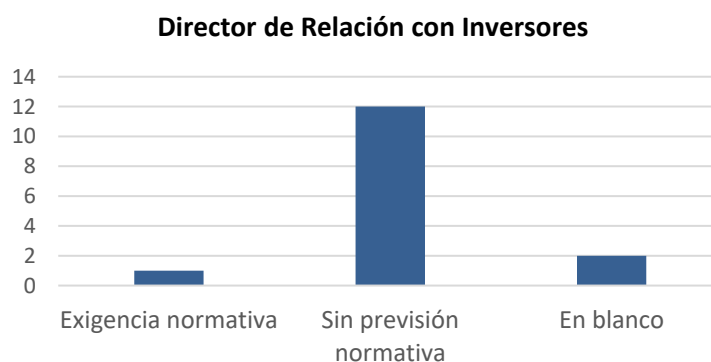


4. CANALES DE COMUNICACIÓN

Un elemento nuevo del presente análisis dice respecto a los canales de comunicación con los inversores. Identificase que, con mayor frecuencia, se utilizan los sitios web de las bolsas y de los reguladores para transmitir informaciones a los inversores.



Se diagnosticó también que, en la gran mayoría de los mercados (más de 80%), no existe, actualmente, una previsión normativa que requiera que las compañías designen un director de relación con los inversionistas.



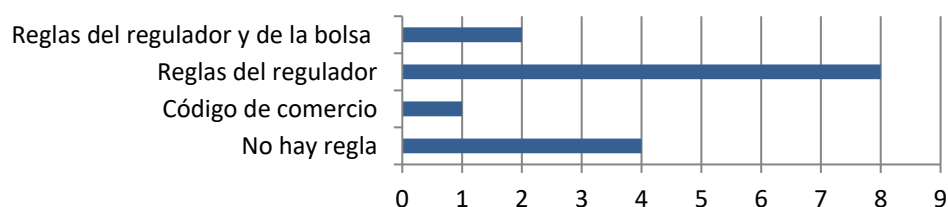
5. VOTO EN ASAMBLEA

Reglas sobre el contenido de las informaciones, documentos y plazos para envío

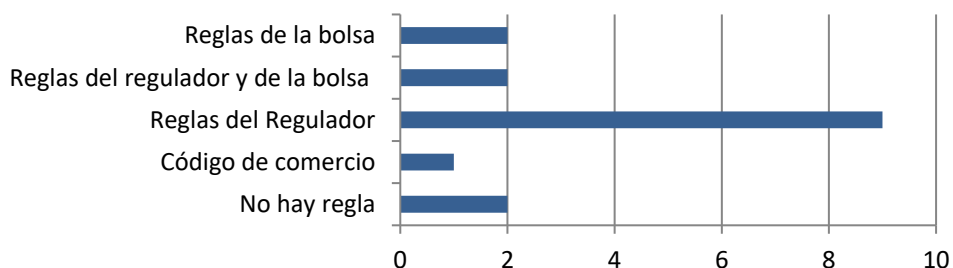
Respecto a las reglas sobre el contenido de las informaciones (y documentos) que deben ser enviadas a los inversores para que voten en asambleas, así como el plazo para envío de las referidas informaciones, observamos que en la mayoría de los casos aún es el regulador quien define el marco legal correspondiente. Anteriormente, se había identificado una gran diversidad en la región con la presencia de diferentes instancias legales a dictar las referidas reglas. Algunos mercados, incluso, no tenían un marco legal o reglamentario que lo definiese.

En este aspecto es posible identificar una evolución en la región en la medida que se verifica, actualmente, una mayor concentración del marco legal en la figura del regulador del mercado de valores.

Contenido de información para voto en asamblea

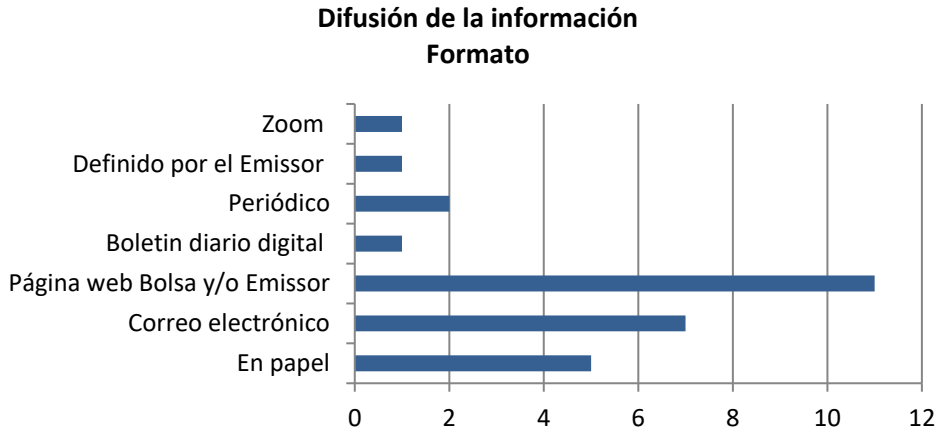


Plazo para envío de información a los inversores



Modo de difusión de informaciones para voto en asamblea

Las informaciones y documentos son puestos a disposición de los inversores mayoritariamente (en cerca de 70% de los casos) por medio de la página web de la bolsa y/o del propio emisor.



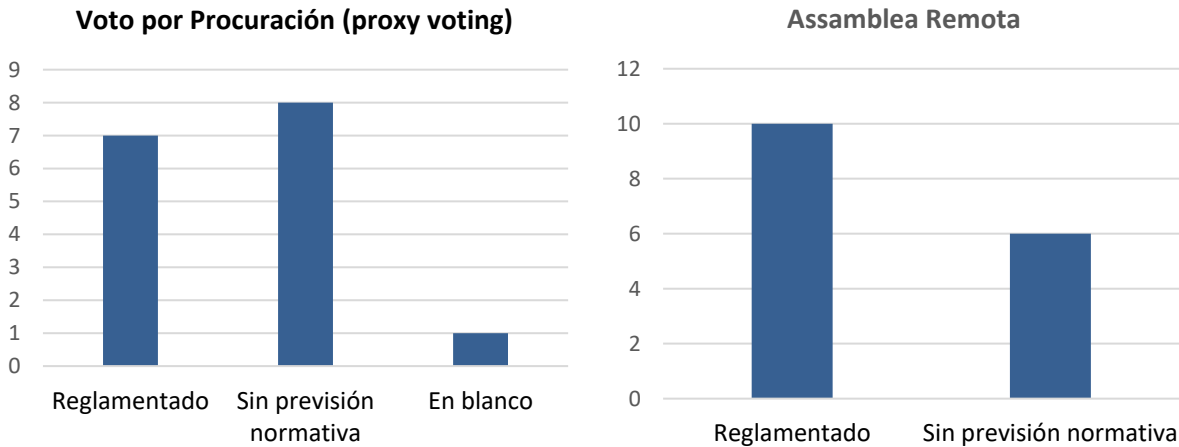
Comparativamente al análisis anterior, verificamos una evolución positiva en la región puesto que hubo una reducción significativa (alrededor de 50%) en el número de mercados que utilizan formato físico (papel) como mecanismo de difusión de informaciones en detrimento de formatos digitales (correo electrónico y sitio web).

Divulgación de las deliberaciones

En la mayoría de los mercados (más de 60%), las deliberaciones son divulgadas por medio de la publicación de hecho relevante. Este aspecto no se había analizado anteriormente.

Voto por procuración (*proxy voting*) y asambleas remotas

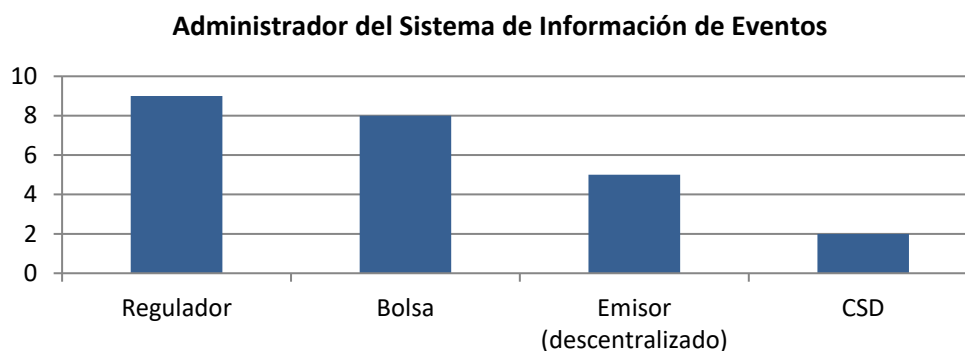
En la presente investigación, se averiguó que el voto remoto (o *proxy voting*) está reglamentado en cerca de 40% de los mercados, mientras las asambleas remotas están reglamentadas en cerca de 60%.



6. EVENTOS
Administrador del sistema de información de eventos

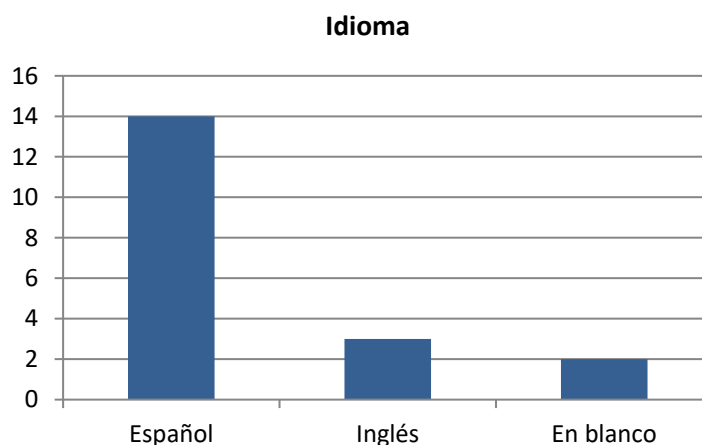
En la mayoría de los mercados, tanto el regulador como la bolsa siguen actuando como administradores del sistema de información de eventos. Sin embargo, se observa en el presente análisis que hubo un aumento del número de mercados donde la información es administrada también de manera descentralizada

directamente a partir de los emisores. Tal modalidad ocurre de manera redundante a los sistemas administrados por el regulador y las bolsas.



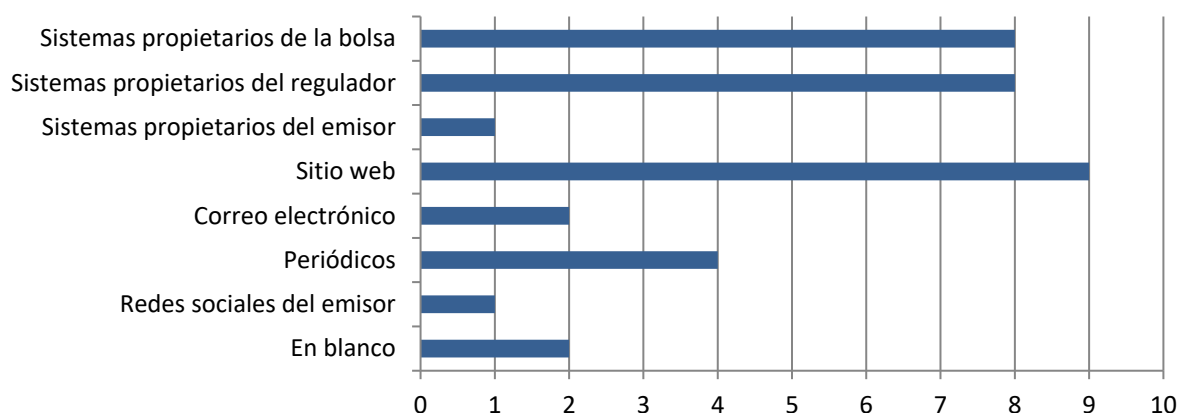
Características de la información sobre eventos corporativos – idioma, formato, modo de difusión y fechas informadas

Respecto al idioma, todos los mercados divulgan informaciones relevantes en español.



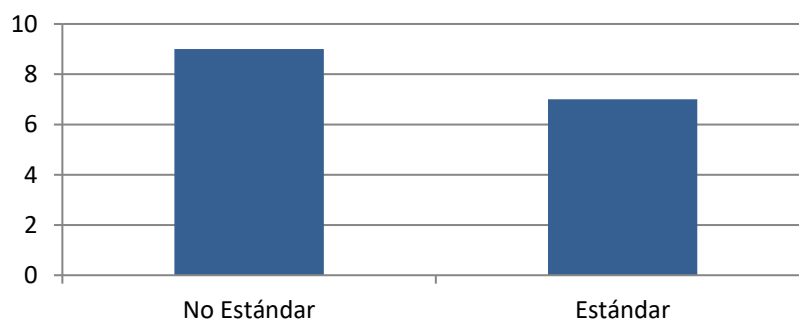
Con relación al modo como la información es difundida, se observa que el canal más usual es el sistema de la bolsa. La difusión por medio del sitio web es la que ha avanzado más significativamente desde el estudio anterior. Sin embargo, vale mencionar que el número de mercados que utilizan periódicos como modo de difundir las informaciones permanece estable, aunque en ningún mercado este sea el único medio de difusión.

Difusión de las Informaciones de Eventos



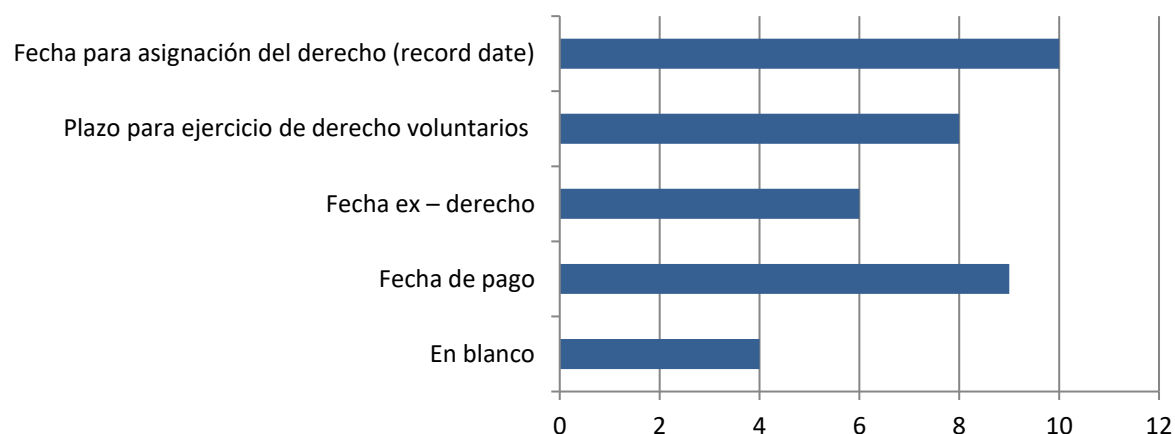
Otro aspecto interesante es que, a pesar de que la mayoría de los mercados aún no utilizan un estándar para remisión de informaciones sobre eventos, el porcentual de mercados donde se ha adoptado un estándar prácticamente duplicó comparativamente a los resultados anteriores.

Estandarización de las Informaciones de Eventos



Respecto a las fechas informadas relativas a los eventos, se observa que, así como anteriormente, las fechas relevantes son informadas en casi la totalidad de los mercados. La excepción es la fecha ex derecho que impacta el precio de negociación del activo.

Eventos - Fechas Informadas

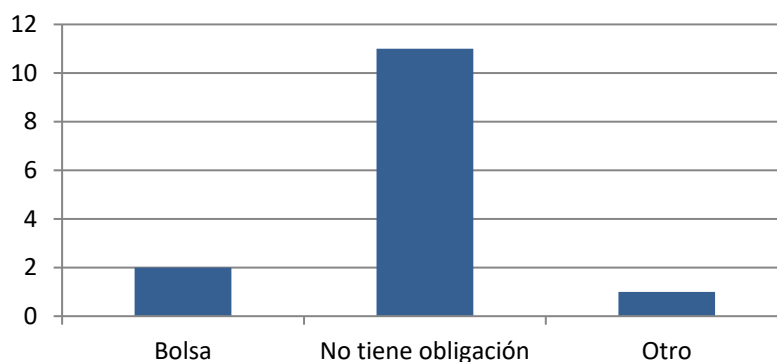


7. MEJORES PRÁCTICAS VOLUNTARIAS

Agenda de eventos corporativos y eventos de divulgación de resultados (*shareholders conferences*)

Con relación a mejores prácticas voluntarias, no se identifican cambios significativos comparativamente al estudio anterior. En la gran mayoría de los mercados, no hay obligación de divulgación de agenda de eventos y el medio más frecuente de divulgación de resultados es la publicación en el *website* de la compañía de forma continua.

Agenda de los eventos corporativos





Reconocimientos a las emisoras que incorporan buenas prácticas en materia de información y índices de buenas prácticas de revelación de información

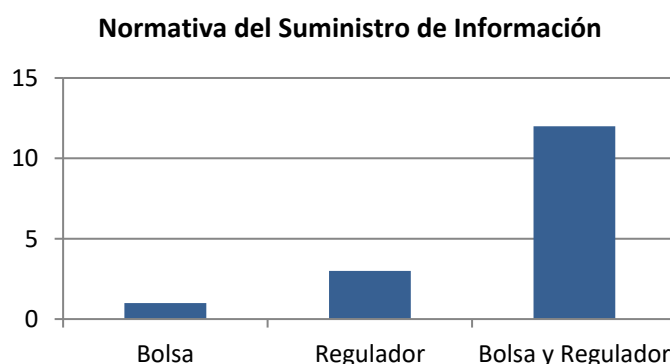
En general, no se contempla en las bolsas de la región reconocimientos formales de las compañías por la adopción de buenas prácticas en términos de divulgación de información.

Igualmente, en la casi totalidad de los mercados de la FIAB, no hay índices exclusivos de buenas prácticas de revelación de información. Algunos mercados cuentan con índices relacionados a buenas prácticas de buen gobierno, como es el caso de Colombia, España y Ecuador, pero no relacionados directamente a la revelación de informaciones.

8. FALLAS DE CONDUCTA Y SANCIONES

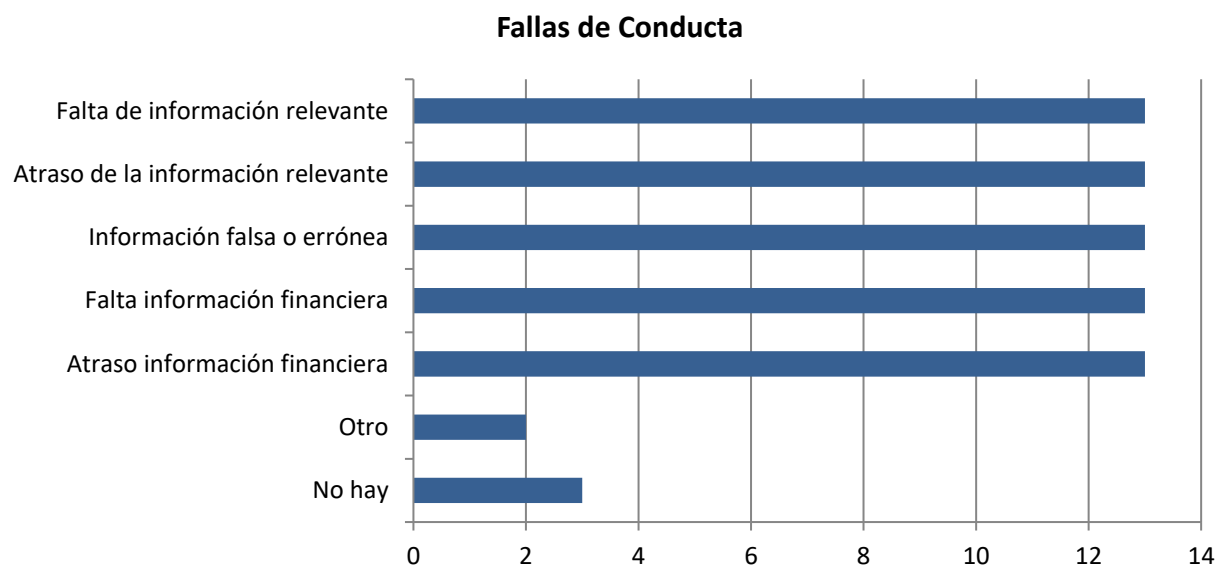
Normativa acerca del suministro de información veraz y suficiente

En casi la totalidad de los mercados analizados, el regulador y la bolsa emiten reglas acerca del suministro de información veraz y suficiente. Comparativamente a la investigación anterior, se identifica un crecimiento del número de bolsas que emiten reglas propias, independientemente del regulador de mercado.



Fallas de conductas

Así como anteriormente, todos los mercados aplican sanciones cuando detectan: i) información errónea; ii) información enviada fuera de plazo; y/o iii) falta de remisión de información.



En algunos mercados otras situaciones que dan lugar a la aplicación de sanciones como, por ejemplo: (i) la divulgación de información confusa, incompleta e insuficiente; y (ii) información divulgada de forma que no sea oportuna, completa o suficiente, de manera que se afecten las decisiones de los accionistas en la respectiva asamblea o que, por su importancia, o se pudieran afectar la colocación de valores, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores.

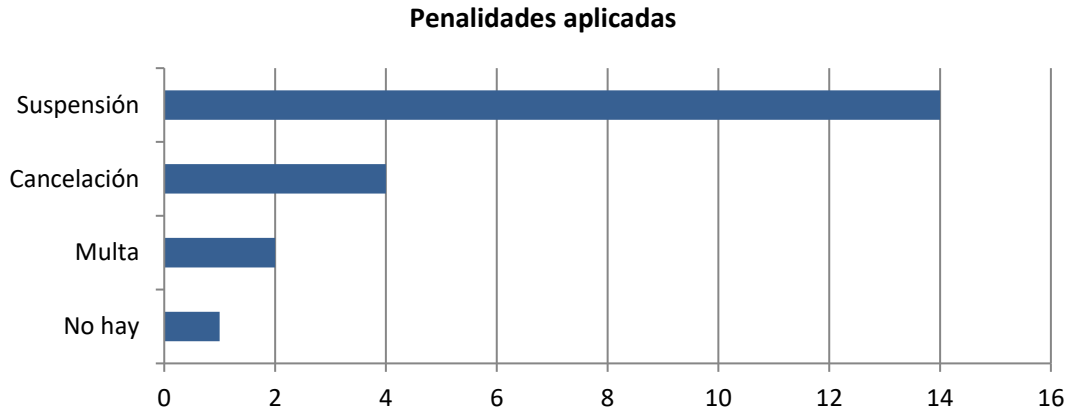
Interrupción, suspensión y cancelación de la cotización de un valor negociable

En la mayoría de los mercados analizados, tanto el regulador como la bolsa tienen la prerrogativa de interrumpir, suspender o cancelar la cotización de un valor negociable.

De acuerdo con las reglas del regulador y de la bolsa, respectivamente, las razones más usuales para que se interrumpa, suspenda o cancele la cotización de un valor son: i) el atraso de información relevante y periódica, ii) la falta de información relevante o periódica, iii) la divulgación de información falsa o errónea.

Penalidades aplicadas

Acercas de las penalidades aplicables, la más usual permanece siendo la suspensión la cotización, tanto al nivel del regulador, cuanto de la bolsa). Observamos que la aplicación de multa financiera aún es poco usual en la región.



Deber de secreto o sigilo e información privilegiada

Todos los mercados tienen normas (ley o reglamentación) que prevén sanciones en caso de incumplimiento del deber de secreto y uso indebido de información privilegiada. Las sanciones pueden ser aplicadas a un conjunto amplio que personas que actúan en relación directa o indirecta con la compañía, pudiendo así tener acceso a sus informaciones confidenciales y estratégicas. Estas personas son, típicamente, los empleados, directores, miembros de Consejo Fiscal y otros de las compañías, de los intermediarios, de la Comisión de Valores, de Agentes de Clasificación de Riesgo, de Agentes de Depósito y de Fondos de Inversión.

IX. IV - INHIBIDORES Y FACILITADORES A LA OPERACIÓN TRANSFRONTERIZA

Esa sección se dedica a revisar, con base en el análisis evolutivo de los mercados, cuáles factores permanecen siendo inhibidores al desarrollo de la operación transfronteriza y cuales, al contrario, pasaran a actuar en el sentido de potencializarla⁹.

1. INFORMACIÓN RELEVANTE

En la investigación anterior, respecto a la divulgación de información relevante por los emisores, se identificaron los siguientes elementos como inhibidores y facilitadores de la operación transfronteriza:

Cuadro 16: Información Relevante en el Estudio de 2015.

Información Relevante (2015)	
Inhibidores	Facilitadores
Plazo de difusión	Idioma de difusión
Estándar de difusión	Canales de difusión
Modo de difusión	

El análisis evolutivo de los mercados de la región apunta en el sentido de que el **plazo de difusión** no se presenta más como un inhibidor, pero sí como potencial facilitador de la integración de los mercados. La evolución positiva en la región se manifiesta en dos sentidos:

⁹ Referirse al estudio anterior para las justificativas de clasificación de los aspectos analizados entre inhibidores y facilitadores.

- La mayoría de los mercados divulga informaciones relevantes inmediatamente o dentro de las primeras 24 horas (87,5%); y
- Hubo una reducción de 50% en el número de mercados que practican plazos arriba de 24 horas.

Los inversores extranjeros son especialmente sensibles a cualquier desfase que exista entre el hecho y su divulgación. La principal razón está relacionada al costo de oportunidad que puede surgir del atraso en la comunicación – por ejemplo, si la información se hubiera publicado antes, el inversionista podría haber tomado la decisión de vender una posición o, al contrario, de mantenerla. El desfase también potencializa que la información circule de manera informal provocando una situación de información asimétrica. En consecuencia, el avance de la región en este aspecto tiene el potencial de contribuir para el desarrollo de la operación transfronteriza, aunque exista espacio para que se reduzca aún más los plazos de difusión.

Respecto al **modo de difusión** de la información relevante, comparativamente al escenario anterior, verificase un avance en la región por medio de la disminución (más de 50%) en el número de mercados que utiliza periódicos para tal finalidad.

Sin embargo, en la mayoría de las bolsas, así como mapeado anteriormente, aún es relativamente baja la adopción de un **estándar para difusión** de la información relevante; cerca de 40% de los mercados utilizan formatos estándares locales.

La lectura de una información en diferentes estándares representa un costo adicional al inversor, pudiendo inhibir la operación transfronteriza. La adopción de formatos locales no contribuye necesariamente a facilitar la interpretación por la parte del inversor.

Respecto al **idioma de difusión**, todos los mercados divulgan informaciones relevantes en español. Ese aspecto ciertamente desempeña un rol de facilitar la operación transfronteriza. Los países que publican, adicionalmente, informaciones en inglés disfrutan aún de una ventaja competitiva frente a los demás, mismo si la motivación tenga carácter local y no objective necesariamente el incremento de flujos de recursos internacionales.

Se observa que los **canales de difusión** más usuales son los sistemas del regulador y de la bolsa, que administran los sistemas de información relevante. Se verifica un aumento de la utilización del sitio web del regulador, de la bolsa y del propio emisor como canal de difusión de información relevante, volviendo el proceso aún más ágil y de mayor alcance.

La posibilidad de integración con las diferentes fuentes de información permanece siendo un factor positivo en la integración entre los mercados de la región, sobre todo si se considera los avances tecnológicos de la última década que contribuyen para el proceso de obtención y compartimento de informaciones en tiempo real.

El cuadro actualizado de inhibidores y facilitadores de difusión de información relevante es presentado a seguir.

Cuadro 17: Información Relevante en el Estudio de 2024.

Información Relevante (2024)	
<i>Inhibidores</i>	<i>Facilitadores</i>

Estándar de difusión	Plazo de difusión Modo de difusión Idioma de difusión Canales de difusión
----------------------	--

2. INFORMACIÓN PERIÓDICA

En la investigación anterior, respecto a la divulgación de información periódica por los emisores, se identificaron los siguientes elementos como inhibidores y facilitadores de la operación transfronteriza:

Cuadro 18: Información Periódica en el Estudio de 2015.

Información Periódica (2015)	
<i>Inhibidores</i>	<i>Facilitadores</i>
Información de emisoras locales y extranjeras	Estados financieros NIIF Fecha de cierre anual

Así como anteriormente, la reglamentación no exige que las emisoras remitan la **información periódica en otra moneda además de la de curso legal**. Vale notar que, en algunos mercados, la moneda de curso legal es el dólar americano. Así, las emisoras extranjeras usualmente remiten la información periódica expresada en la moneda de curso legal en el país de origen (*primary listing*).

Observamos que casi la totalidad de los mercados utilizan el estándar contable NIIF para divulgación de los estados financieros, aspecto que ya se mostraba verdadero en la investigación anterior y que constituye un elemento facilitador de la integración regional.

La **fecha de cierre de ejercicio económico** anual ocurre en *31 de diciembre* en más de 80% de los mercados de FIAB. En este punto se identifica una evolución positiva en relación con el escenario anterior. La investigación precedente indicaba un pequeño porcentual (cerca de 10%) de mercados donde no había reglas específicas para definir el cierre del ejercicio económico al paso que, actualmente, todos los mercados poseen reglamento que lo define, aunque que, en algunos casos, como anteriormente, se presenten como fechas variables conforme el tipo de actividad.

Asimismo, se concluye que, en términos del mapeo de inhibidores y facilitadores, no hubo cambio respecto a la difusión de información periódica y que el cuadro a seguir reproduce el anterior.

Cuadro 19: Información Periódica en el Estudio de 2024.

Información Periódica (2024)	
<i>Inhibidores</i>	<i>Facilitadores</i>
Información de emisoras locales y extranjeras	Estados financieros NIIF Fecha de cierre anual

3. RECEPCIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN

En la investigación anterior, respecto a la recepción y difusión de la información, se identificaron los siguientes elementos como inhibidores y facilitadores de la operación transfronteriza:

Cuadro 20: Recepción y Difusión de Información en el Estudio de 2015.

Recepción y Difusión de Información (2015)	
<i>Inhibidores</i>	<i>Facilitadores</i>

Verificación manual de la información Utilización de medio físico (papel)	Utilización de formato estándar
--	---------------------------------

Observamos que todavía es más frecuente que se haga una verificación manual entre la **recepción de las informaciones y su difusión**. La verificación manual de informaciones antes de su remisión tiene el potencial de crear un desfase entre que la información está disponible y ser efectivamente transmitida, además de estar sujeta a errores operacionales. En este sentido, se considera mejor práctica la adopción del concepto de *Straight Through Processing* (STP) entre la generación de la información y su transmisión.

La mayoría de los mercados aún adopta procesos manuales de revisión de la información recibida de los emisores. Sin embargo, en la revisión actual es posible observar una evolución en la región en la medida que el empleo de filtros automáticos de verificación creció significativamente con relación al escenario anterior, representando actualmente cerca de 50% de los mercados analizados frente a 20% anteriormente.

Respecto al **formato de recepción y difusión** de la información, el formato más usualmente empleado en los mercados permanece siendo el medio digital. Sin embargo, se observa un avance en la región en la medida que hubo una disminución de los mercados que adoptan medio físico (papel) tanto para recibir, como para remitir informaciones. y, paralelamente, un aumento del uso del estándar internacional XBRL¹⁰.

Resulta que el formato de difusión deja de figurar como un inhibidor a la integración de los mercados, una vez que el desfase temporal inherente a la utilización de medios físicos para recepción y difusión de la información. La adopción del **estándar internacional XBRL** para recibir y/o enviar informaciones relevantes y periódicas también creció en la región, profundizando su potencial de contribución a la integración regional.

El cuadro abajo ilustra el avance de la región en términos de la forma de recepción y difusión de informaciones de los emisores. Nótese que el inhibidor apuntado aparece con menos fuerza una vez que creció el número de mercados a utilizar filtros automáticos de verificación.

Cuadro 21: Recepción y Difusión de Información en el Estudio de 2024.

Recepción y Difusión de Información (2024)	
Inhibidores	Facilitadores
Verificación manual de la información	Utilización de formato digitales y no físicos y de estándares internacionales

4. VOTO EN ASAMBLEA

En la investigación anterior, respecto ejercicio de derechos políticos por medio de **voto en asamblea**, se identificaron los siguientes elementos como inhibidores y facilitadores de la operación transfronteriza:

Cuadro 22: Voto en Asamblea en el Estudio de 2015.

¹⁰ Conocido por su sigla XBRL el *Extensible Business Reporting Language* (lenguaje extensible de informes de negocios) fue criado para simplificar la automatización del intercambio de información financiera por medio de la adopción de un formato estándar con el que la información financiera se distribuye digitalmente entre los diferentes proveedores y consumidores. Su estructura es formada a partir de la definición de taxonomías que describen los datos a reportar, el formato y la estructura que estos tienen, así como las relaciones entre dichos datos. Técnicamente estas taxonomías son esquemas XML. Por otro lado, los datos que queremos reportar, es decir los hechos económicos de una entidad y un período temporal concreto, son representados mediante lo que llamamos informes XBRL que técnicamente son archivos XML.

Voto en Asamblea (2015)	
Inhibidores	Facilitadores
Ausencia de marco legal Forma de divulgación de informaciones (papel)	

Respecto a las reglas sobre el contenido de las informaciones (y documentos) que deben ser enviadas a los inversores para que voten en asambleas, así como el plazo para envío de las referidas informaciones, observamos que, en la mayoría de los casos, existe una normativa correspondiente a cargo del regulador. Anteriormente, se había identificado una gran diversidad en la región con la presencia de diferentes instancias legales a dictar las referidas reglas y varios casos donde no se tenía un marco legal o reglamentario sobre la materia. En este aspecto es posible identificar una evolución en la región en la medida que se verifica, actualmente, que la mayoría de los países cuenta con un marco legal.

Sin embargo, se decide por mantener este aspecto como un inhibidor puesto que aún 25% de los mercados analizados no cuentan con una regla clara respecto al tema.

Las informaciones y documentos son puestos a disposición de los inversores mayoritariamente (en cerca de 70% de los casos) por medio de la página web de la bolsa y/o del propio emisor. Comparativamente al análisis anterior, verificamos una evolución positiva en la región puesto que hubo una reducción significativa (alrededor de 50%) en el número de mercados que utilizan formato físico (papel) en detrimento de formatos digitales. El cuadro abajo muestra el avance de la región en el tema de voto en asamblea.

Un inhibidor identificado en el análisis actual es la relativa baja reglamentación del voto por procuración (40%) y de las asambleas remotas (60%).

Cuadro 23: Voto en Asamblea en el Estudio de 2024.

Voto en Asamblea (2024)	
Inhibidores	Facilitadores
Ausencia de marco legal Voto por procuración y asambleas remotas aún poco reglamentadas	Forma de divulgación de informaciones (digital)

5. EVENTOS

El estudio anterior, respecto a los **eventos** deliberados por los emisores, se identificaron los siguientes elementos como inhibidores y facilitadores de la operación transfronteriza:

Cuadro 24: Eventos en el Estudio de 2015.

Eventos (2015)	
Inhibidores	Facilitadores
Descentralización de la información Ausencia de estándar	Bolsa como administrador del sistema de información Fechas importantes

El manejo de las informaciones relativas a los eventos deliberados por los emisores es considerado un desafío para el flujo operativo transfronterizo.

Anteriormente, se habían identificado casos donde la información es administrada y publicada de manera descentralizada directamente por la compañía. En la presente investigación, se observa que, a pesar de que,

en la mayoría de los mercados, tanto el regulador como la bolsa siguen actuando como administradores del sistema de información de eventos, hubo un aumento del número de mercados donde la información es administrada también de manera descentralizada directamente a partir de los emisores. Sin embargo, se observa redundancia entre la divulgación directa por parte de la compañía y los sistemas administrados por el regulador y las bolsas. El resultado es una **mayor diversificación de las formas de divulgación de los eventos**, contribuyendo así para la ampliación de su alcance.

Con relación al **modo de difusión** de la información, el sitio web es la modalidad que ha avanzado más significativamente desde el estudio anterior. Sin embargo, vale mencionar que el número de mercados que utilizan periódicos como modo de difundir las informaciones permanece estable, aunque en ningún mercado este sea el único medio de difusión. Nuevamente, se observa redundancia en los medios de divulgación de informaciones.

Respecto a las **fechas informadas** relativas a los eventos, se observa que, así como anteriormente, las fechas relevantes son informadas en casi la totalidad de los mercados. Ese aspecto contribuye para facilitar la integración transfronteriza una vez que garantiza igualdad de tratamiento de los inversores respecto a los derechos que les son atribuidos por la propiedad de los valores.

Así como anteriormente, la mayoría de los mercados aún no utilizan un **estándar para remisión de informaciones** sobre eventos, lo que justifica mantener este aspecto como un inhibidor al desarrollo de las operaciones transfronterizas. Sin embargo, es importante destacar que el porcentual de mercados donde se ha adoptado un estándar prácticamente duplicó comparativamente a los resultados anteriores.

El cuadro abajo muestra el avance de la región en el tema de eventos deliberados por los emisores. Vale destacar que el inhibidor identificado aparece con menos fuerza una vez que creció el número de mercados a adoptar estándares.

Cuadro 25: Eventos en el Estudio de 2024.

Eventos (2024)	
<i>Inhibidores</i>	<i>Facilitadores</i>
Ausencia de estándar	Redundancia de mecanismos de divulgación de informaciones – regulador, bolsa y emisores Fechas importantes

6. ADOPCIÓN DE MEJORES PRÁCTICAS

Comparativamente a la investigación anterior, se observa que los mercados han avanzado poco con relación a la adopción de mejores prácticas voluntarias de divulgación de informaciones. En la gran mayoría de los mercados, no hay obligación de divulgación de agenda de eventos y no se contempla, en las bolsas de la región, reconocimientos formales de las compañías por la adopción de buenas prácticas en términos de divulgación de información. Igualmente, en la casi totalidad de los mercados de la FIAB, no se han desarrollado índices relacionados a la adopción de buenas prácticas de revelación de información, aunque se observen, en algunos mercados, índices relacionados al buen gobierno corporativo en general.

X. V - RECOMENDACIÓN DE ESTÁNDAR MÍNIMO DE CALIDAD DE LA INFORMACIÓN

De acuerdo con la referencia actual de mejores prácticas en términos de revelación de informaciones relevantes y periódicas, un estándar mínimo de difusión debe asegurar, respecto de las informaciones:

- **La veracidad** – debe haber incentivos adecuados y suficientes para que las compañías no divulguen informaciones falsas o erróneas que pudieran inducir el inversor a tomar decisiones contrarias a sus intereses;
- **La oportunidad** – la difusión de la información debe ocurrir con base en el principio de “tan pronto como sea posible” de manera que la información esté disponible en el momento oportuno de toma de decisión y no después, cuando ya no es útil;
- **La accesibilidad** - la información debe ser difundida de manera amplia e irrestricta a todos los accionistas por mecanismos que permitan el acceso rápido y a un costo marginal mínimo para el inversor. Además, la información deberá ser accesible también en el sentido de ser fácilmente comprensible para inversores en general.
- **La comparabilidad** – la información debe tener formato y características generales que permitan su comparación entre los diferentes mercados

El cuadro presentado en la secuencia sintetiza **recomendaciones** que deben contribuir para desarrollar un **estándar mínimo** de calidad de la información entre las bolsas de la región.

Cuadro 26: Estándar Mínimo para Divulgación de Información.

Tema	Subtema	Recomendaciones
Información relevante	Obligatoriedad de informar	▪ El mercado debe contar con reglas claras sobre la obligatoriedad de revelación de informaciones relevantes. ▪ La bolsa y/o el regulador del mercado de valores debe mantener mecanismos de <i>enforcement</i> de la obligatoriedad de informar.
	Plazo de difusión	▪ La compañía debe divulgar informaciones relevantes inmediatamente o “lo más pronto posible”, pero en plazo inferior a 24h
	Canales de difusión	▪ La bolsa deberá amparar la divulgación de las informaciones relevantes de todos los emisores. ▪ La divulgación formal de la información debe ser hecha de manera centralizada, por la bolsa o por el regulador, por un canal que sea considerado oficial. ▪ La replicación de la información divulgada oficialmente por otros canales (<i>website</i> de la bolsa/ compañía o canales de comunicación de los custodios) es deseable desde que se asegure la consistencia con la información oficial divulgada.
	Idioma	▪ Si el enfoque de las operaciones transfronterizas pretende englobar otros países fuera de la región, la información relevante deberá ser traducida al inglés.
	Simultaneidad y contenido idéntico	▪ En caso de compañías listadas en más de un mercado, se debe asegurar que la información divulgada tenga exactamente el mismo contenido y sea publicada de manera que los inversores tengan acceso a ésta de forma simultánea ▪ Los mercados deben tener reglas que cubran el sigilo de las informaciones y el tratamiento de informaciones privilegiadas, debiendo haber previsión de penalización en caso de fallas de conductas relacionadas.
Información periódica	Estados financieros	▪ Para la divulgación de sus estados financieros las compañías deben adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
	Fecha de cierre anual	▪ La fecha de cierre de ejercicio económico anual debe ser establecida en 31 de diciembre, debiéndose evitar múltiples fechas de cierre. ▪ En el caso de no estar establecida en la ley u otra reglamentación, las bolsas deben buscar convergencia para esta fecha, aunque sea como práctica de mercado

	Simultaneidad y contenido idéntico	▪ En caso de compañías listadas en más de un mercado, se debe asegurar que la información divulgada tenga exactamente el mismo contenido y sea publicada de manera que los inversores tengan acceso a ésta de forma simultánea ▪ En caso de compañías listadas en más de un mercado, se debe asegurar que la información divulgada tenga exactamente el mismo contenido y sea publicada de manera que los inversores tengan acceso a ésta de forma simultánea ▪ El mismo concepto se aplica a informaciones divulgadas por diferentes canales de difusión ▪ Los mercados deben tener reglas que cubran el sigilo de las informaciones y el tratamiento de informaciones privilegiadas, debiendo haber previsión de penalización en caso de fallas de conductas relacionadas.
Recepción y difusión de la información	Formato	▪ Las compañías deben adoptar el formato digital para informaciones relevantes o periódicas, pudiendo ser enviada por medio de archivo o mensaje XML. ▪ Las bolsas que manejan el sistema de informaciones relevantes y periódicas deben buscar adoptar progresivamente el estándar XBRL para recepción y remisión de la información.
Voto en Asamblea	Marco legal o reglamentar	▪ En el caso de no estar establecida en la ley / reglamentación, las bolsas deben buscar fijar reglas (autorregulación) respecto al contenido de las informaciones y documentos enviados a los inversores para voto en asamblea.
	Voto y asambleas remotas	▪ Los mercados deben buscar reglamentar e implementar asambleas remotas, así como mecanismos de votación remota, considerando el avance de la era digital.
Eventos deliberados por los emisores	Centralización de la información	▪ Informaciones relativas a los eventos debe ser centralizada en la bolsa u otro órgano de forma que el inversor no necesite buscar informaciones en diferentes fuentes.
	Bolsa como administradora del sistema	▪ Donde no hay determinación legal o reglamentar contraria, la bolsa debe buscar establecerse como administradora del sistema de información de eventos.
	Fechas informadas	▪ Las compañías deben informar necesariamente las fechas de asignación del derecho, la fecha de pago, el plazo para ejercicio de derechos voluntarios y la fecha de pago.
	Adopción del estándar XBRL	▪ Las bolsas deben buscar la adopción progresiva del estándar XBRL para remisión de informaciones sobre eventos corporativos.
Fallas de conducta	Existencia y veracidad de la información	▪ Caso no esté establecido por ley u otra reglamentación, las bolsas deben buscar definir en reglamento propio (autorregulación) que fallas en la remisión de información y penalidades o remisión de información falsa, errónea, confusa, incompleta e insuficiente deben engendrar en la suspensión o la cancelación de la cotización de valores en bolsa

XI. VI - CONCLUSIONES

Con base en los estándares de la IOSCO respecto a la divulgación de informaciones relevantes y periódicas y en el diagnóstico regional actualizado en el ámbito del presente trabajo, observamos que el grado de adherencia de los mercados miembro de la FIAB es razonablemente elevado en la mayoría de los aspectos evaluados y que hubo una evolución con respecto a la investigación hecha anteriormente, sobre todo, en aspectos que involucran la inserción de los mercados en la era digital.

Una de las conclusiones del estudio anterior que se mantiene es que, aunque buenas prácticas de divulgación sean empleadas en grande parte de los mercados, no hay un enfoque claro en el sentido de desarrollar la inversión transfronteriza, la perspectiva privilegiada permaneciendo la del inversor local. De una manera general, resulta que las informaciones son generadas y difundidas por mecanismos que aseguran su oportunidad y acceso eficiente a los inversores locales, pero no necesariamente a los inversores extranjeros.

Asimismo, algunos aspectos analizados reflejan una evolución de los mercados en el sentido de aumentar a simetría de informaciones entre los diferentes tipos de inversores. En este sentido, se destacan:

- La reducción de los plazos de divulgación de informaciones en general, relevantes, periódicas y relativas a eventos;
- La redundancia entre las formas de difusión de informaciones entre diferentes fuentes (regulador, bolsa y emisores) con creciente participación de plataformas web; aún que haga una fuente oficial y centralizada, la “descentralización positiva” de manifiesta en una parcela importante de los mercados; y
- La adopción creciente de mecanismos de interacción digital entre los emisores e inversores sea por medio de remisión de información en este formato, sea por medio de la ampliación de las oportunidades de ejercicio de derechos políticos en asambleas realizadas de manera remota y donde es permitido el voto remoto.

Las bolsas de la región tuvieron un rol importante en el desarrollo de los aspectos mencionados.

El aspecto que aún merece atención por la parte de los mercados de la región es la necesidad de mayor estandarización de las informaciones difundidas. La adopción de estándares mínimos tiene el potencial de atraer inversiones transfronterizas en la medida que este tiene más facilidad de comprender, analizar y comparar el desempeño de compañías establecidas en diferentes jurisdicciones. La adopción de estándares, además de la seguridad jurídica y a la confianza que transmite al inversor, trae una ventaja bastante concreta al ampliar las posibilidades de integración con los sistemas de los custodios locales, así reduciendo el desfase con que el inversor no residente tiene acceso a la información.

Es importante mencionar también que, si es verdad que, en términos regionales, hubo un avance en el tema de la calidad de la información divulgada por los emisores, aún existen mercados en la región donde la base legal y reglamentar es insuficiente del punto de vista de los estándares internacionales. Los principales aspectos que necesitan atención son la inexistencia de base legal o reglamentar que cubran determinados aspectos, la demasiada confiabilidad en prácticas de mercado, la adopción de plazos demasiado largos y formatos físicos para remisión de información.

Observamos, por fin, que se ha revisado el estándar mínimo sugerido de manera que constituya una base referencia para los miembros de la FIAB y su adopción por las bolsas es voluntaria.

XII. VII - BIBLIOGRAFÍA

- *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, Oct/2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>.
- *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, Feb/2010, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>

I – EMISORES Y EMISIONES

C - REGLAS DE COLOCACIÓN

PRIMARIA Y ESTANDARIZACIÓN

DE VALORES DE RENTA FIJA



I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del capítulo es:

- V. Actualizar los principios y estándares internacionales para divulgación de informaciones relativas a la colocación transfronteriza¹¹ de valores de renta variable y renta fija;
- VI. Revisar el diagnóstico regional sobre las reglas de colocación primaria de valores en los mercados de la FIAB y sobre el nivel actual de estandarización de los títulos de renta fija, así como un análisis comparativo con relación al diagnóstico anterior;
- VII. Identificar los factores que permanecen siendo inhibidores en el contexto de la integración transfronteriza; y
- VIII. Presentar recomendaciones de estándares para colocación primaria de valores y para emisiones de valores de renta fija que sirvan de referencia para los miembros de la FIAB.

Los **principios y estándares internacionales** divulgación de informaciones relativas a la colocación primaria de valores, utilizamos como referencia los siguientes documento publicados por la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), respectivamente para renta variable y renta fija: (i) *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, publicado en 1998 y (ii) *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, publicado en 2007.

El **diagnóstico regional de las reglas de colocación** analiza las reglas aplicables al prospecto de divulgación de la oferta y, también, aspectos relacionados al proceso de colocación como el registro de la oferta, los plazos de colocación, la posibilidad de oferta parcial o adicional, la existencia de derechos de preferencia, la modalidad de definición de precio (*pricing*) utilizada, la existencia de mecanismos de estabilización, la negociación secundaria y la liquidación de la oferta.

Los factores que asumen el **rol de inhibidor en el contexto de la integración transfronteriza** toma por base en las características del proceso operativo de colocación primaria de los valores que puede tornar la participación del inversor extranjero más costosa y/o riesgosa.

Por fin, las **recomendaciones de estándares** para colocación primaria de valores en la región consideran la evolución regional frente a los elementos analizados anteriormente.

XIII. II – ESTÁNDARES PARA DIVULGACIÓN DE INFORMACIONES RELATIVAS A LA COLOCACIÓN DE VALORES

La motivación de la IOSCO para desarrollar *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers* y *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers* fue de asegurar la divulgación de informaciones completas, estandarizadas y comparables que van más allá de las informaciones financieras de manera a facilitar las ofertas transfronteriza de valores y mantener un nivel adecuado de protección del inversor.

¹¹ La IOSCO considera una oferta como transfronteriza cuando direccionada aun o más países que no el país de origen del emisor.

A pesar de tratarse de conjuntos distintos de recomendaciones y estándares, los documentos de IOSCO versan básicamente sobre los mismos puntos y el contenido de la información no sufre cambios relevantes entre los mercados de renta variable y renta fija.

El cuadro abajo sintetiza los estándares, que se aplican a los documentos de divulgación de la oferta como el prospecto, la escritura o contrato de emisión, el aviso al mercado y declaraciones de registro.

Cuadro 27: Principios para la Divulgación de Información en Ofertas Transfronterizas.

Principios para la Divulgación de Información en Ofertas Transfronterizas (1/3)	
Principio	Descriptivo
A. Identidad de los Ejecutivos y Asesores	<i>El emisor debe fornecer el nombre, dirección y función de los principales ejecutivos de la compañía, así como de los asesores financieros y legales y de la firma de auditoría que le prestan servicios.</i>
B. Características de la Oferta	
B1. Datos básicos de la Oferta	<i>El emisor deberá fornecer informaciones detalladas sobre la oferta, en particular:</i> ▪ <i>el monto total que está siendo ofertado;</i> ▪ <i>el número de valores que se espera emitir;</i> ▪ <i>el precio al cual se espera colocar los valores (incluso el método para la determinación de este precio);</i> ▪ <i>los vendedores de la oferta, así como la cantidad ofertada por cada uno;</i> ▪ <i>tipo y clase del valor ofertado (escriturales o al portador);</i> ▪ <i>derechos vinculados a los valores ofertados, incluso de voto;</i> ▪ <i>los derechos de preferencia, si existentes, y su precio de suscripción;</i> ▪ <i>histórico de precios (en caso de oferta secundaria);</i> <i>El cronograma debe contener al menos las siguientes informaciones:</i> ▪ <i>el plazo por el cual la oferta estará abierta para suscripción por los inversores, incluso si el plazo puede ser extendido o encortado;</i> ▪ <i>la fecha límite (y el método) para que los suscriptores hagan el pago los valores y tengan los valores depositados a su favor (entrega de los valore suscriptos);</i> ▪ <i>en caso de haber derechos de preferencia, el plazo y procedimientos de suscripción además de informaciones sobre su negociabilidad y tratamiento de derechos no suscriptos;</i> ▪ <i>la fecha y la manera y como el resultado de la oferta será divulgado al público.</i> <i>Para instrumentos de deuda, el emisor también deberá fornecer otras informaciones que sean relevantes para el inversor tales como:</i> ▪ <i>interés y cualquier otro tipo de pago que incida sobre los títulos;</i> ▪ <i>la fecha de madurez;</i> ▪ <i>provisiones relativas al su rescate, amortización y vencimiento, y iv) la moneda en el cual se harán los pagos;</i> ▪ <i>la existencia de valores subordinados a otros cuyos derechos difieren;</i> ▪ <i>el agente de pago.</i>
B2. Plan of Distribución	<i>El emisor deberá identificar:</i> ▪ <i>la institución coordinadora de la oferta (underwriters);</i> ▪ <i>si la oferta es en firme, con garantía o a mejores esfuerzos;</i> ▪ <i>si la oferta es local o global y la cantidad asignada a cada tramo;</i> ▪ <i>si alguien del cuerpo ejecutivo de la compañía tiene la intención de suscribir en la oferta o si alguien pretende hacerlo en más de 5% de la cantidad ofertada;</i> ▪ <i>él(los) grupo(s) de inversor(es) objeto de la oferta;</i> ▪ <i>si hay posibilidad de hacer oferta adicional (over allotment o green shoe) y de cuánto;</i> ▪ <i>si habrá oferta de otros valores que no por medio del coordinador;</i> ▪ <i>si cualquier underwriter tiene alguna relación material con la compañía y la naturaleza de tal relación.</i>
B3. Mercados y ley aplicable	<i>El emisor deberá identificar todas las bolsas en las cuales los valores ofertados son negociados y/o listados. Se deberá identificar también la legislación aplicable en cada uno de estos mercados.</i>
B4. Dilución	<i>El emisor deberá informar el valor y el porcentual de dilución del capital resultante de la oferta. In caso de haber oferta preferencial aquellos que ya son detenedores de valores similares, se debe indicar el valor y el porcentual de dilución del capital caso ellos no suscriban a la oferta.</i>

C. Informaciones sobre la compañía	
C1. Informaciones generales	- Historia y desarrollo de la compañía incluyendo: su identificación y domicilio legal, fecha de incorporación, importantes eventos en su trayectoria, principales gastos y eventuales ofertas de adquisición recientes. - Descripción del negocio incluyendo: la naturaleza de su operación y principales actividades, principales productos y servicios y perspectivas de desarrollo de nuevos productos o líneas de negocio (informaciones públicas), su posición en relación con los principales competidores y existencia de estacionalidad, canales de marketing utilizados y el grado de dependencia a patentes y licencias industriales. - Estructura organizacional incluyendo: si es parte de un grupo y el listado de las principales subsidiarias. - Activos, propiedades y equipamientos.
C2. Informaciones financieras, operaciones financieras y perspectivas	El emisor debe fornecer explicaciones sobre su situación financiera, los cambios que se han pasado, los resultados de operaciones financieras realizadas en el periodo cubierto por los estados financieros, así como la evaluación de los ejecutivos sobre los factores que pueden impactar sus finanzas y sus resultados en el futuro. Las explicaciones deben cubrir, al menos, los siguientes aspectos: i) resultados operativos, ii) fuentes de liquidez y recursos de capital de corto y largo plazos, iii) Pesquisa y Desarrollo (P&D), patentes y licencias, y iv) tendencias de desarrollo en el mercado que actúa.
C3. Informaciones corporativas	El emisor debe divulgar informaciones sobre: i) la política de remuneración de los ejecutivos, ii) la composición y mandato del directorio y comités de auditoría, riesgos y remuneración y iii) el número de empleados y su evolución temporal.
C4. Principales accionistas y transacciones entre partes relacionadas	El emisor debe divulgar la identidad de sus principales accionistas (detenedores de más de 5% del capital votantes), indicar eventuales diferencias en los derechos de voto y describir cualquier arreglo de su conocimiento que pueda implicar en cambios en el control de la compañía. El emisor también debe informar, para los últimos 3 años, las operaciones o préstamo involucrando: i) empresas que directa o indirectamente sean controladoras o controladas de la compañía, ii) asociados y iii) ejecutivos llave (y familiares) con rol activo sobre el planeamiento y el control de actividades de la compañía.
C4. Informaciones adicionales	Informaciones adicionales deben ser divulgadas por el emisor respecto a: i) la composición del capital (valores autorizados a emisión, valores emitidos, valores en poder del público, por ejemplo; ii) os Estatutos; iii) contratos relevantes; iv) legislación y reglamentación relativa a entradas y salidas de recursos del país, pago de dividendos, interés y otros flujos financieros para no residentes; v) Información tributaria; y vi) procedimientos y cronograma de pago de dividendos.

XIV. III - DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO REGIONAL DE LOS ESTANDÁRES RECOMENDADOS

En esta sección presentamos un diagnóstico a respecto de las reglas de colocación primaria y estandarización para títulos de renta fija privada en los mercados de FIAB. El diagnóstico incorpora una evaluación evolutiva respecto al análisis anterior.

La metodología empleada para obtener el diagnóstico sobre las prácticas en términos de divulgación de información en las bolsas miembro fue la aplicación de un cuestionario cuyos tópicos analizados fueron los siguientes:

REGLAS DE COLOCACIÓN PRIMARIA

1. Características generales
 - a. Plazo de colocación
 - b. Tipos de colocación
 - c. Oferta parcial y oferta adicional
 - d. Suspensión de oferta
 - e. Derecho de preferencia
2. Registro de la oferta

3. Prospecto
4. Participantes de la oferta
5. Divulgación de la oferta
6. *Pricing*
7. Mecanismos de estabilización
8. Negociación secundaria
9. Infraestructura de post-negociación

ESTANDARIZACIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

1. Marco legal y regulatorio
2. Caracterización
3. Registro
4. Colocación primaria y negociación secundaria

El análisis considera las respuestas de 16 bolsas:

BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), BBV (Bolivia), BCS (Chile), BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVQ (Ecuador), BVG (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVA (Paraguay), BVL (Perú), BVRD (República Dominicana) y BEVSA (Uruguay).

La investigación anterior contó con la participación de 17 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 87,5% de manera que se considera las informaciones suficientes para que se tenga un análisis comparativo confiable.

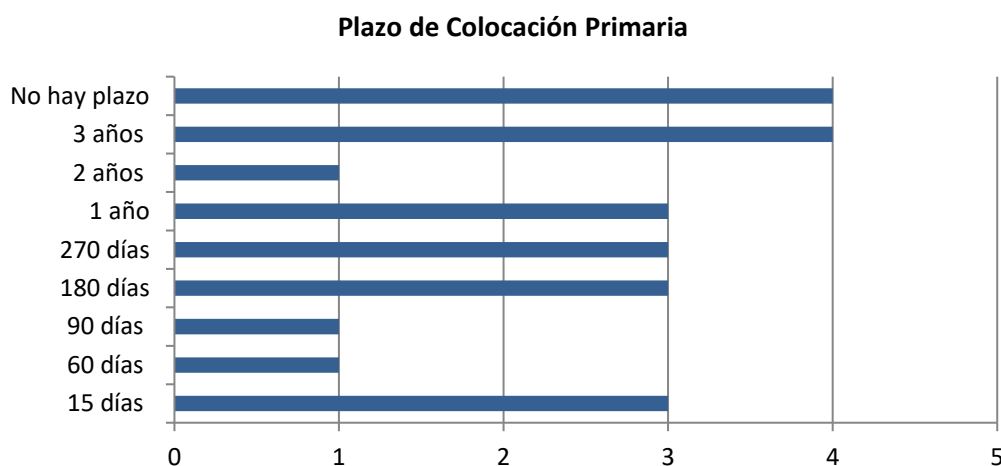
XV. A - REGLAS DE COLOCACIÓN PRIMARIA

1. CARACTERÍSTICAS GENERALES

De una forma general, no se identificaron cambios significativos respecto a las características generales de las reglas de colocación primaria en los mercados de la región, comparativamente al estudio anterior.

Plazo de colocación

El plazo de colocación de ofertas continúa a presentar plazos muy variables, que van de 15 días hasta 3 años.

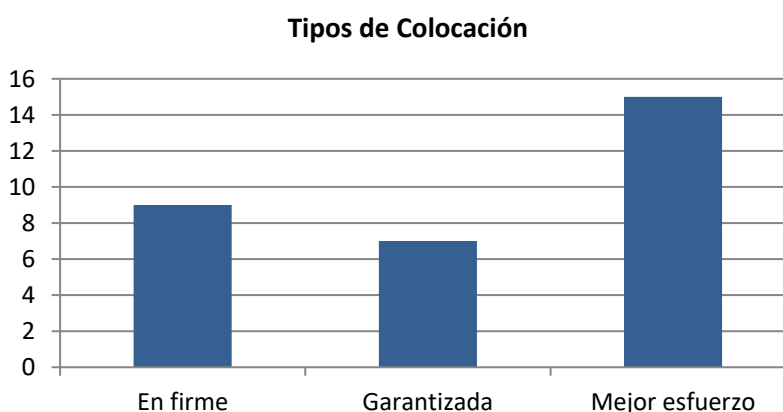


Tipos de colocación

Consideramos colocaciones primarias de 3 (tres) tipos cuanto a la naturaleza de garantía de colocación: en firme, garantizada y al mejor esfuerzo.

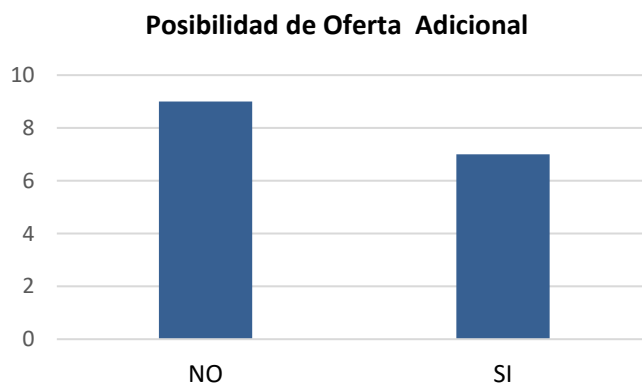
- **Oferta en firme** – el Coordinador adquiere la totalidad de los valores distribuidos desde el inicio y después realiza el trabajo de distribución a los inversores. El Coordinador es quién asume el riesgo de la operación.
- **Oferta garantizada** – el Coordinador se encuentra obligado a adquirir los valores que no fueron adquiridos por los inversores. En este caso también el riesgo de la operación quedase con el Coordinador.
- **Oferta al mejor esfuerzo** - el Coordinador se obliga a realizar su mejor esfuerzo para colocar la totalidad de la emisión, pero no garantiza al emisor los resultados de la operación. El emisor es quién asume de manera integral el riesgo de la operación.

Observase que varios mercados trabajan con las 3 (tres) modalidades de colocaciones primarias, aunque se verifique una preponderancia del empleo de mejores esfuerzos en los mercados de la región. El presente resultado reproduce aquel encontrado en el estudio anterior.



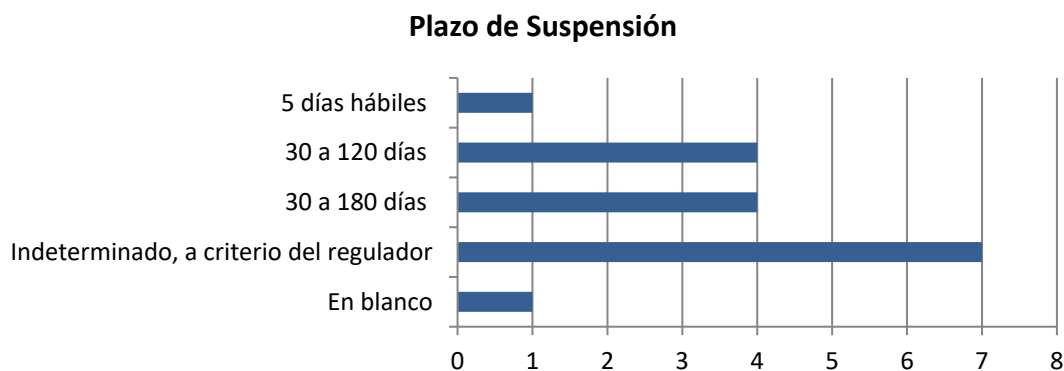
Colocación parcial y posibilidad de oferta / adjudicación adicional

De forma semejante a la investigación anterior, es posible, en general, hacer una oferta parcial de valores. Por otro lado, en la mayoría de los mercados de la región no es posible ofertar una cantidad adicional de valores (sobre la cantidad definida en la oferta de base). En los mercados que admiten adjudicación adicional, el monto adicional está usualmente ligado a la estabilización de precios para ofertas de renta variable.



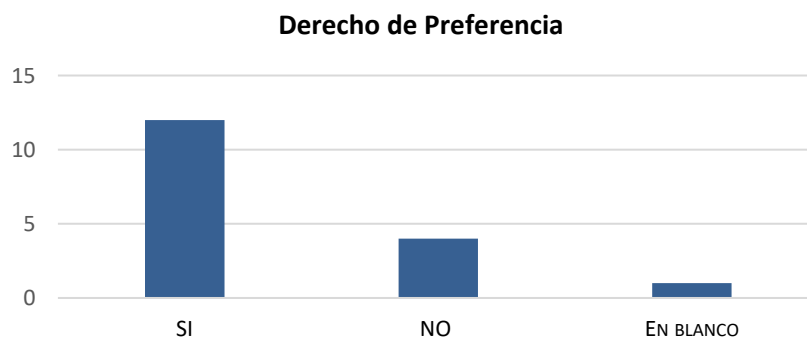
Suspensión de oferta

En todos los mercados analizados, cabe al regulador determinar la eventual suspensión de la oferta. Respecto al plazo de suspensión, el más usual es que sea por tiempo indefinido al criterio del regulador o hasta que subsane la causa de la suspensión.



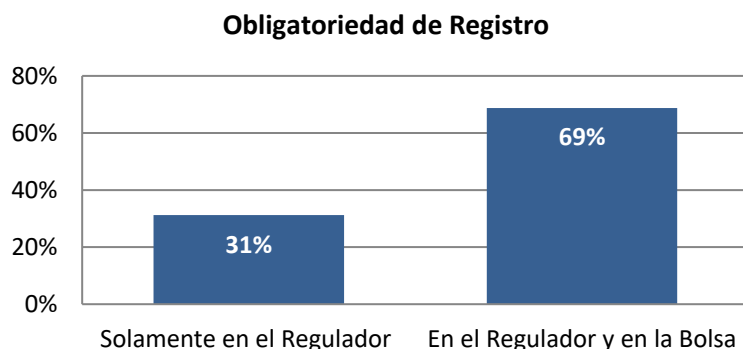
Derecho de preferencia

De los mercados analizados, la mayoría (75%) tiene alguna modalidad de derecho de preferencia. El plazo más común para ejercicio del dicho derecho es de 30 días, pero hay varios casos en que es definido por el emisor en cada emisión.

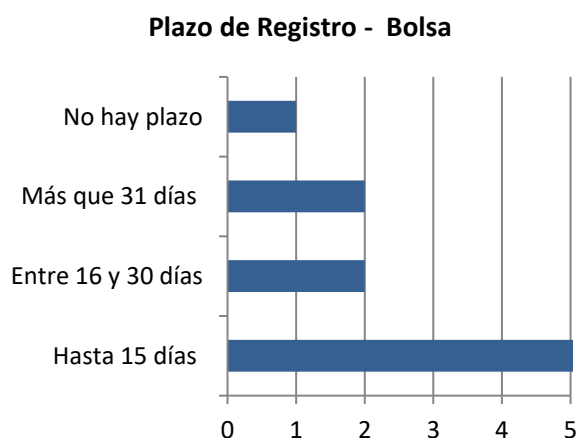
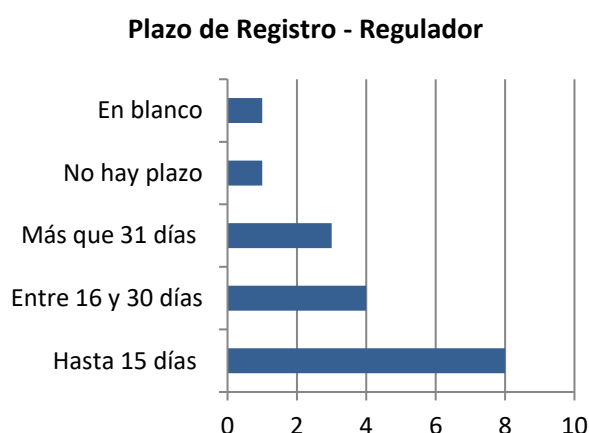


2. REGISTRO DE LA OFERTA

El registro de la oferta en el regulador es obligatorio en todos los mercados investigados. En cerca de 70% de los mercados, frente a 60 % en la investigación anterior, es también obligatorio el registro de la oferta en la bolsa.



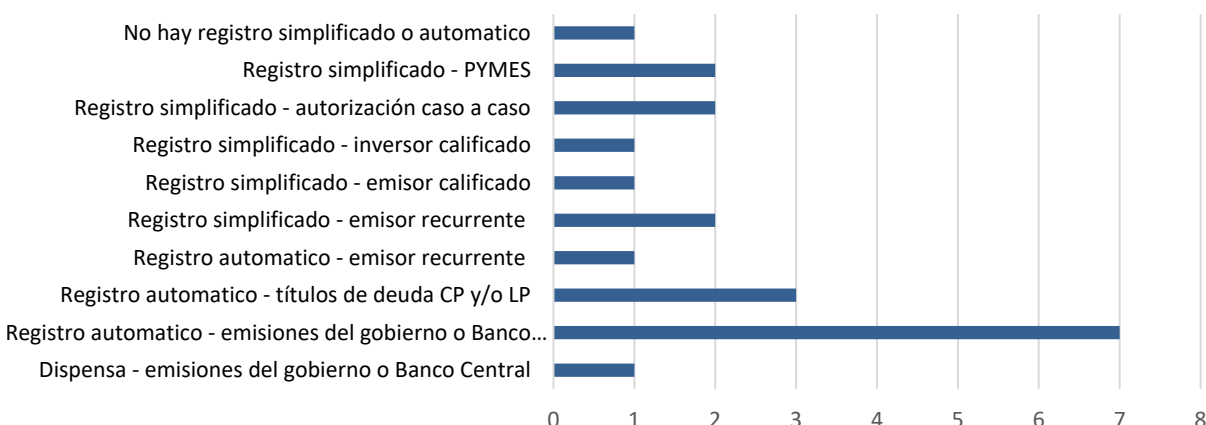
En cuanto a los plazos para que se efectúe el registro observamos que en hasta 30 días el regulador habrá concedido el registro en la mayoría de los mercados. Respecto al registro en la bolsa, se verifica una pequeña evolución comparativamente al estudio anterior, en la medida que los plazos son más convergentes para plazos inferiores a 30 días, así como en el caso del regulador.



Investigamos en los mercados de la región la posibilidad de dispensa de registro o de empleo de procedimientos de registro simplificado o automático.

Aunque la dispensa de registro permanezca siendo excepcional y concentradas en emisiones del gobierno y/o del banco central, se observa un avance significativo en el número de mercados que pasaron a adoptar procedimientos de registro simplificado o automático. Si en la investigación anterior, cerca de 65% de los mercados no contaban con procedimientos de registro automático o simplificado, actualmente cerca de 55% de los mercados utilizan tales mecanismos.

Registro automatico y dispensa de registro para valores negociados en bolsa



Usualmente, la adopción de procedimientos de registro automático está asociado a emisiones del gobierno y/o del banco central. Procedimientos de registro simplificado, a su vez, están asociados a casos de emisores recurrentes, tipos específicos de emisores (PYMES, por ejemplo) o al tipo de inversor al cual es destinada la oferta (inversores calificados).

3. ANUNCIO AL MERCADO Y PROSPECTO (FOLLETO)

El anuncio al mercado y, sobre todo, el prospecto son los materiales por medio de los cuales el emisor divulga la oferta al público buscando atraer el interés del inversor de modo a cumplir con su objetivo de captación de recursos. Son esta óptica, las informaciones contenidas en ellos son esenciales a garantizar la calidad y la transparencia de la oferta.

En general, comparativamente al análisis anterior, se observa una relativa simplificación en el contenido del prospecto y un creciente número de mercados donde es necesario adjuntar informes de calificación de riesgos al prospecto.

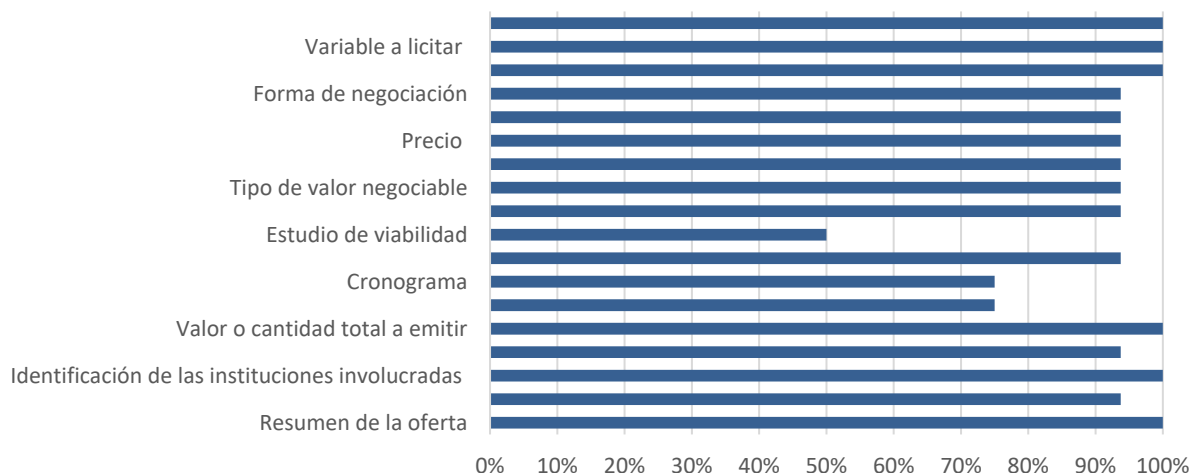
El anuncio al mercado sigue siendo una práctica común a la mayoría de los mercados, aunque muchos de ellos limítense a informar los precios de referencia, las instituciones involucradas y si la oferta es global o no. Informaciones sobre el cronograma de la oferta y la existencia o no de derechos de preferencia es menos usual en este tipo de comunicación. No se identifican cambios con relación al estudio anterior.

Información obligatoria - Anuncio al Mercado



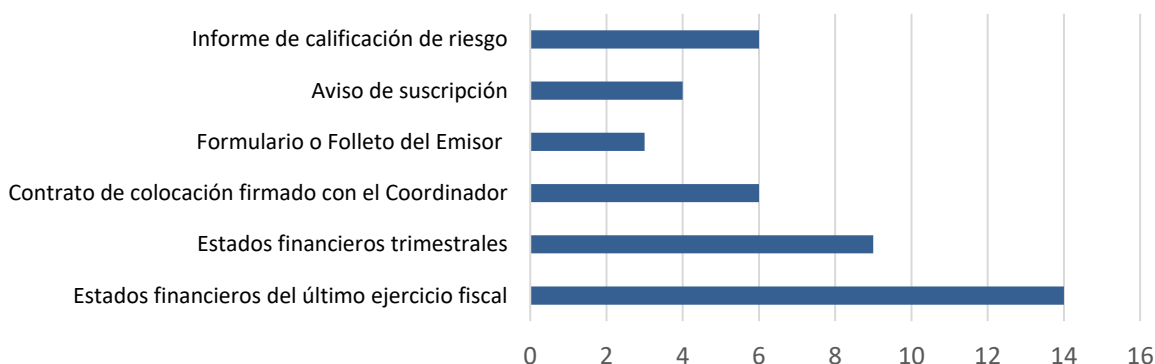
Respecto al prospecto, observase una simplificación respecto a los resultados obtenidos en la investigación anterior. Estudios de viabilidad no son exigidos en varios mercados y la exigencia de divulgación del cronograma también se volvió más flexible.

Información obligatoria en el Prospecto



Sin embargo, con relación a los documentos que deben ser adjuntados al prospecto, se verifica que, además de los estados financieros, que continúan ser una exigencia generalizada, los informes de calificación de riesgos ganaron importancia comparativamente al que se había identificado en el análisis anterior.

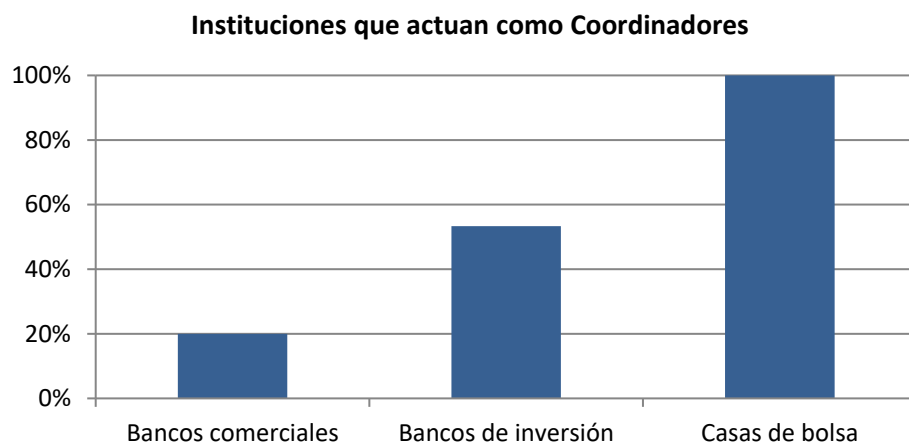
Documentos adjuntos al prospecto



4. PARTICIPANTES DE LA OFERTA

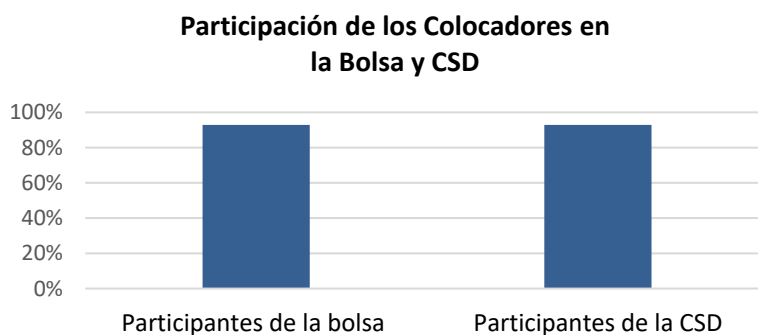
Así como anteriormente, en todos los mercados analizados no hay límites al número de instituciones participantes en la colocación y todas las instituciones que participan de la oferta tienen acceso al mismo material de divulgación.

Igualmente, no se identificaron cambios en la actuación de las instituciones como coordinadores de la oferta: en la mayoría de los mercados, las casas de bolsa concentran la actuación como coordinadores, aunque los bancos de inversión tengan una participación significativa. Este resultado reproduce aquel del análisis anterior.



Para la mayoría de los miembros evaluados, no hay exigencias específicas a la colocación para inversionistas minoristas.

Entre las instituciones que participan de la oferta, casi la totalidad (más de 90%) es participante de la bolsa y del depósito central. En este punto se observa un aumento de la participación comparativamente a la investigación anterior donde el porcentual estaba alrededor de 75%.

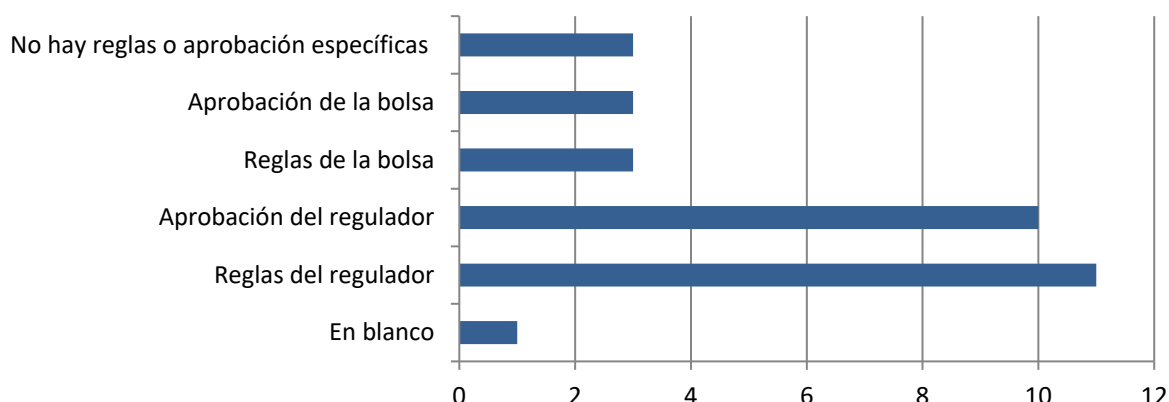


5. DIVULGACIÓN DE LA OFERTA (MATERIAL PUBLICITARIO)

Las reglas acerca del material publicitario utilizado durante la distribución de la oferta a los inversores son emitidas prioritariamente por el regulador.

La participación de las bolsas en el proceso de monitoreo del material publicitario es poco expresiva comparativamente. Los reguladores permanecen siendo los responsables, cuando fuera el caso, por el análisis y aprobación del material de divulgación. No se identificaron cambios relativamente al análisis anterior.

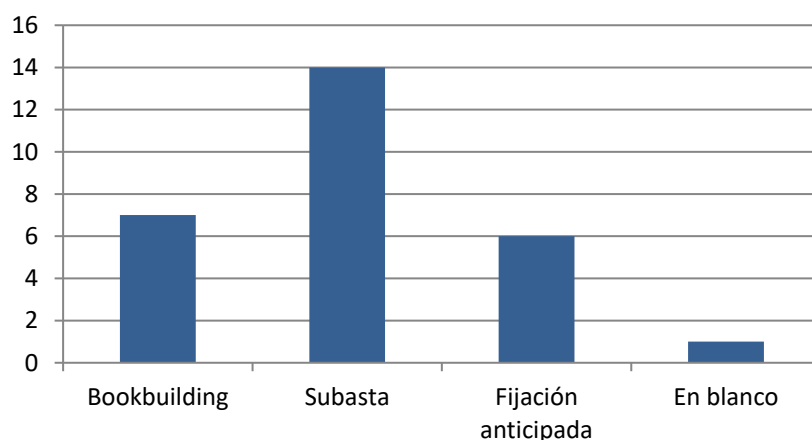
Reglas y aprobación del material publicitario



6. DEFINICIÓN DE PRECIO

Con relación al mecanismo para definición del precio de la oferta, analizamos las modalidades de *bookbuilding*, subasta y fijación anticipada. Comparativamente al estudio anterior, no se verifican cambios respecto a las modalidades de definición de precio y cantidad ofertada y ni tampoco con relación a la participación de las bolsas en el proceso. El mecanismo más utilizado en la región son las subastas y el *bookbuilding* aún aparece como un mecanismo menos utilizado.

Modalidad de Pricing

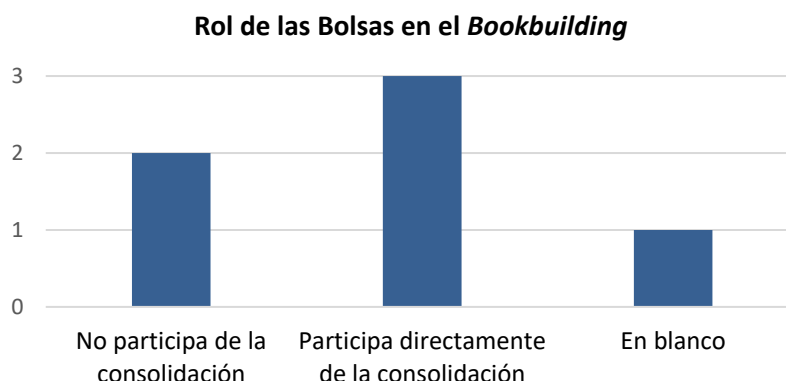


Así como se aclaró anteriormente, el empleo de subastas como mecanismo preponderante está relacionado al tipo de valor más ofertados en los mercados analizados. El mecanismo de *bookbuilding* es más utilizado en ofertas de renta variable, mientras las subastas son más utilizadas en el caso de ofertas de renta fija. Resulta que, en los mercados donde la renta fija es el producto más desarrollado, como es el caso de la región, naturalmente el mecanismo de subastas se destaca como el principal modo de definición de precios de la oferta.

Bookbuilding - características

Respecto a los mercados que utilizan el mecanismo de *bookbuilding*¹², identificamos que usualmente la **definición del precio y de la cantidad asignada** de valores a cada inversor subscriptor es hecha conjuntamente entre el emisor y el Coordinador de la oferta

En los mercados que emplean mecanismos de *bookbuilding*, las bolsas usualmente participan del **proceso de recibimiento y consolidación de los pedidos de suscripción** de los inversores participantes de la oferta, aunque en dos mercados la bolsa no desempeña un rol en este sentido. La mayoría de estos los mercados emplean **reglas de prorrateo** en el caso que la demanda de los inversores sea superior a la cantidad ofertada.



Divulgación del precio y cantidad – *bookbuilding*, subastas y fijación anticipada

La divulgación del precio varía conforme la modalidad:

- ***Bookbuilding*** - la divulgación del precio es hecha después del cierre del libro de ofertas. **Subastas** - prevalece la comunicación por medio de boletín informativo publicado por la Bolsa diariamente, en el sitio web de la bolsa y por medio de avisos de colocación de oferta pública, en periódicos de circulación nacional.
- **Fijación anticipada** - precios figuran en el prospecto y/o en el aviso que indica el inicio de la colocación primaria.

7. MECANISMOS DE ESTABILIZACIÓN DE PRECIO

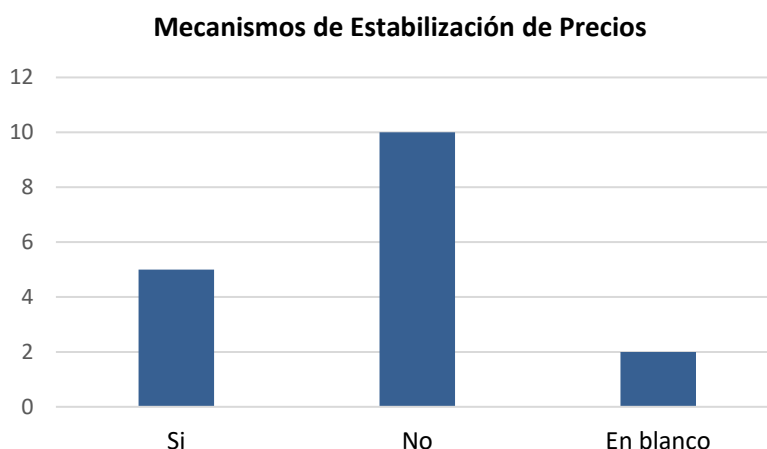
Mecanismos de estabilización de precios son usualmente empleados en colocaciones de valores de renta variable y sirven a contraponer movimientos de variación abrupta de precios cuando el activo empieza a ser negociado en el mercado secundario. Sobre todo, en ofertas iniciales donde no hay un precio de referencia en el mercado, la función de estabilización de mercado es de reconocida relevancia.

El concepto es que una institución del mercado actúe como agente estabilizador recibe una cantidad adicional de valores, prevista en el prospecto, cuyo resultado de la venta al emisor le permite obtener recursos suficientes para hacer compras en el mercado secundario con la función de evita la desvaloración excesiva del valor cuando esta empieza a ser negociado, estabilizando así su precio.

Considerando que, en la mayoría de los mercados de la región, la liquidez está concentrada en valores de renta fija ofertados por medio de subastas, pocos mercados emplean mecanismos de estabilización de

¹² Es el caso de BYMA, BVC, BME, BMV, Latinex, BVL y BVRD.

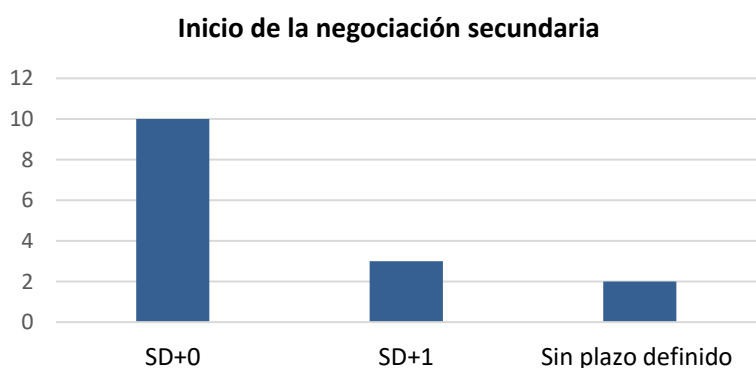
precios. Aunque no sea unánime, observase que el plazo más común de estabilización es de 30 (treinta) días y que, usualmente, la cantidad adicional de valores prevista en el prospecto para viabilizar la función de estabilización es de 15% de la cantidad de base.



No se verifica evolución en este tema respecto al análisis anterior, lo que es previsible una vez que la concentración de la liquidez por tipo de valor no cambió al largo del periodo analizado.

8. NEGOCIACIÓN SECUNDARIA

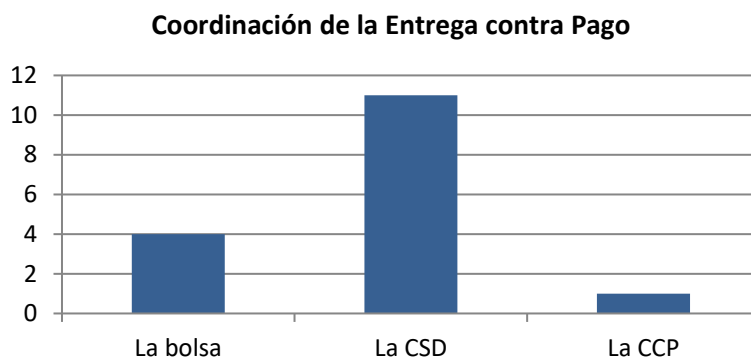
En cerca de 80% de los mercados de la región, la negociación secundaria empieza hasta T+1 de la fecha en que se fija el precio de la oferta (*pricing*), aunque existan plazos variables entre las bolsas de la región. A penas en cerca de 12% de los mercados no hay un plazo definido para el inicio de la negociación secundaria.



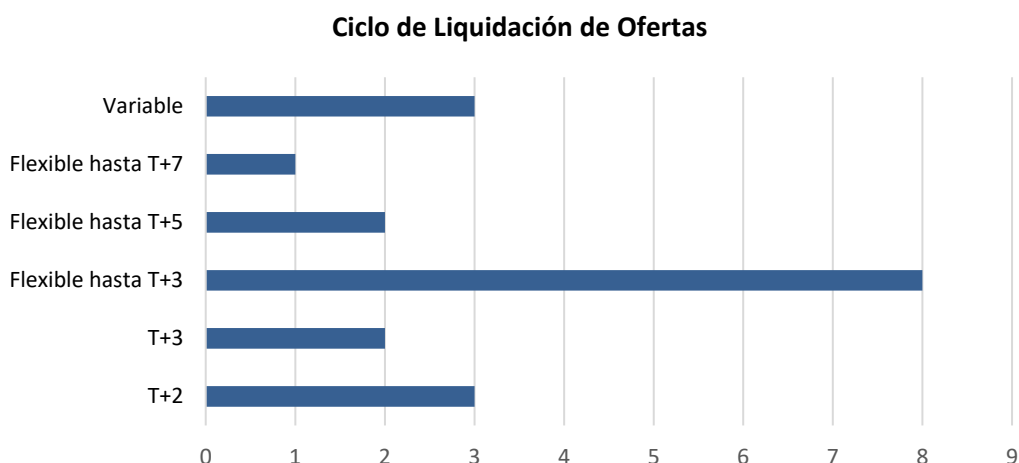
Este resultado representa una mejora frente a la investigación anterior con la reducción del plazo medio para inicio de la negociación secundaria.

9. INFRAESTRUCTURA DE POST-NEGOCIACIÓN

En todos los mercados adoptase el principio de entrega contra pago (DVP), siendo que, en 70 % de los casos, son los depósitos centrales que desempeñan este rol. Este aspecto reproduce el resultado del análisis anterior.



El ciclo de liquidación de la oferta es bastante diverso en los mercados de la región. Sin embargo, observase una cierta concentración en T+3. Comparativamente al estudio anterior, es menos común que el emisor tenga la prerrogativa de definir un plazo diferenciado, representando una evolución positiva en el sentido de la armonización de plazos en la región.



XVI. B - ESTANDARIZACIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA CORPORATIVA

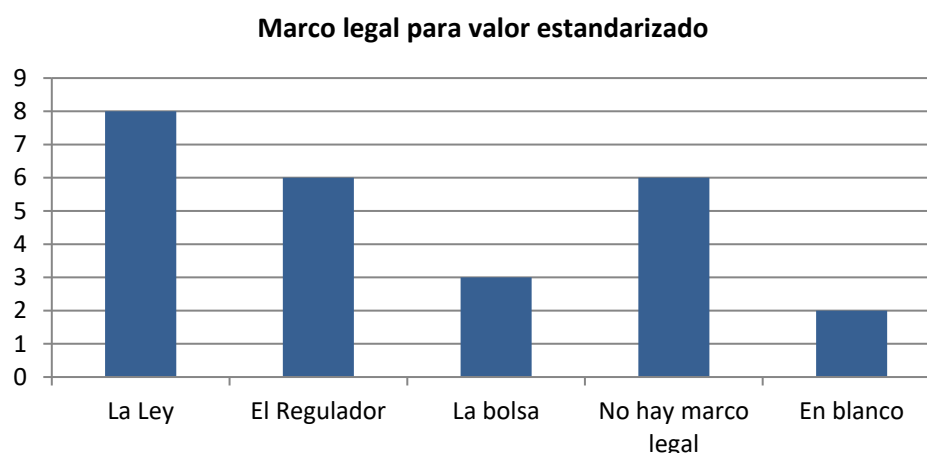
La ausencia de estandarización permanece siendo uno de los factores apuntados como determinantes de la baja liquidez del mercado secundario de títulos de renta fija corporativa. Sin embargo, características estructurales de este mercado pueden desempeñar un rol aún más importante en determinar su baja liquidez. En particular, los valores son negociados prioritariamente en mercado OTC de manera bastante concentrada, siendo usual que los inversores tengan como comportamiento preponderante mantener los títulos hasta su vencimiento.

El desarrollo del mercado de renta fija corporativa ha involucrado una variedad de iniciativas sobre todo enfocadas en su estandarización y en la migración de la negociación para plataformas electrónicas de negociación. Asimismo, en la mayoría de los mercados internacionales, no se ha verificado un grande avance en términos de incremento de liquidez en la negociación secundaria de estos valores.

Comparativamente a la investigación anterior, no se verifica un avance significativo en términos de la estandarización de los valores de renta fija corporativa en los mercados de FIAB, conforme los resultados presentados en la secuencia.

1. MARCO LEGAL Y REGULATORIO

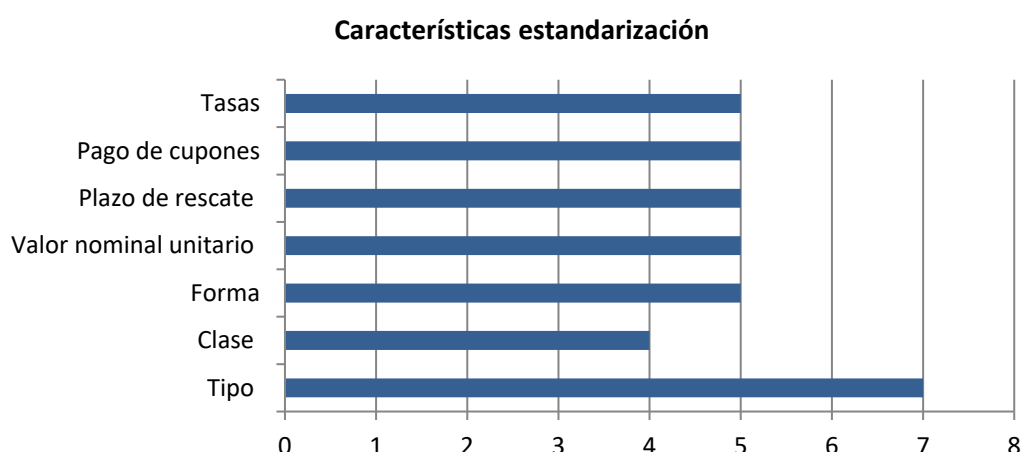
Observase que, aunque la mayoría de los mercados cuentan con un marco legal o regulatorio referente a la estandarización de títulos de renta fija, cerca de 30% de los mercados analizados todavía no tienen reglas que determinen algún grado de estandarización en estas emisiones.



Para los mercados que tienen un marco y/o regulatorio, lo más usual es que sea un dispositivo de la ley y/o de la reglamentación del mercado (comisión de valores). En pocos casos, la bolsa es la emisora de la reglamentación sobre el tema.

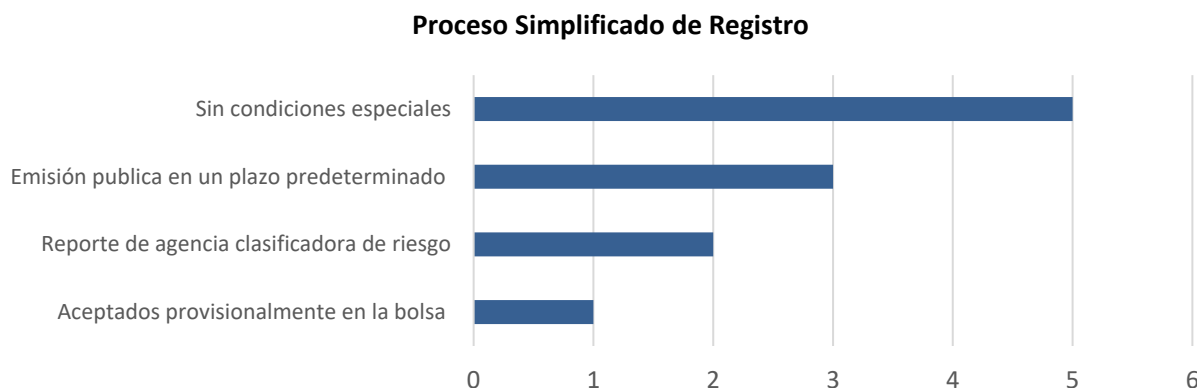
2. CARACTERIZACIÓN

Para los mercados que reconocen un marco legal y/o regulatorio, las características de estandarización son razonablemente uniformes. Los elementos más comúnmente estándares en una oferta de títulos de renta fija son: el tipo de activo, su forma (escritural o no), el valor nominal unitario del lote de negociación, el plazo de rescate, el pago de cupones y las tasas aplicables.



3. REGISTRO

El marco legal, cuando existente, todavía no prevé, en general, condiciones especiales de registro de títulos estandarizados.



4. REQUISITOS ESPECIALES PARA COLOCACIÓN PRIMARIA Y NEGOCIACIÓN SECUNDARIA

Para los mercados de la región que adoptan algún tipo de regla referente a la estandarización de los valores de renta fija corporativa, observamos que:

- Participación de la bolsa – en poco más de 30% de los mercados verificase a obligación de que la colocación primaria y negociación secundaria se dé obligatoriamente en la bolsa;
- Requisitos de transparencia, formación de precios y acceso de los inversionistas – en cerca de la mitad de los mercados analizados, existen requisitos de esta naturaleza respecto a la colocación primaria y negociación secundaria de estos valores;
- Registro en el nombre de los inversionistas finales (*beneficial owners*) – en menos de la mitad de los mercados existe tal exigencia;
- Liquidación por cámara de compensación y liquidación – igualmente, menos de la mitad de los mercados presenta tal exigencia.

La utilización de cámara de compensación y liquidación es el único requerimiento que presentó una evolución positiva comparativamente al análisis anterior. Sin embargo, en la última década, verificase un aumento del uso de este tipo de infraestructura en mercados OTC en general, sin que se pueda asociar, de manera inequívoca, este crecimiento en el mercado de renta fija corporativa al nivel de estandarización en vigor.

XVII. IV – INHIBIDORES DE LA OPERACIÓN TRANSFRONTERIZA

Esa sesión se dedica a revisar, con base en el análisis evolutivo de los mercados, los factores que permanecen actuando como inhibidores al desarrollo de la operación transfronteriza.

De partida, el presente análisis considera que dos de los factores anteriormente apuntados como inhibidores, no deben más ser considerados como tal por las razones expuestas abajo:

- Plazo de Colocación – aunque los plazos de colocación permanezcan siendo muy variables entre los mercados de la región, se considera que este es, actualmente, un aspecto de menor relevancia para los inversores transfronterizos que están más acostumbrados a lidiar con agendas diferenciadas en diversos mercados.
- Estabilización de Precios – así como se comentó anteriormente, el mecanismo de estabilización de precios está más asociado a colocaciones en el mercado de renta variable y representan una sofisticación que requiere un cierto nivel de desarrollo y madurez de este mercado. Considerando

que, en varios los mercados de la región, las colocaciones están concentradas en valores de renta fija y que el mercado de renta variable pudiera todavía no haber alcanzado el referido nivel de madurez, no se considera oportuno identificar este aspecto como un inhibidor a la integración transfronteriza de los mercados analizados.

De esta forma, los inhibidores de la integración transfronterizas que permanecen actuando en la región están relacionados a:

- Los mecanismos de definición de precio;
- La negociación secundaria de los valores ofertados; y
- El proceso de liquidación de las operaciones de colocación primaria.

1. DEFINICIÓN DEL PRECIO Y PARTICIPANTES

Así como en el análisis anterior, el mecanismo de definición de precio más utilizado en operaciones de colocación primaria son las subastas. En empleo de mecanismos de *bookbuilding* depende de un cierto grado de desarrollo del mercado y su implementación en la región no ha avanzado en la última década.

La utilización preponderante de subastas está relacionada también al hecho de que el mercado de renta fija es más desarrollado en la región, comparativamente al mercado de renta variable.

El presente análisis considera que la relativa falta de alineamiento entre los países miembro cuanto a la forma de definición de precios en operaciones de colocación primaria puede constituir un limitante a la emisión y negociación transfronteriza de estos valores.

Sin embargo, aunque se reconozca el inhibidor micro relacionado al proceso de definición de precio, es importante destacar que la preponderancia del mercado de renta fija publica en algunos países es posiblemente un inhibidor más relevante que aquellos de naturaleza de microestructuras. Así es porque los inversores transfronterizos tienen más interés en emisiones de renta fija privada o renta variable de emisores reconocidos internacionalmente. Existe una amplia gama de valores de compañías reconocidas ofertado en los mercados internacionales y los flujos de inversión no se enfocan en títulos de deuda gubernamental mismo de países desarrollados.

2. NEGOCIACIÓN SECUNDARIA

La fecha del inicio de la negociación secundaria permanece siendo un inhibidor potencial puesto que es bastante variable entre los mercados de la región.

Aunque cerca se ha verificado una reducción del plazo medio para inicio de la negociación secundaria, con cerca de 80% de los mercados de la región empezando la negociación secundaria hasta T+1 de la fecha en que se fija el precio de la oferta, persiste un numero razonable de mercados donde no hay una definición precisa de los plazos. La posibilidad de definición caso a caso por el emisor constituye un elemento inhibidor para la inversión transfronteriza.

Del punto de vista del inversor transfronterizo, la existencia de plazos no reglamentados crea costos y riesgos operacionales adicionales una vez que él va a necesitar programar sus operaciones de manera distinta en cada mercado donde transacciona.

3. INFRAESTRUCTURA DE POST-NEGOCIACIÓN

Aunque los mercados analizados adopten el principio de entrega contra pago (DVP) en la liquidación, la diferencia de procedimientos generales de compensación, liquidación, gestión de riesgos y depósito centralizado, así como las instituciones involucradas puede probarse inhibidores importantes al avance de las transacciones transfronterizas.

No es parte del escopo del presente estudio hacer un análisis profundizado de las barreras a la integración transfronteriza bajo la óptica de las infraestructuras de post-negociación, incluso porque tal lectura necesitaría contar con la participación, en alguno grado, de tales instituciones. Sin embargo, los procedimientos de liquidación de operaciones, gestión de riesgos y depósito de valores pueden representar importantes inhibidores de las transacciones transfronterizas. En este sentido, se verifica, actualmente, un avance con relación al escenario anterior.

En los últimos años, las infraestructuras de los mercados financieros de la región pasaron a realizar, de manera más consistente, la autoevaluación respecto a los Principios para Infraestructuras de Mercado Financiero (o *Principles for Financial Markets Infrastructures*) de BIS/IOSCO¹³. Resulta que los mercados de la FIAB han evaluado el grado de adherencia de sus procesos de compensación, liquidación y gestión de riesgos a las mejores prácticas internacionales. Igualmente, se han identificado las brechas que existen con relación a este referencial y desarrollado planes de remediación con el objetivo de subsanarlas.

Considerando que la mayoría de los mercados de la región han publicado el resultado de sus autoevaluaciones, el nivel de información sobre los procesos de post-negociación disponible a los inversores internacionales es expresivamente mayor hoy en día comparativamente al momento que se realizó el estudio precedente.

Las inversiones transfronterizas, sobre todo de inversores institucionales, pasan por procesos de aprobación que involucran necesariamente la evaluación de los mecanismos empleados en el mercado inversor para compensación, liquidación, depósito centralizado y gestión de riesgos, además de aspectos como marco legal y riesgo operativo.

De esta manera, aunque se identifique el proceso de liquidación como una barrera natural a la integración transfronteriza, es importante destacar que el proceso de autoevaluación respecto a los PFMI puede tener un importante impacto armonizador entre los mercados de la región.

4. FALTA DE ESTANDARIZACIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Los mercados de la región han avanzado poco en la estandarización de los valores de renta fija corporativa. Vale mencionar que este es un segmento estratégico para las bolsas de la FIAB y, por lo tanto, el desarrollo de la liquidez en este mercado es un reto permanente.

La estandarización es considerada un elemento importante para el desarrollo de la liquidez en la medida que los valores estandarizados poseen un mayor grado de fungibilidad, favoreciendo su negociación en el

¹³ *Principles for Financial Markets Infrastructures (PFMI)*, Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, BIS/IOSCO, Abr/2012

mercado secundario. Valores no estandarizados, a su vez, tienen su negociación dificultada por la multiplicidad de instrumentos que no son equivalente bajo la perspectiva del inversor.

Aunque se haya verificado un pequeño avance en términos del marco legal y regulatorio referente a la estandarización de títulos de renta fija, el número de mercados que no cuentan con un marco regulatorio aún permanece elevado (30%).

Otro punto que merece destaque es que, mismo que exista un marco legal y regulatorio respecto a la estandarización de los valores de renta fija corporativa, esto no se refleja en condiciones favorables al correspondiente registro de las emisiones. La estandarización debería proporcionar un ambiente favorable a la adopción de mecanismos simplificados de registro y colocación, de manera a volver el proceso más célere y menos costoso, incentivando así nuevas emisiones.

XVIII. V – ESTÁNDARES RECOMENDADOS

El objetivo de esta sesión es de revisar las recomendaciones hechas anteriormente para el desarrollo de estándares prioritarios para:

- La divulgación de informaciones de la oferta en materiales como el prospecto, anuncio al mercado o escritura de emisión;
- Los procedimientos relacionados al proceso operativo de colocación primaria de valores; y
- Estandarización de los valores de renta fija corporativa.

Además de las recomendaciones de la IOSCO, el trabajo anterior tomó como referencia también el **estudio desarrollado por la FIAB y el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) – Fortalecimiento y Desarrollo del Mercado de Valores Regional**, publicado en 2008, que también tenía por el objetivo promover la integración operativa de los mercados bursátiles iberoamericanos.

El referido estudio presentaba una propuesta de criterios y principios para el mutuo reconocimiento de la oferta pública de valores listados en las bolsas de la región y para la habilitación de los intermediarios a ofrecer profesionalmente dichos valores en sus respectivos mercados. Los principios hacia los que deberían convergerse para facilitar la operación transfronteriza deberían cubrir los siguientes aspectos, siendo los 3 (tres) primeros considerados más relevantes a los efectos de potenciar la negociación transfronteriza en la región:

- Contenido del folleto o documento de emisión de valores tanto de renta variable como de renta fija;
- Información periódica al mercado y hechos relevantes;
- Liquidación de valores; y
- Prevención del lavado de capitales en la negociación transfronteriza de los valores.

Considerase que el referencial propuesto por el estudio de la FIAB/BID aún es válido para fines que establecer estándares prioritarios para operaciones de colocación primaria de valores.

1. ESTÁNDARES PRIORITARIOS RECOMENDADOS PARA LA DIVULGACION DE INFORMACIONES DE LA OFERTA

Los cuadros de esta sección presentan las recomendaciones de estándares prioritarios para la divulgación de las informaciones sobre la colocación de manera a crear un referencial para emisiones en la región.

Tales informaciones deben necesariamente estar presentes en el prospecto de la oferta (renta variable) o en la escritura de emisión de los valores (renta fija). Otros documentos que sean utilizados antes, durante y al final de la oferta deberán tener informaciones consistentes con las que fueron divulgadas en el prospecto.

Cuadro 28: Guía-Resumen de Informaciones Mínimas para Documentos sobre las Ofertas Transfronterizas.

SOBRE LA OFERTA	
Tema	Informaciones Mínimas Recomendadas sobre la Oferta
Hoja resumen	- Recomendase que el prospecto/escritura tenga una hoja resumen por medio de la cual el inversor pueda obtener las informaciones básicas de la oferta de manera inequívoca. - La hoja resumen debe contener, al menos, las siguientes informaciones: - Identificación de los ejecutivos de la compañía, del underwriter, asesores y agente de pago (renta fija) - el plazo por el cual la oferta estará abierta para subscripción; - los inversores objeto de la oferta - el monto total que está siendo ofertado; - el número de valores que se espera emitir; - el precio al cual se espera colocar los valores; - tipo y clase del valor ofertado (escriturales o al portador); - la moneda en el cual se harán los pagos; - la tasa de interés y cualquier otro tipo de pago que incida sobre los títulos; - la fecha de madurez (para renta fija); - la existencia de valores subordinados (para renta fija); - La hoja resumen debe contener aun dos avisos: - Que la dicha hoja no substituye la lectura del material completo - Que los inversores deben estar atentos a los factores de riesgo
Identidad de los ejecutivos de la compañía, underwriter y asesores	Nombre, dirección y función de: - los principales ejecutivos de la compañía; - la institución coordinadora de la oferta (underwriters); - los asesores financieros y legales; y - la firma de auditoría
Datos básicos	<u>General – renta variable y renta fija</u> - el monto total que está siendo ofertado; - el número de valores que se espera emitir; - el precio al cual se espera colocar los valores (incluso el método para la determinación de este precio); - tipo y clase del valor ofertado (escriturales o al portador); - derechos vinculados a los valores ofertados, incluso de voto; - los derechos de preferencia, si existentes, y su precio de suscripción <u>Particular a renta fija</u> - tasa de interés y cualquier otro tipo de pago que incida sobre los títulos; - la fecha de madurez; - provisiones relativas al su rescate, amortización y vencimiento; - la moneda en el cual se harán los pagos; - la existencia de valores subordinados a otros cuyos derechos difieren; - el agente de pago.
Razones	Razones de la oferta y la destinación de los recursos obtenidos en la oferta individualizados por proyecto.
Cronograma	El cronograma debe contener:

	▪ El plazo por el cual la oferta estará abierta para suscripción; ▪ La fecha límite para que los suscriptores hagan el pago los valores y tengan los valores depositados a sus cuentas de valores; ▪ El plazo para ejercicio de derechos de preferencia; ▪ La fecha y la manera y como el resultado de la oferta será divulgado al público.
Características	Debe ser informado: ▪ si la oferta es en firme, con garantía o a mejores esfuerzos; ▪ si la oferta es local o global y la cantidad asignada a cada tramo; ▪ los inversores objeto de la oferta; ▪ si hay posibilidad de hacer oferta adicional y de cuánto; y ▪ si algún underwriter tiene alguna relación material con la compañía y la naturaleza de tal relación.
Mercados y ley aplicable	▪ Identificación de las bolsas donde los valores ofertados son negociados y/o listados.
Factores de riesgo	▪ Factores de riesgo específicos a la compañía y a su sector.
Informaciones generales sobre la compañía	▪ Identificación y domicilio legal y fecha de incorporación; ▪ Estructura organizacional ▪ Descripción del negocio incluyendo: ○ la naturaleza de su operación y principales actividades; ○ principales productos comercializados o servicios prestados y perspectivas de desarrollo de nuevos productos o líneas de negocio; ○ su posición con relación a los principales competidores; y ○ el grado de dependencia a patentes y licencias industriales.
Informaciones financieras, operaciones financieras y perspectivas	▪ Estados financieros consolidados de los últimos 3 años, auditados por firma independiente de auditoría y acompañados de reporto de auditoría, comprendiendo las siguientes informaciones: ○ Hoja de balance; ○ Cuenta de resultados; ○ Declaración con los cambios de propiedad; ○ Estados de flujo de caja; ○ Política de distribución de dividendos; y ○ Notas necesarias a la comprensión de los estándares contables utilizados en la preparación de los estados financieros. ▪ Capitalización y endeudamiento (garantizados y no garantizados), con fecha menor o igual a 60 días de manera a reflejar el capital actual de compañía, así como el capital ajustado después que los valores hayan sido ofertados. ▪ Explicaciones sobre su situación financiera cubriendo: ○ Resultados operativos; ○ Fuentes de liquidez y recursos de capital de corto y largo plazos; ○ Investigación y Desarrollo (I&D), patentes y licencias; ○ Tendencias de desarrollo en el mercado que actúa.

2. RECOMENDACIONES RELATIVAS A LOS PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS INVOLUCRADOS EN LA COLOCACIÓN PRIMARIA DE VALORES

Basados en los inhibidores identificados, se presentan recomendaciones revisadas relativas al proceso operativo de colocación primaria de valores. La adopción de las recomendaciones es totalmente voluntaria y tiene por objetivo favorecer el desarrollo de la operación transfronteriza, no debiendo, sin embargo,

superponerse al desarrollo de la actividad al nivel local, así como a los objetivos estratégicos década uno de los mercados.

Definición de Precio

Con el objetivo de proporcionar mejores condiciones a la integración transfronteriza, recomendase que los mercados busquen armonizar los mecanismos de fijación de precios tanto para el segmento de renta variable como para el de renta fija. Sin embargo, debe tomarse en cuenta los tipos de valores preponderantes en el mercado específico y el grado de madurez de cada uno de los segmentos.

Para operaciones de colocación primaria de instrumentos de **renta variable**, es recomendable que se utilicen el mecanismo de **bookbuilding** para determinación del precio de la oferta caso el nivel de desarrollo de este segmento así lo permita.

Considerando la realidad de los mercados de la región, que no sufrió cambio significativo desde el último análisis, es recomendable el uso del mecanismo de **subastas holandesas**¹⁴ para definición de los precios de ofertas de **renta fija**.

Negociación Secundaria

Los mercados deben buscar armonizar los plazos para que se empiece la negociación secundaria de los valores ofertados. Para el segmento de **renta variable**, el plazo máximo para inicio de la negociación secundaria después de concluido el proceso de definición de precio no debe ser superior al ciclo de liquidación de este mercado, preferencialmente hasta T+2. Para valores de **renta fija**, el plazo para inicio de la negociación secundaria después de concluido el proceso de definición de precio no debe ser superior a T+1.

Infraestructura de Post-negociación

La primera recomendación en el sentido de crear condiciones favorables a la integración transfronteriza es que se profundice el diagnóstico sobre las infraestructuras de post-negociación en los mercados con vistas a identificar las principales barreras existentes. Actualmente, este objetivo puede ser alcanzado por medio de la aplicación de la metodología de autoevaluación de las infraestructuras de mercados financieros respecto a los PFMI¹⁵.

Varios de las infraestructuras que atienden a las bolsas de la región ya realizaron la autoevaluación y tienen sus resultados publicados. En estos documentos es posible obtener informaciones precisas completas y

¹⁴ La subasta holandesa es un tipo de subasta en la que el subastador comienza subastando con un alto precio, que es rebajado hasta que algún participante está dispuesto a aceptar el precio del subastador, o hasta que se llega al precio de reserva, que es el precio mínimo aceptado para esa venta. El participante ganador paga el último precio anunciado.

¹⁵ *Principles for financial market infrastructures: Disclosure framework and Assessment methodology*, Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, BIS/IOSCO, Dec/2012,

actualizadas sobre el estado de desarrollo de la infraestructura de compensación, liquidación, depósito centralizado y gestión de riesgos de cada uno de los mercados.

Entre las recomendaciones más importantes que deben ser implementadas, están:

- La adopción de estrictos principios de entrega contra pago (DVP)
- La utilización de cuentas de liquidación directamente en el Banco Central (*central bank money*) preferiblemente a la utilización institución financiera por razón de mejor mitigar los riesgos.
- El depósito por el emisor de los valores ofertados en cuenta transitoria de liquidación hasta que se confirme el pago. Tal procedimiento es preferible al depósito condicionado directamente en las cuentas de los suscriptores. Plazo para liquidación de la oferta no superior a T+2 para valores de renta variable y T+1 para valores de renta fija.

Observamos aún que es especialmente importante establecer mecanismos técnicos u operativos que permitiesen la transmisión de instrucciones precisas para la liquidación de los valores y posterior depósito de estos. Son igualmente relevantes los mecanismos de conciliación que garanticen que los saldos y posiciones registrados en el depósito central sean consistentes con los registros de los emisores y de los custodios.

3. CONDICIONES DE EMISIÓN ESTÁNDAR E INFORMACIONES PARA VALORES DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Observamos que el nivel de estandarización de los valores de renta fija corporativa aún es bajo en la región y que en varios mercados no hay un marco legal o reglamentar en este sentido. Sin embargo, ponderamos también que el bajo grado de estandarización de valores de renta fija es la realidad en muchos mercados desarrollados y líquidos.

Un primer elemento necesario a la estandarización es que haya una base reglamentar (o un código de mejores prácticas con adhesión voluntaria) donde se determine (o recomiende) la adopción de un modelo de emisión estándar. El estudio FIAB-BID para el fortalecimiento y desarrollo del mercado de valores regional, también con el objetivo de promover la integración operativa de los mercados bursátiles iberoamericanos, ha presentado de manera detallada los elementos que deben componer el folleto o documento de emisión para renta fija (así como para renta variable).

La recomendación es que se busque algunos elementos simples donde se pueda armonizar un modelo de estándar para, al menos, un tipo de valor, con la perspectiva de ampliar tal procedimiento para otros valores en el futuro. Del punto de vista del desarrollo de la actividad transfronteriza, un modelo estándar de emisión contribuye para que el inversor pueda prescindir de complejos análisis contractuales y cálculos sofisticados.

Registro simplificado

Con el objetivo de incentivar el desarrollo de valores estándares, recomendase que se evalúe la posibilidad de crear un proceso más sencillo y célere de registro de la emisión de los valores que cumplan con los requisitos de estandarización (*fast track*).

A pesar del proceso de registro ocurrir, en la mayoría de los casos, en el ámbito del regulador, existen experiencias en el mercado internacional donde la bolsa actúa en parceria con el regulador con el objetivo de alcanzar un proceso simplificado de registro para los valores estandarizados.

Creadores de Mercado

Es fundamental que las transacciones con valores estandarizados en el mercado secundario ocurran de forma transparente. Recomendase la contratación de creadores de mercado para estos valores para posibilitar el desarrollo de su liquidez y para contribuir para una buena formación de precios.

XIX. VI – CONCLUSIONES

Las reglas y procesos involucrados en la colocación primaria de valores presentaron grande diversidad entre los mercados de la región.

Divulgación de informaciones

Observase que hubo una evolución en los mercados de la región respecto a la divulgación de informaciones por los emisores. De manera general, el contenido de las informaciones es bastante uniforme y los plazos de divulgación de las informaciones relativas a la oferta de valores se presentan actualmente más convergentes y estrechos comparativamente al análisis anterior.

Definición del precio

De manera análoga, el tema de la determinación del precio de la oferta es, al mismo tiempo, uno de los más relevantes del punto de vista de la operación transfronteriza y uno de los más difíciles de hacerse un diagnóstico.

El mecanismo de *bookbuilding* aparece como más consolidado entre los países con mayor liquidez y en el segmento de renta variable. Ya el mecanismo de subastas surge como el más relevante para mercados más intensivos en el segmento de renta fija.

El diagnóstico es que la relativa falta de alineamiento entre los países miembro cuanto al tema de la fijación de precios en el proceso de ofertas públicas primarias resulta de un conjunto de factores como, por ejemplo, el tamaño relativo de los segmentos de renta variable y renta fija, el tamaño de la industria de fondos y su grado de sofisticación y también el tamaño y poder relativo de los emisores.

En este sentido las recomendaciones tienen carácter más sencillo y pragmático, aunque se anticipe que una fase posterior de armonización entre los segmentos de renta variable y renta fija va a ser necesario.

Negociación secundaria

Observase, actualmente, una mayor convergencia de plazos de inicio de la negociación secundaria entre los mercados de la FIAB. Del punto de vista de los inversores transfronterizos, la existencia de plazos diferenciados o no reglamentados crea costos y riesgos operacionales adicionales una vez que se impone a ellos una programación más compleja de sus operaciones en cada mercado donde operan. El avance de los mercados de la región en este aspecto favorece el desarrollo de los mercados individualmente y de la integración regional.

Infraestructura de post-negociación

Los procedimientos operativos relativos a la compensación, liquidación, depósito centralizado y gestión de riesgos son tal vez el mayor inhibidor al desarrollo de la operación transfronteriza.

En primero lugar, es fundamental que los procesos de post-negociación sean lo más adherentes posible a los PFMI. En particular, deben ser amparados por una base legal sólida y clara que reconozca formalmente los conceptos de entrega contra pago, la irrevocabilidad y finalidad (*finality*) de la liquidación. La seguridad jurídica de la oferta y de su liquidación es esencial a la integración transfronteriza.

Es también fundamental que los inversores transfronterizos tengan seguridad respecto a los mecanismos de manejo de riesgos al nivel de la liquidación, sobre todo, por medio del empleo de principios estrictos de entrega contra pago. En este sentido, es preferible que la transferencia de recursos financieros para la liquidación ocurra por medio de la conexión directa entre el sistema de liquidación y el sistema de pagos, sin la interposición de una institución financiera. De forma análoga, es importante que la transferencia de los valores no ocurra en las cuentas de los subscriptores antes que el pago correspondiente tenga sido confirmado. Un mecanismo que puede ser utilizado es el depósito en cuentas transitorias de liquidación administrada por la infraestructura de mercado responsable por la liquidación.

Valores de renta fija corporativa

El desarrollo del mercado de renta fija corporativa es un desafío mismo en mercados considerados líquidos y profundos para otra gama de valores. Las razones por detrás de la baja liquidez de estos mercados son de varias naturalezas y ultrapasan la cuestión de la estandarización de los valores.

La construcción de un mercado de valores de renta fija corporativa fuerte pasa por la propia política macroeconómica del país que opta o no por tratar el tema como de carácter estratégico para el desarrollo económico nacional. La eficiencia de las reglas y de la infraestructura de los mercados primario y secundario, así como el tamaño de la base de inversores actual y potencial son otros elementos para considerar.

Los mercados de la región han avanzado poco en la estandarización de los valores de renta fija corporativa. Aunque se haya verificado un pequeño avance en términos del marco legal y regulatorio referente a la estandarización de títulos de renta fija, el número de mercados que no cuentan con un marco regulatorio aún permanece elevado (30%). Además, el marco legal, cuando existente, no se refleja en un ambiente favorable a la adopción de mecanismos simplificados de registro y colocación, de manera a incentivar nuevas emisiones.

XX. VII - BIBLIOGRAFÍA

- *Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets*, Emerging Markets Committee of the IOSCO in collaboration with the World Bank Group, Nov/ 2011, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD360.pdf>
- *Fortalecimiento y Desarrollo del Mercado de Valores Regional*, Proyecto FIAB-BID, Dec/2008, <https://www.fiabnet.org/attach/Pr/Proy-Fortalecim-Desarr.pdf>

- *Principles for Financial Markets Infrastructures (PFMI)*, Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, BIS/IOSCO, Abr/2012 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- *Principles for financial market infrastructures: Disclosure framework and Assessment methodology*, Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, BIS/IOSCO, Dec/2012, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d106.pdf>
- *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, IOSCO, Sep/1998, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>
- *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, IOSCO, Mar/2007, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>

II - INVESTIGACIÓN DE MERCADO, ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y LIQUIDEZ

A - CALIDAD DEL ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN PRODUCIDA POR INTERMEDIARIOS Y ANALISTAS



XXI. I – INTRODUCCIÓN

El Capítulo trata de las actividades de investigación y análisis de empresas y de cómo estos servicios se desarrollan, se entregan y el rol que juegan en la actividad bursátil y, por consecuencia, en la integración de los mercados de la región.

Por investigación también se utilizan expresiones como análisis de empresas, cobertura de empresas o aun la expresión en inglés “*research*” en uso integrado al español como en expresiones “*research* de empresas” o “analista de *research*” a los profesionales que producen estas investigaciones. A lo largo del capítulo, se lanza uso de esas expresiones para tratar del tema.

De ser así, el objetivo del capítulo es:

- IV. Presentar un diagnóstico regional actualizado referente a la calidad de la investigación / análisis de la información divulgada por las compañías y de la investigación producida por los intermediarios y analistas de valores¹⁶, así como un análisis comparativo con relación al diagnóstico anterior;
- V. Identificar los factores que siguen desempeñando un carácter inhibitor en el contexto de la integración transfronteriza;
- VI. Revisar las recomendaciones para aumentar la cobertura y la calidad de la investigación por los miembros de la FIAB.

El **diagnóstico regional** de la calidad de la investigación / análisis de la información divulgada por las compañías y de la investigación producida por los intermediarios y analistas de valores toma como base informaciones que permiten tener una visión del estado de desarrollo de la función de análisis e investigación en los mercados de FIAB.

Los factores que asumen el **rol de inhibitor en el contexto de la integración transfronteriza** están relacionados con el impacto que la ausencia de investigación o cobertura por los analistas puede tener sobre el interés de los inversionistas extranjeros y domésticos en los valores negociados en los mercados integrantes de la región.

Por fin, las **recomendaciones** enfocan las iniciativas que pueden ser adoptadas en el sentido de promover la actividad de investigación y análisis de los valores negociados y garantizar un nivel mínimo de cobertura con calidad, incluso más allá de los valores más líquidos (*blue chips*).

XXII. II – DIAGNÓSTICO EVOLUTIVO REGIONAL

El diagnóstico obtenido a partir de las informaciones fornecidas por las bolsas miembro nos permite actualizar el estado de desarrollo de la función de investigación y análisis en los mercados de FIAB. El diagnóstico involucra la evolución de aspectos generales como el número de oficinas con este rol, la cobertura que hacen y el contenido de las informaciones publicadas e incluye informaciones sobre la calidad

¹⁶ Consideraremos que los analistas de valores son personas naturales o jurídicas que, en carácter profesional, elabora reportes de investigación/análisis destinados a publicación o difusión a terceros, aunque restringida a clientes de las casas de bolsa u oficinas de investigación para la cual trabaja.

de la información producida, el ambiente regulatorio y de supervisión, el proceso de calificación de los profesionales y acreditaciones internacionales.

El análisis de este estudio considera las respuestas de 9 bolsas:

BYMA (Argentina), BBV (Bolivia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá) y BVPY (Paraguay)

La investigación anterior contó con la participación de 13 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 69%.

1. CARACTERÍSTICAS GENERALES

El análisis busca identificar aspectos generales de la actividad de investigación producida por los intermediarios y oficinas de investigación en los mercados de la región. Se evalúan aspectos como el número de intermediarios que hacen investigación/coertura, la cobertura que se hace de las compañías, la frecuencia de cobertura, el contenido de las informaciones publicadas y las causas del bajo nivel de desarrollo de esa actividad por los mercados.

INTERMEDIARIOS, OFICINAS DE INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN PÚBLICA

Las informaciones obtenidas en este estudio indican que hubo una evolución positiva en la actividad de investigación dentro de los intermediarios en los mercados de la región. Sin embargo, a excepción de Ecuador, la información generada por el trabajo de investigación y análisis aún no logra alcanzar el público en general.

	Total de Intermediarios	Intermediarios con Oficina de Investigación	% con Oficina	% Información Pública
BYMA	245	245	100	N/D
BBV	12	9	75	1
BNV	15	13	87	0
BVG	166	166	100	100
BVQ	29	13	45	85
BME	39	N/D	N/D	0
BMV	27	27	63	63
Latinex	33	20	60	25
BVPY	22	4	18	18

Fuente: Encuesta FIAB – 2A

Cobertura de los emisores

Verifícase que, para los mercados analizados, hubo una mejora en el porcentual de cobertura y análisis de los emisores con relación al estudio previo y, también, entre 2022 y 2023.

	EMISORES ANALIZADOS AL MENOS UNA VEZ AL AÑO							
	RENDA FIJA				RENDA VARIABLE			
	2022		2023		2022		2023	
	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%
BYMA	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
BBV	105	100	105	100	25	100	25	100
BNV	30	39	20	26	34	44	23	30
BVG	69	15	75	17	378	85	396	88
BVQ	10	100	10	100	10	100	10	100
BME	NA	NA	NA	NA	ND	81	ND	89
BMV	NA	NA	NA	NA	70	100	70	100
Latinex	0	0	0	0	12	4	14	5
BVPY	50	38	90	69	2	2	2	2

Fuente: Encuesta FIAB – 2A

Con relación a la periodicidad de cobertura de las compañías cuyos valores componen el índice de referencia del mercado, en los mercados donde la información se encontraba disponible, observamos que la cobertura anual es la que presenta mayor concentración, seguida por el análisis trimestral.

INVESTIGACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS MÁS NEGOCIADAS Y PYMES

Aunque el número de intermediarios / oficinas de investigación que cubren las compañías más negociadas permanezca relativamente reducido en la región, observase una ampliación con respecto a la investigación anterior. En 2015, solo 3 mercados de los 13 evaluados tenían más de 5 intermediarios / oficinas de investigación cubriendo las compañías más negociadas, al paso que actualmente la mayoría de los mercados analizados cuentan con al menos 10 oficinas realizando tal trabajo.

Anteriormente, se había identificado también que solo en Brasil y en España¹⁷ existían oficinas de investigación con enfoque en Pymes (pequeñas y medianas empresas). En la presente actualización, Argentina y Bolivia identifican tener oficinas de investigación con ese enfoque.

CAUSAS DE AUSENCIA DE OFICINAS DE INVESTIGACIÓN

La ausencia de oficinas de investigación tiene como principal causa los costos adicionales que representan para los intermediarios y, secundariamente, la falta de cultura de desarrollo de mercado. Relativamente a los resultados obtenidos anteriormente, se observa que la cuestión de costos figura como más relevante actualmente ante el aspecto cultural, que se indicaba como principal inhibidor en el estudio precedente.

INFORMACIONES, PUBLICACIONES DE ANÁLISIS Y PLAZOS PARA DIVULGACIÓN

A excepción de los mercados español y paraguay, los mercados no cuentan con reglamentación específica respecto al contenido de las informaciones que deben ser fornecidas en los reportes de análisis publicados, tales como estructura societaria, análisis del escenario del sector, comparativo con otras compañías del sector, análisis económico financiera y proyección del valor de la compañía.

En este aspecto, es importante explicar que no es posible hacer un análisis evolutivo del progreso de la reglamentación de la actividad de investigación, visto que no hay superposición entre los mercados que participaron de la investigación anterior y la presente actualización.

2. CALIDAD DE LAS INFORMACIONES

La calidad de la información que se produce es considerada buena o regular en los mercados analizados.

Respecto al comparativo y competencia con publicaciones de analistas internacionales, en los mercados donde esta información se encuentra disponible, la calidad de las publicaciones internacionales sigue siendo considerada superior a las publicaciones locales, sin cambio con relación al estudio anterior. Sin embargo, no se considera que la competencia con analistas internacionales sea un limitador al desarrollo de la actividad en el mercado local.

A partir de la evaluación de las bolsas analizadas, se percibe el bajo ánimo de los inversionistas por pagar por el producto del análisis, lo que justifica el bajo nivel de desarrollo de la actividad.

¹⁷ B3 de Brasil no contestó al cuestionario aplicado en el ámbito de este trabajo y BME informó en la actualización que no tenían oficinas con enfoque en las Pymes, diferentemente de lo que sucedió en 2015.

3. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA ACTIVIDAD DE ANALISTA

El marco regulatorio y mecanismos de supervisión pueden representar un aspecto importante para el desarrollo de la actividad de investigación. Respecto al estudio anterior, no se verifican cambios significativos en los mercados de la región en materia de marco legal y regulatorio, así como en términos de la supervisión de la actividad. Oportunamente, se trae a la luz que hay un límite del análisis de comparabilidad del estudio dado el bajo grado de superposición entre a las bolsas que participaron de análisis de 2015 con las bolsas participantes de la evaluación actual.

Con todo, al igual que el análisis de 2015, en la mayor parte de los mercados la actividad de analista de valores está reglamentada por la comisión de valores. La reglamentación existente se aplica a los intermediarios y analistas de valores en los mercados en donde existe un marco legal en este sentido. En la mayor parte de los mercados, los analistas de valores actúan vinculados a los intermediarios y oficinas de investigación, aunque algunas de esas casas admitan analistas independientes.

Los mercados, en general, no cuentan con un código de conducta específico a la actividad de analista de mercado, pero si con un código de conducta aplicable a los intermediarios de valores que, por consecuencia, también se aplican a los analistas.

En términos de supervisión de la actividad de analista, se identifica un avance en la región por medio de la creciente adopción de procedimientos formales de supervisión, usualmente a cargo de la comisión de valores.

4. CERTIFICACIÓN DE PROFESIONALES Y AFILIACIÓN INTERNACIONAL

Respecto a la certificación de los profesionales que actúan como analistas de valores, se observa que en varios mercados no hay una certificación formal, lo que refleja, en cierta medida, el bajo grado de reglamentación.

Entre los mercados analizados, Bolivia, España, Panamá y Paraguay poseen procesos formales de certificación. En los mercados mexicano, panameño y español, se adopta la certificación CFA (*Chartered Financial Analyst*). Los mercados mexicano y español cuentan, además, con premiaciones específicas para la actividad de investigación, concedidas por diferentes organismos internacionales. En los mercados donde la certificación de profesionales está consolidada, la relación de analistas autorizados se encuentra a disposición del público en el sitio web de la bolsa y/o del regulador.

La **Association for International Investment Analysts (ACIIA)** es una organización internacional que congrega 36 asociaciones nacionales y regionales de profesionales de inversión globalmente. Al total, están representados en el ACIIA más de 100,000 gestores de portafolio, analistas de valores, *advisors* financieros, gestores y administradores de fondos en todo el mundo.

En la región, son afiliados de la ACIIA: Argentina (Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas), Brasil (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC) y España (Instituto Español de Analistas y, también, por medio de la EFFAS - *European Federation of Financial Analysts Societies*).

Además, existe también la **ICIA - International Council of Investment Association**, entidad que congrega asociaciones de profesionales de inversión de todo el mundo. La mayor parte de los países es representada en la ICIA por medio de sus asociaciones regionales, como es el caso de España está registrado en ICIA a través de EFFAS (*European Federation of Financial Analysts Societies*).

XXIII. III – EL CARÁCTER INHIBIDOR DE LA INVESTIGACIÓN DE LOS ANALISTAS DE VALORES

Tomando por base las informaciones obtenidas en el diagnóstico de la región, se busca identificar en qué medida el bajo desarrollo de la actividad de investigación y análisis de las compañías representa un inhibidor al desarrollo de la integración transfronteriza.

La ausencia de reportes publicados sobre las compañías y de recomendaciones de inversión puede tener un impacto negativo sobre la inversión transfronteriza, puesto que los inversionistas, sobre todo internacionales, no disponen de informaciones suficientes acerca de las compañías. Esos inversionistas pueden no acceder al mismo nivel de información que los inversionistas locales, con una percepción de asimetría de información. Asimismo, aunque el contenido sea uniforme, existe la posibilidad que sean difundidas con tiempos de desfase con respecto al mercado local.

Por otra parte, se observa un cambio en las potenciales causas de ausencia de oficinas de investigación: si antes la falta de cultura de desarrollo de mercado apuntada como principal factor de falta de estudios de investigación, actualmente los costos adicionales que la actividad puede representar para los intermediarios e inversionistas surgen como factor preponderante entre los miembros de la FIAB.

El desarrollo del mercado y del número de empresas listadas son elementos determinantes al progreso de la actividad de análisis. La baja liquidez del mercado y un bajo número de empresas listadas no fomenta el desarrollo de la investigación por intermediarios locales y oficinas internacionales que no avistan oportunidades de negocio a un nivel mínimo para mantenerse. Por otro lado, la cobertura de las compañías por analistas especializados es un elemento que favorece la liquidez del mercado.

De esta forma, el principal desafío constituye en lograr un nivel mínimo de compañías listadas y liquidez de manera a volver la actividad de investigación y análisis atractiva y, por consecuencia, crear condiciones de promover aún más el desarrollo del mercado en un proceso de retroalimentación.

Para que la actividad de investigación pueda generar el efecto esperado en términos de desarrollo de la liquidez local y de las transacciones transfronterizas, es fundamental que el análisis sea confiable, regular, neutro y alcance un porcentual elevado de compañías listadas.

Una cobertura limitada, con pocas compañías y baja periodicidad, no tiene necesariamente un efecto inhibidor, pero la falta de confiabilidad y neutralidad del trabajo de análisis puede comprometer la percepción del Inversionista, sobre todo, el extranjero sobre la calidad del mercado y de las compañías.

Por falta de confiabilidad y neutralidad se refiere a que analistas tengan interés en el desempeño de determinada compañía de manera que no hay exención en su recomendación o análisis de inversión o que su investigación no sea consistente a lo largo del tiempo – a título de ejemplo, una recomendación fuerte de venta

seguida de recomendación fuerte de compra – lo que pueda indicar que otros factores tienen influencia sobre las recomendaciones además del estricto análisis técnico.

En este sentido, la falta de reglamentación específica a la actividad de investigación, de mecanismos de certificación de los profesionales y de la existencia de un código de conducta a ser practicado por ellos, que aún persisten en los mercados de la región, pueden generar una percepción negativa por la parte del inversionista extranjero acostumbrado a operar en mercados con un marco legal más consolidado. Si el inversionista actúa en el mercado de manera poco dependiente de reportes de investigación, sean estos producidos internamente en su propia institución o por analistas externos o independientes, estos factores no impactan de forma significativa su flujo de inversión. Sin embargo, es probable que los inversionistas menos familiarizados con el mercado local y sus compañías sean los que más harán uso de los reportes para amparar su toma de decisión.

Por otro lado, es importante apuntar que hubo, en la última década, una verdadera revolución en los medios de difusión de información y de comunicación social, con consecuente ampliación de la información disponible al público en general. El avance de la digitalización en las economías y mercados favorece la reducción de los costos de la actividad de investigación, así como su descentralización.

Con acceso facilitado a las informaciones y el amplio intercambio de informaciones, los inversionistas se han vuelto más autónomos y muchos se sienten seguros de tomar decisiones a partir de la información que acceden directamente. Inversionistas institucionales extranjeros siguen siendo los destinatarios del trabajo de investigación y a quienes el análisis representa el gran diferencial en la toma de decisiones de inversión. Asimismo, estos inversionistas son los que poseen mayor capacidad de internalizar la actividad de investigación a partir de informaciones disponibles.

Es posible que la ausencia o bajo desarrollo de la actividad de investigación y análisis ha representado un inhibidor más importante en el momento que se realizó el estudio anterior y que, actualmente, aunque su desarrollo pueda contribuir para el crecimiento e integración de los mercados, otros factores tengan mayor relevancia.

XXIV. IV – RECOMENDACIONES

Considerando los inhibidores identificados, se observa que el desarrollo del mercado, sobre todo del número de emisores listados en la bolsa es una condición necesaria al avance de la actividad de investigación y análisis.

En este sentido, se recomienda que las Bolsas de la FIAB busquen dar foco a iniciativas que puedan desarrollar programas de atracción de empresas para el listado o captación y transacción en las Bolsas. Una posibilidad para considerar es la creación de segmentos o apartados específicos de listado para Pymes o para empresas adherentes a niveles adicionales de gobierno corporativo. Además, es importante atender para que una cantidad relevante de los valores mobiliarios emitidos por las compañías estén a disposición del público para que se genere interés por parte de los inversionistas y, por consecuencia, por parte de los intermediarios en proveer los servicios de investigación y análisis.

Respecto a los mercados donde la actividad bursátil ya se ha desarrollado con un número mínimo de compañías listadas, se recomienda dar enfoque a aspectos que puedan contribuir para la reglamentación de la actividad, la certificación de los analistas y la calidad y oportunidad de los informes generados.

Ordenamiento de la actividad de analista de valores y certificación de los profesionales

Es recomendable que la actividad de analista de valores tenga un ordenamiento que establezca reglas de conducta, exija un nivel mínimo de formación académica y defina responsabilidades y sanciones en caso de conductas que puedan ocasionar perjuicios al Inversionista.

Aunque la actividad de analista de valores pueda organizarse en la esfera de la autorregulación, un marco legal propio tiene el potencial de atraer profesionales más calificados, además de transmitir más seguridad al público inversionista.

Otro importante aspecto de la actuación de los analistas está relacionado a su capacitación. Los mercados deben garantizar un nivel mínimo de calificación por medio de certificaciones específicas. En mercados donde la actividad ya está más desarrollada, es usual que haya una entidad de carácter asociativo, responsable por la reglamentación de la actividad y también por la certificación de los profesionales.

Aunque la certificación de los analistas no garantice la calidad de sus análisis, previene situaciones donde personas sin conocimiento específico o suficiente emiten opiniones sin embasamiento, arriesgando inducir inversionistas a la toma de decisiones equivocadas. El perjuicio, en estos casos, ultrapasa la esfera del Inversionista y compromete la percepción de los Inversionistas en general sobre la calidad de los mercados y de las compañías negociadas.

El proceso de certificación puede ser desarrollado juntamente con asociaciones de clase, institutos educacionales, universidades y otros organismos de enseñanza que ya tengan experiencia en la aplicación de exámenes de calificación profesional en general.

Acuerdos con organismos internacionales como la ACIIA pueden generar niveles aún más avanzados de calificación. El ejemplo de Panamá y España ilustra experiencias exitosas en esto sentido, lo que ha ciertamente contribuido para el desarrollo de la actividad de analista de valores, la amplitud de cobertura del análisis y la calidad de los reportes producidos.

Programas de incentivo organizados por la bolsa

Las bolsas deben evaluar la posibilidad de lanzar programas de incentivo al desarrollo de la actividad de investigación y análisis. Vimos anteriormente programas específicos en la región que tuvieron éxito en promover la actividad de analista independiente o en ampliar la cobertura de las Pymes, por ejemplo.

Premios de calidad

Anteriormente se identificó que la creación de premios específicos para reconocer la calidad de los analistas de valores tuvo éxito en algunos mercados de la región y que podrían funcionar como incentivo a la actividad.

Este tipo de iniciativa tiene el beneficio de no requerir cambios regulatorios, en que se puedan desarrollar en asociación con la prensa local u otros organismos interesados como, por ejemplo, asociaciones de empresas o de emisores de valores de mercado.

XXV. V – CONCLUSIONES

En el estudio anterior, se había concluido que la actividad de análisis e investigación se presentaba como un inhibidor al desarrollo de la operación transfronteriza solamente en el caso de ser inexistente a la vez que los Inversionistas que buscaban familiarizarse con determinado mercado tendrían referencias sobre la calidad de las compañías listadas en este mercado. En que pese permanecer verdadero este diagnóstico, se observa que el crecimiento de los medios de difusión de información y de comunicación social y el avance de la era digital en las economías y mercados favorece la reducción de los costos de la actividad de análisis, así como su descentralización o su internalización en el ámbito de los propios Inversionistas a partir de informaciones disponibles.

Concluyese que la ausencia o bajo desarrollo de la actividad de investigación y análisis representa actualmente un inhibidor de menor expresión comparativamente al estudio anterior y a otros inhibidores identificados.

Asimismo, una de las razones que pueden justificar la ausencia del servicio de análisis es justamente el bajo grado de desarrollo del mercado con relativa escasez de empresas listadas. En esta circunstancia, los mercados de la región siguen enfrentando el desafío de atraer nuevos emisores en un escenario de concentración económica y de creciente competencia con los mercados internacionales.

Una vez que la actividad de investigación se haya desarrollado, la credibilidad y la oportunidad de los reportes emitidos permanece siendo un factor fundamental al desarrollo tanto del mercado local cuanto de la negociación transfronteriza. Si los reportes son contaminados por situaciones de conflicto de interés o presentan cambios bruscos de recomendación de inversión, la percepción del Inversionista sobre la solidez de la compañía que provee estas investigaciones y la calidad del mercado puede ser afectada.

En este sentido, la falta de ordenamiento específico y de mecanismos de acreditación de los profesionales sigue como inhibidor al flujo de inversión transfronteriza. Las bolsas, en su calidad de entidades autorreguladoras, deben buscar desarrollar reglas mínimas respecto a la conducta, formación, certificación o acreditación, responsabilidades y sanciones aplicables a los analistas de valores.

La frecuencia de la cobertura y su amplitud deben ser también factores de atención. Una cobertura o “*research*” poco expresivo, en términos del número de compañías cubiertas o de frecuencia de investigación, tiene el potencial de desestimular la inversión. Programas de incentivo patrocinados o “*sponsoreados*” por las bolsas y la entrega premios de reconocimiento de la calidad y asiduidad de la cobertura pueden ser importantes en el sentido de ampliar el escopo y la profundidad de la actividad de investigación y análisis en un determinado mercado.

II - INVESTIGACIÓN DE MERCADO, ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN Y LIQUIDEZ

B – LIQUIDEZ



XXVI. I – INTRODUCCIÓN

El objetivo del capítulo es:

- V. Revisar el diagnóstico regional referente a la liquidez de los mercados de renta variable y renta fija y presentar un análisis evolutivo de la región;
- VI. Identificar los factores que permanecen asumiendo el rol de inhibidores al desarrollo de la liquidez en estos mercados en el contexto de la integración transfronteriza;
- VII. Identificar los factores que actualmente son considerados clave para el desarrollo del mercado de derivados;
- VIII. Recomendar acciones e iniciativas que puedan contribuir para el desarrollo de la liquidez en los segmentos de mercado analizados.

El **diagnóstico regional** involucra aspectos de desarrollo de mercado en general y aspectos más específicos de desarrollo de la liquidez.

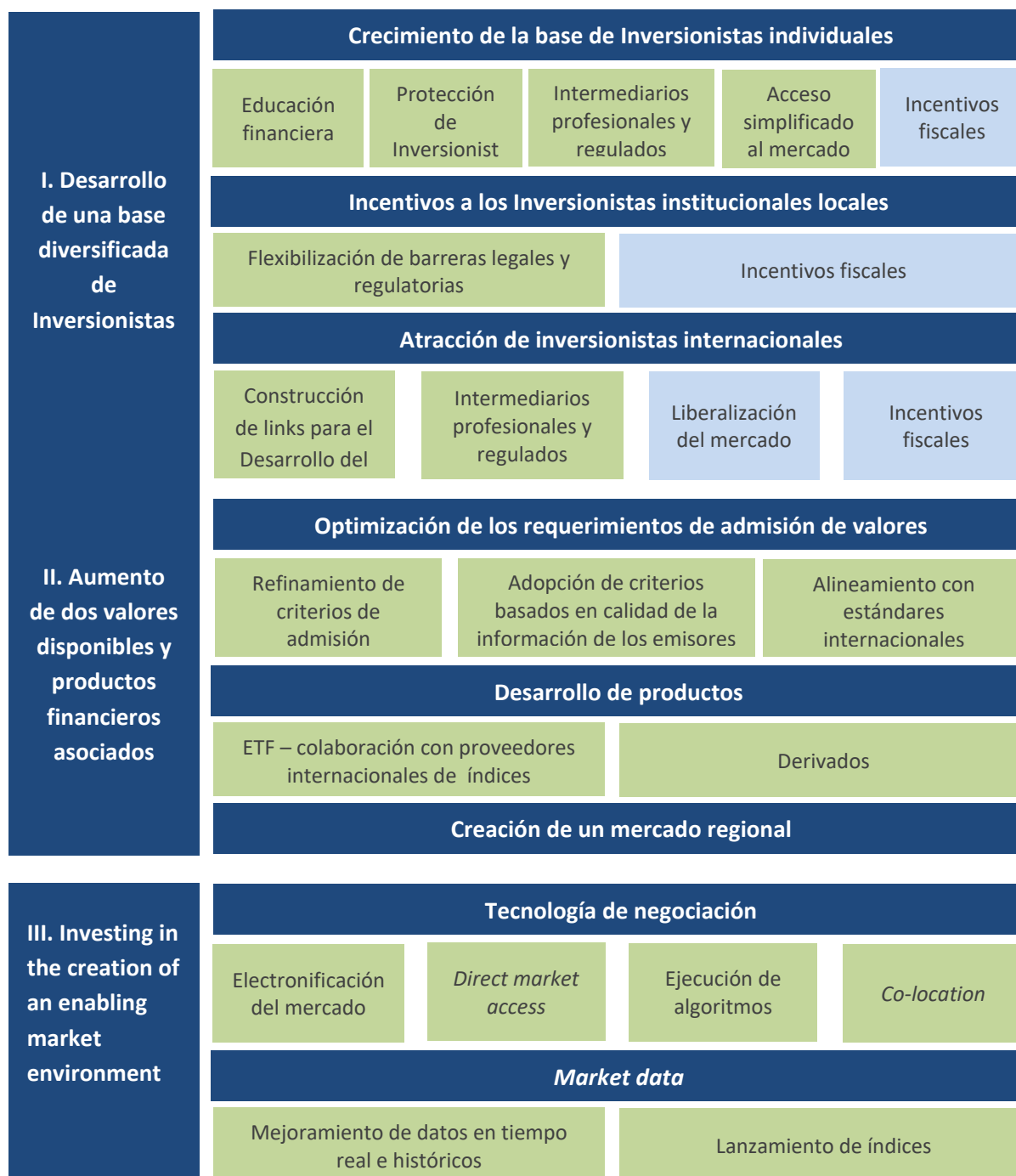
El documento publicado por *Oliver Wyman* y la *World Federation of Exchanges* (WFE)¹⁸ explora las acciones coordinadas que las bolsas, reguladores y participantes de mercado pueden tomar para promover el crecimiento de la liquidez en mercados emergentes. El reporte enfoca en tres líneas de acción:

- IV. Desarrollo de la base de Inversionistas con enfoque en atraer Inversionistas institucionales locales y extranjeros, además de ampliar la participación de Inversionistas individuales.
- V. Aumento de la gama de valores disponibles para los Inversionistas por medio del aumento de emisiones locales y extranjeras, el desarrollo de productos como ETFs y derivados, así como por la creación de conexiones entre los mercados.
- VI. Mejoramiento de la tecnología de negociación y *market data*, implementación de programas de creadores de mercado y desarrollo de esquemas de préstamo de valores.

Existe una serie de mecanismos que pueden contribuir para alcanzar los objetivos indicados por el estudio de WFE, según lo sumario a continuación.

Las iniciativas en color verde corresponden aquellas en que las bolsas pueden influir más directamente y de manera más autónoma. Aquellas en color azul celeste tienen un carácter más estructural y dependen de acciones gubernamentales.

¹⁸ *Enhancing Liquidity In Emerging Market Exchanges*, Oliver Wyman and The World Federation of Exchanges, 2016.



Fuente: Adaptación libre de figura en *Enhancing Liquidity In Emerging Market Exchanges*, Oliver Wyman and The World Federation of Exchanges, 2016

XXVII. II - RENTA VARIABLE

Son presentados en esta sección el diagnóstico regional evolutivo para el mercado de renta variable. Son presentados también inhibidores al desarrollo de la liquidez y, por fin, recomendaciones en el sentido de promover la liquidez en el contexto de la integración transfronteriza.

1. DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO

Los datos considerados en este capítulo fueron obtenidos a partir del Informe Estadístico Mensual de la FIAB y de informaciones fornecidas por las bolsas en un cuestionario organizado en dos partes: i) aspectos relacionados al desarrollo de mercado, y ii) aspectos de desarrollo de la liquidez.

La perspectiva es analizar si hay un nivel mínimo de desarrollo de mercado que permite que los esfuerzos para desarrollar la liquidez puedan sean efectivos y si el nivel de la liquidez del mercado es consistente con su grado de desarrollo.

El análisis considera los datos disponibles en el Informe Estadístico Mensual de la FIAB para todos los mercados y, respecto a algunos aspectos analizados, las respuestas de 11 bolsas: BYMA (Argentina), BBV (Bolivia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVPY (Paraguay) y BVDR (República Dominicana).

La investigación anterior contó con la participación de 14 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 76%.

INDICADORES DEL DESARROLLO DEL MERCADO – RENTA VARIABLE

Los aspectos analizados en la sección buscan proporcionar una visión sobre el grado de desarrollo de los mercados de la región.

COMPAÑÍAS LISTADAS, CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y *FREE FLOAT*

Compañías listadas

Bolsa	Número de compañías listadas	
	2022	2023
BME	1498	801
B3	361	353
BCS	298	297
BEC	292	292
BVL	201	195
BMV	139	136
BVES	125	127
BYMA	88	88
BVQ	61	64
BVC	65	63
BVG	60	61
BVA	51	57
BBV	52	48
BVV	35	38
Latinex	40	37
BNV	10	9
BVM	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual (2022 y 2023)

Capitalización bursátil

Bolsa	Capitalización bursátil al fin de año (US\$ millón)	
	2022	2023
B3	795.010,47	991.286,32
BME	665.568,94	769.643,13
BMV	454.545,50	576.343,27
BCS	172.894,65	180.191,33
BVL	71.961,17	85.942,28
BVC	68.485,54	79.148,35
BYMA	48.721,74	47.757,48
Latinex	15.231,00	20.354,00
BBV	15.409,36	15.149,96
BVQ	9.125,35	8.340,18
BVES	4.028,38	6.688,74
BNV	2.296,57	2.528,85
BVV	1.491,38	2.153,81
BVA	1.741,23	1.831,18

Fuente: Informe Estadístico Mensual (2022 y 2023)

Nivel promedio de *free float* para las 10 (diez) mayores empresas (capitalización bursátil del mercado)

Anteriormente, en la mayoría de las bolsas de la FIAB, el nivel medio de *free float* para las 10 (diez) principales empresas en términos de capitalización bursátil eran inferior a 49%. El diagnóstico se confirma en el estudio actual – BNV, BVES, BVG, BVQ, Latinex, BVA y BVRD indican que el nivel medio de *free float* se encuentra todavía en este rango. Solamente BYMA y BME presentan niveles más elevados de *free float* (entre 50% y 79% para BYMA y por encima de 80% para BME¹⁹).

VOLUMEN Y NÚMERO DE OPERACIONES

Bolsa	Monto total operado (US\$ millón)	
	2022	2023
B3	1.257.177,15	1.183.912,16
BME	385.223,30	324.475,40
BMV	102.959,74	111.991,92
BCS	35.909,98	30.379,04
BYMA	3.112,92	8.323,53
BVC	7.676,57	3.684,97
BEC	2.833,70	2.346,83
BVL	2.673,67	1.558,34
Latinex	610,34	828,84
BVQ	34,23	50,06
BVA	55,67	32,94
BNV	41,28	27,32
BVV	56,59	19,75
BBV	12,49	12,40
BVG	8,62	6,04
BVES	10,79	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

¹⁹ BMV no informó el nivel medio de *free float* para las 10 (diez) mayores empresas (capitalización bursátil del mercado).

Bolsa	Número de operaciones (mil)	
	2022	2023
B3	771.509,23	659.353,55
BMV	86.566,00	79.790,00
BME	34.790,00	24.652,00
BYMA	4.193,10	10.608,05
BCS	9.346,50	9.496,37
BVC	1.060,93	757,06
BEC	125,82	113,32
Latinex	25,65	27,28
BVL	26,23	23,68
BVQ	3,42	3,36
BVA	3,55	2,72
BNV	0,75	0,91
BVES	1,14	0,90
BVV	0,70	0,62
BVG	0,10	0,11
BBV	0,00	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

CONCENTRACIÓN DE LA BASE DE INVERSIONISTAS

BYMA, BNV y BVES indican que la base de inversionistas es diversificada con participación de inversionistas naturales. BVG, BVQ, BME, BMV, Latinex, BVA y BVRD, a su vez, informan que las transacciones están concentradas en instituciones financieras e Inversionistas institucionales.

Con relación al análisis anterior, se indica que las instituciones financieras y los Inversionistas Institucionales han ganado espacio ante los Inversionistas individuales en términos de participación en la base de inversionistas del mercado.

OPERACIONES DE ALTA FRECUENCIA

Considerando que los intermediarios de alta frecuencia (*high frequency traders o HFT*) contribuyen para aumentar los volúmenes de transacciones, este fue un punto de interés en el estudio sobre la liquidez. Se observa que en la mayor parte de los mercados analizados no hay actuación los HFTs (BBV, BNV, BVG, BVQ, Latinex y BVRD).

En algunos mercados que indicaron la presencia activa de los HFTs, su participación ha crecido con relación al análisis anterior, con BYMA llegando a 50% de negocios hechos por HFT y BME con 10% de los volúmenes transados por HFT. En otros mercados, todavía, como en el caso de BMV y BVA, la participación permanece bastante baja, con menos de 5% del volumen transaccional.

MODALIDADES DE NEGOCIACIÓN

Las plataformas electrónicas de negociación siguen siendo la principal modalidad de negociación en la región, aunque algunas bolsas mantengan el modo de negociación en viva voz, como es el caso de BBV, BVE, Latinex y BVRD. No se identificó evolución significativa en el uso de conexiones del tipo *Direct Market Access* (DMA), siendo que solamente BYMA, BMV y BVRD indican poseer tales mecanismos de negociación electrónica por pantallas, así como esquemas de *co-location*.

INDICADORES DEL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ – RENTA VARIABLE

Los aspectos analizados en esta sección buscan proporcionar una visión más específica sobre la liquidez los mercados de la región, revisando los indicadores estudiados anteriormente y verificando se hubo cambios significativos.

INDICADORES CUANTITATIVOS DE LIQUIDEZ**Volumen promedio diario negociado (*average daily trading value*) (orden decreciente)**

El volumen promedio diario negociado (ADTV) es considerado internacionalmente como una de las mejores medidas *proxy* de liquidez para el mercado de acciones. Los datos presentados abajo, clasificados en orden decreciente (2023) indican una distribución muy variable que no permite una comparación efectiva entre los mercados de la región. Respecto a la evolución individual de los mercados analizados, observase que BME y BYMA básicamente duplicaron su ADTV desde el último análisis, mientras otros mercados presentaron medias semejantes o menores.

Bolsa	Volumen medio diario operado (ADTV) (US\$ millón)	
	2022	2023
BME	6.099,00	6.123,00
BMV	1.012,00	854,00
BYMA	24,3	42,20
BVRD	0,00	8,00
Latinex	4,40	2,80
BVES	1,15	1,91
BVA	0,66	0,43
BVQ	0,12	0,26
BNV	0,11	0,14
BBV	0,05	0,04
BVG	0,03	0,02

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

Rotación

El índice de rotación del mercado corresponde al monto negociado en la bolsa en determinado periodo sobre el valor de los activos registrados para negociación en este mercado (capitalización bursátil) al final de este periodo. Por medio de ese indicador, se evalúa de forma simplificada la profundidad del mercado, es decir, el impacto que las negociaciones tienen sobre el precio de mercado. Los datos son presentados en orden decreciente (2023).

Bolsa	Monto total operado (US\$ millón)	
	2022	2023
B3	161,28	103,27
BME	55,90	37,62
BMV	18,47	18,91
BYMA	9,33	17,29
BCS	22,60	10,64
BVC	7,00	4,45
BVV	3,10	1,81
BVL	1,06	1,16
BNV	1,60	0,94
BVA	6,42	0,93

Latinex	5,21	0,91
BEC	1,62	ND
BVQ	0,22	0,28
BVQ	0,08	0,08
BBV	0,01	0,03
BVES	0,00	0,00
BVM	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

Índice MSCI – Mercados Emergentes

Por tratarse de una clasificación internacionalmente reconocida, buscamos identificar entre los mercados de la región el número de empresas que cumplían con los requisitos de MSCI de porte/monto y liquidez para clasificar los mercados como emergentes:

- Porte total de las compañías USD\$ 1.260 MM;
- Monto del flotante: USD\$ 630 MM;
- Rotación: 15%

Para los mercados de BBV, BNV, BVE, BVG, Latinex y BVA ninguna compañía transa un monto promedio superior al USD\$ 1 millón diario²⁰. El cuadro abajo presenta (en orden decreciente) el número de compañías que cumplen ese requisito.

Bolsa	Número de compañías con volumen negociado promedio > USD\$ 1 millón diario
	2023
BMV	45
BYMA	10
BVQ	8
BVG	3
BVRD	1

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

Aunque la superposición de informaciones pueda no ser suficiente para hacer un análisis comparativo, en términos generales, observase que el nivel de cumplimiento se deterioró, con un número menor de compañías cumpliendo con tal requisito.

PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO

Entre los mercados analizados, solo BME, BMV y Latinex mantienen programas de creador de mercado; BME con cobertura de 35% de las acciones negociadas y Latinex con 2%. BMV no informó el porcentual de cobertura.

Anteriormente, se identificó que algunos mercados que no contaban con programas de creadores de mercado tenían asimismo una base legal y/o reglamentar para la creación de dichos programas de creadores de mercado (BYMA, BBV y BNV). Se verifica, en tanto, que la existencia de la base legal no constituyó incentivo suficiente para que tales programas se desarrollaran.

²⁰ BME no respondió a la pregunta sobre este tema.

Para los programas en funcionamiento, se considera que se trata de un programa patrocinado, o “sponsoreado” por el emisor, quien figura como contratante de creadores de mercado. El principal impacto identificado es el aumento del número de operaciones.

TRANSPARENCIA DE INFORMACIONES PRE Y POST-NEGOCIACIÓN

En todos los mercados de la región se identifica un nivel adecuado de transparencia prenegociación con distintos mecanismos para difusión al público de las cotizaciones de las acciones en bolsa. Los más comúnmente utilizados son publicación electrónica de los datos en la página web de la bolsa. Varios mercados también comercializan su *market data*, que constituye una fuente de ingresos cada vez más relevante en los mercados de capitales, en general.

La transparencia post-negociación también es elevada toda vez que la totalidad de las bolsas de la región divulgan las operaciones realizadas en sus ambientes.

ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL GRADO DE DESARROLLO DE MERCADO Y DE LIQUIDEZ EN LA REGIÓN – RENTA VARIABLE

En el estudio anterior, se había creado una escala de clasificación de los países según sus niveles de desarrollo de mercado y de liquidez. Esa jerarquización tuvo el objeto de establecer una métrica propia de la región y de los mercados de la FIAB, de manera a clasificar las bolsas según el nivel de desarrollo de mercado y de liquidez.

Se observa que no hubo cambio en la clasificación anterior, o sea, los mercados líderes siguen siendo los mismos, así como los mercados medianos y pequeños, de acuerdo con los criterios establecidos para desarrollo de mercado y de liquidez. El único progreso efectivo identificado es Latinex que subió un nivel. De esta manera, se repite la secuencia la jerarquización de los mercados para en los diferentes niveles.

Los factores cuantitativos considerados para la clasificación en términos de desarrollo de mercado han sido la capitalización bursátil y el monto total operado²¹. Cualitativamente, fueron consideradas características como la existencia de inversionistas de alta frecuencia, o HFT, de modalidades DMA de acceso y de programas de creadores de mercado.

Los 5 (cinco) niveles identificados de desarrollo de mercado son:

Niveles decrecientes de desarrollo de mercado				
1	2	3	4	5
B3, BME				
	BMV			
		BYMA, BCS, BVC		
			BVL, Latinex	
				BBV, BNV, BVQ, BVG, BVE, BVV, BVA

²¹ BEC, BVRD y BVM no fueron incluidos por falta de información.

Los factores considerados para la clasificación en términos de desarrollo de la liquidez han sido, preponderantemente: el monto promedio diario negociado y el índice de rotación. Cualitativamente se ha considerado la existencia de programas de creadores de mercado.

Los 5 (cinco) niveles identificados de desarrollo de liquidez son:

Niveles decrecientes de desarrollo de liquidez				
1	2	3	4	5
B3, BME				
	BCS, BVC, BMV			
		BYMA, BVL		
			BNV, BVQ, Latinex, BVA	
				BBV, BVE, BVG, BVV

En la presente actualización, se hace un análisis evolutivo del grado de desarrollo de mercado y de liquidez en la región con el objetivo de verificar el avance de los mercados durante el período comprendido entre el último análisis del año 2015 y el actual y, también, de identificar la naturaleza de las barreras existentes.

Se identifica que en algunos casos los factores de naturaleza macroeconómica son más relevantes para explicar el nivel de desarrollo del mercado y de la liquidez que determinantes micro. Resulta que las recomendaciones a continuación tienen el potencial de ser más o menos efectivas según las causas detrás del grado de desarrollo observado. Con base en el análisis comparativo de las informaciones obtenidas en 2015 y las del presente estudio, se identifican los siguientes agrupamientos²²:

Grupo	Características	Bolsas ²³
1	Empeoramiento del nivel de desarrollo de mercado Empeoramiento del nivel de liquidez	BME, BMV, BVC, BVL, BVES
2	Mejora del nivel de desarrollo de mercado Mejora del nivel de liquidez	B3, Latinex
3	Empeoramiento del nivel de desarrollo de mercado Mejora del nivel de liquidez	BYMA
4	Mejora del nivel de desarrollo de mercado Empeoramiento del nivel de liquidez	BBV, BVA, BVQ
5	Empeoramiento del nivel de desarrollo de mercado Estabilidad en el nivel de liquidez	BCS, BVV
6	Estabilidad en el nivel de desarrollo de mercado Estabilidad en el nivel de liquidez	BNV

Es importante destacar que la presente evaluación ignora el porte de los mercados analizados y considera solamente la comparación evolutiva de cada mercado internamente, es decir, la evolución entre el momento que se realizó el primer estudio en el año 2015 y la presente actualización. El interés no es lo de establecer un

²² Como el análisis se da con base en los datos disponibles en los reportes estadísticos de la FIAB, además de las informaciones recalculadas a partir de la encuesta aplicada, el resultado presentado se muestra más amplio que lo que permitiría el simple análisis de las respuestas de la encuesta, puesto que esta se mostró bastante limitada en términos de los mercados cubiertos.

²³ Es importante destacar que algunas bolsas no estaban presentes en el estudio anterior, razón por la cual no es posible hacer un comparativo (BEC y BVG) y que, en algunos casos, las informaciones no estaban disponibles en los datos estadísticos de la FIAB (BVM y BVRD).

ranking entre los mercados, sino verificar la evolución de los mercados y de la liquidez al largo de la última década.

Grupo 1: En este grupo hay mercados medianos (BVC y BVL) y grandes²⁴ (BMV y BME). Se entiende que las condiciones determinantes del empeoramiento en el nivel de desarrollo de mercado y de la liquidez en el caso de BME son muy diferentes de los que determinan evolución semejante en los mercados de Latinoamérica. El contexto de competencia internacional e integración regional en Europa, así como la consolidación de algunas infraestructuras de mercado, son factores explicativos específicos al mercado español. Por otro lado, los mercados de BCS, BVL y BMV experimentan competencia con el modelo de DRs y condiciones político-económicas específicas, pero dentro de un matiz común de desvaluación cambial. En el caso particular de Perú, la reducción de los recursos invertidos en los fondos de pensión también tuvo un impacto sobre los volúmenes negociados en la bolsa.

Grupo 2: Las condiciones en los mercados de B3 y Latinex son muy diferentes a pesar del encuadramiento conjunto. En B3, algunos cambios estructurales, con la incorporación de nuevas líneas de negocio y la consolidación de la infraestructura de post-negociación, pudo haber sido un factor de contribución para la mayor competitividad local y regionalmente. Otro factor explicativo puede estar relacionado a innovaciones en términos de productos, servicios y tecnología. Latinex, a su vez, mismo que a un nivel muy diferente del caso de B3, presenta un consistente crecimiento tanto en términos de desarrollo de mercado (capitalización bursátil, por ejemplo), cuanto en términos de desarrollo de liquidez (rotación y montos transados).

Grupo 3: BYMA presenta una mejora en el nivel de liquidez, con mejora en los números de operaciones, montos operados y rotación. Sin embargo, se verifica una expresiva caída en la capitalización bursátil. Los factores explicativos están menos conectados a los factores micro, objeto del presente estudio, y más relacionados a las condiciones macroeconómicas del país, más específicamente la desvaluación cambial, entre otros factores.

Grupo 4: Este grupo congrega mercados de porte más pequeño (BBV, BVA y BVQ) cuyo nivel de desarrollo de mercado ha experimentado una mejora, aunque la liquidez se haya deteriorado. Para este grupo las recomendaciones pueden ser especialmente valiosas puesto que el determinante macroeconómico indica contribuir positivamente a partir de las condiciones de desarrollo del mercado. Iniciativas específicas volteadas al desarrollo de la liquidez pueden probarse de gran éxito, dado el ambiente favorable.

Grupo 5: Este grupo reúne el mercado mediano de BCS y los mercados más pequeños de BVES y BVV. Las condiciones que circunscriben tales mercados a una situación de deterioro de las condiciones de mercado, pero, simultáneamente, mantienen el nivel de liquidez estable, son claramente muy variables. Condiciones político-económicas suelen dictar el comportamiento en los mercados de BVES y BVV, aunque sean muy diferentes. En el mercado chileno, la reducción de los recursos invertidos en los fondos de pensión (como respuesta a permisos de retiro durante el año 2020) tuvo un impacto sobre los volúmenes negociados en la bolsa, además de la devaluación cambial que caracterizó la región en los últimos años.

²⁴ Los mercados de BMV y BME son bastante diferentes en términos de tamaño y BME es significativamente mayor comparativamente a BMV. La clasificación de ambos como grandes refleja las respectivas regiones donde están inseridos, Europa y Latinoamérica.

Grupo 6: Finalmente, para BNV, varios indicadores se han mantenido dentro del mismo rango de manera que el mercado y su liquidez han permanecido relativamente estable al largo del tiempo. Tal escenario puede indicar que existe espacio para iniciativas en términos de desarrollo de mercado y de la liquidez.

2. INHIBIDORES AL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA VARIABLE Y RECOMENDACIONES

Los inhibidores al desarrollo de la liquidez se manifiestan de manera diferente en función del nivel de liquidez existentes en cada uno de los mercados. Es importante destacar que, con pocas excepciones, hubo un estrechamiento de los mercados durante la última década. Las explicaciones son de varias naturalezas, cómo se exploró en la sección precedente, y, en la mayor parte de las veces, están conectadas a determinantes político-económicos que no están en el ámbito de análisis de la presente investigación.

LA COMPETENCIA INTERNACIONAL

Uno de los principales inhibidores al desarrollo de la liquidez en los mercados de la región es la competencia existente con otros mercados fuera de la región.

En el proceso de captación de recursos por la parte de las compañías listadas, sea por medio de ofertas públicas primarias o secundarias, es usual que una parte (muchas veces relevante) de los valores ofertados sea destinada a colocación en otros mercados, sobre todo en los EEUU. Esa estrategia refleja el interés de las compañías que buscan garantizar una participación significativa de inversionistas extranjeros de alto perfil.

Los programas de *Depositary Receipts* (DR) constituyen una modalidad de inversión que, desde el punto de vista del inversionista regional o transfronterizo, presenta ventajas económicas y operativas puesto que permiten acceder a valores extranjeros en su mercado local. Es indudablemente muy cómodo para estos inversionistas operar por medio de los DRs sin la necesidad de comprender el funcionamiento del mercado de origen (reglas y procedimientos operativos) ni tampoco incurrir en costos asociados a la contratación de custodios y a la transferencia de recursos por medio de operaciones de tipo de cambio.

Tal aspecto se volvió aún más relevante en los últimos años considerando que el acceso al mercado norteamericanos permite alcanzar, por medios de los DRs, valores emitidos en casi la totalidad de los mercados internacionales, sin la necesidad de establecerse como Inversionista en los mercados de origen o de migrar recursos entre países. Atraer Inversionistas para los mercados locales es un desafío creciente en todas las regiones, incluso para los mercados de la FIAB.

ASPECTOS RELACIONADOS A LAS COMPAÑÍAS LISTADAS

Algunos inhibidores están relacionados con la calidad de los emisores, con el nivel de gobierno corporativo de ellos y con la calidad de la información difundidas en el ámbito de la transparencia. Nótese que los inversionistas transfronterizos son usualmente más exigentes y acostumbrados a negociar con activos de elevada calidad.

Otro aspecto inhibidor al desarrollo de la liquidez es el nivel promedio de *free float* de las compañías listadas que puede reflejar un nivel de concentración de propiedad que dificulta la negociación de los valores en el mercado de capitales.

Anteriormente se había identificado que, en algunos mercados, las principales compañías podrían ser estatales o de economía mixta con el control del gobierno. En este sentido, el proceso de privatización de las compañías constituyó un importante marco para el desarrollo del mercado de capitales y de su liquidez. Este proceso se consolidó al largo de la última década de manera que se esperaba un impacto positivo sobre la liquidez regional. Sin embargo, los elementos inhibidores tuvieron un efecto aún más relevante.

BASE DE INVERSIONISTAS

En la región, la base de inversionistas aún puede ser considerada poco diversificada, con baja participación relativa de los inversionistas extranjeros y de personas naturales del propio país donde está establecida la Bolsa.

MECANISMOS COLECTIVOS DE INVERSIÓN Y OTRAS MODALIDADES DE VALORES

Un fenómeno que se observa desde la última investigación es el crecimiento significativo de los mecanismos de inversión colectiva, principalmente fondos de inversión. Este segmento se ha desarrollado mucho en la región de manera que la negociación de cuotas en las bolsas de la región suele representar una nueva modalidad de liquidez.

Paralelamente, se identifica una tendencia a la diversificación de activos, para otros tipos de valores con características muy distintas de las acciones. Eventuales limitaciones que las bolsas puedan experimentar para adaptarse a la negociación secundaria de una gama diversificada de valores, incluidas cuotas de fondos de inversión representan un inhibidor en la medida que impide que los mercados cumplan con su potencial de desarrollo.

ASPECTOS TECNOLÓGICOS DE ACCESO AL MERCADO

Un importante factor determinante de la liquidez en el escenario actual, sobre todo en el contexto de la integración transfronteriza, es el nivel de sofisticación tecnológica y de potencial de *straight through processing* (STP) que los ambientes de negociación y post-negociación proporcionan a los inversionistas.

La negociación por medio de plataformas electrónicas es condición mínima para el desarrollo de la liquidez y la operación transfronteriza. Este estadio de desarrollo fue superado por todos los mercados de la región, aunque algunos mantengan todavía mecanismos de negociación en viva voz.

Para mercados medianos y grandes, el desafío se encuentra más allá de las plataformas electrónicas de negociación, toda vez que los Inversionistas demandan acceso cada vez más eficiente por medio de DMA (*Direct Market Access*) y de *co-location*. En este sentido, se identificó poco avance en la región.

3. RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA VARIABLE

Las recomendaciones presentadas visan estimular directamente el desarrollo de la liquidez o indirectamente por medio de potenciar factores determinantes de la liquidez.

COMPETENCIA CON LOS DRS

Considerando que uno de los principales inhibidores al desarrollo de la liquidez es la competencia con los DRS, recomendase que la bolsa busque identificar ventajas en la negociación en el mercado local comparativamente a la negociación en los mercados de DRS y diseminar tal diagnóstico entre los participantes de mercado que representan Inversionistas extranjeros.

Entre los elementos que pueden ser considerados benéficos en la negociación en la bolsa origen de la emisión, es posible destacar la mayor amplitud de los activos disponibles y la posibilidad de participar directamente en las decisiones de la compañía por medio del ejercicio de derechos políticos. Respecto al último, usualmente los DRs no garantizan buenas condiciones para que el Inversionista ejerza sus derechos.

Otro aspecto interesante que merece destaque está relacionado al recibimiento de recursos financieros oriundos del pago de eventos corporativos en dinero, como dividendos e interés. Muchas veces existe un desfase temporal entre el pago en el mercado local comparativamente al mercado donde los DRs son negociados en función de las transacciones cambiales, entre otros procedimientos operativos.

En el caso de derechos llamados voluntarios, donde el Inversionista necesita manifestarse para ejercerlos, la situación puede representar aún más una desventaja a la vez que el ejercicio en el mercado de DRs suele ser prácticamente inoperable, dependiendo del grado de sofisticación de los servicios prestados por los depositarios (*depository*) de los programas en el exterior. Los costos involucrados en tales procesos muchas veces no son tenidos en cuenta por los Inversionistas por desconocimiento acerca del proceso de tratamiento de derechos en el mercado local o porque tales costos están disfrazados en un paquete de servicios.

PROGRAMAS DE CREADORES DE MERCADO

La adopción de programas de creadores de mercado puede representar un mecanismo importante para el desarrollo de la liquidez en los mercados, sobre todo para acciones de baja liquidez, de Pymes o valores que están iniciando su negociación en el mercado secundario. Estos constituyen candidatos naturales a ingresar programas de creadores de mercado.

Los programas de creadores de mercado deben contar con requerimientos mínimos de actuación.

Es positivo ver que hay mercados con base legal para la creación de tales programas, pero donde no hay programas en funcionamiento actualmente se indica estar atentos a las oportunidades que pueden ser creadas por este tipo de iniciativa.

BASE DE INVERSIONISTAS - NEGOCIACIÓN POR MEDIO DE LA INTERNET (HOME BROKER)

En el estudio anterior se había identificado que la participación de inversionistas personas naturales del propio país por medio de canales directos de negociación, como los home brokers, podrían representar un elemento relevante para el desarrollo de la liquidez del mercado accionario.

Una ventaja inicial de este tipo de negociación es que, comparativamente a la transmisión de órdenes por medio del teléfono o e-mail, posibilita mayor automatización y agilidad del proceso como un todo, muchas veces bajando el costo operacional de las corredoras de la atención uno a uno a ese tipo de cliente.

Mercados como los de los EE. UU., China Taipéi y Corea del Sur ya indicaban que la negociación por medio de la Internet aumenta significativamente los volúmenes negociados una vez que se ha alcanzado una base razonablemente amplia de Inversionistas que la utilizan. La recomendación para los mercados de la FIAB es que se considere el potencial que representa la promoción de tal mecanismo respecto a la liquidez en el mercado secundario de renta variable.

Estudios mencionados por la IOSCO llevados a cabo en los mercados de EE. UU. y Hong Kong indican también que los Inversionistas que actúan de esta manera son más propensos al riesgo y típicamente detienen sus posiciones por periodos más cortos de tiempo, promoviendo así una mayor liquidez en el mercado.

Otra dimensión de esta modalidad de acceso es que en función de su simplicidad, velocidad y capacidad de integración con otros sistemas componentes de la infraestructura de negociación, hay una potencial oportunidad de reducción de los costos de transacción involucrados en la operación.

Finalmente, mercados cuya liquidez está amparada en una base amplia de inversionistas, incluso con participación relevante de personas naturales, representan mejores oportunidades en el contexto de la integración transfronteriza.

DESARROLLO TECNOLÓGICO CON ENFOQUE EN LA AMPLIACIÓN DE LA LIQUIDEZ

En términos de desarrollo tecnológico, y considerando las diferentes realidades de los mercados de la región, es importante definir condiciones mínimas para el desarrollo de la liquidez y de la integración de los mercados. La adopción de plataformas electrónicas de negociación que permita la difusión de cotizaciones en tiempo real a los participantes de mercado debe ser considerada condición tecnológica mínima.

Para mercados medianos que aún no disponen de mecanismos de DMA, se sugiere evaluar la posibilidad de iniciar con modalidades simplificadas que permitan acceso por medio de la conexión del intermediario que representa el Inversionista para introducir progresivamente, conforme el mercado así permita, modalidades más directas.

Es igualmente recomendable que, con miras a la ampliación de la liquidez y del número de transacciones realizadas, los mercados se mantengan atentos al dimensionamiento de sus estructuras de negociación, de los canales de comunicación y cambio de informaciones con los participantes y de la capacidad de procesamiento de los sistemas en general. Cambios de infraestructura tecnológica, sobre todo cuando involucran redimensionamiento de hardware, deben ser anticipados y ejecutados de manera planificada con el mercado.

INTERCONEXIÓN DE LOS MERCADOS CON ENFOQUE EN LA AMPLIACIÓN DE LA LIQUIDEZ

La interconexión de los mercados en algún grado es condición necesaria al desarrollo de la operación transfronteriza. En el escenario global, es posible identificar una serie de iniciativas de integración con objetivos y modelos diferenciados.

Iniciativas clasificadas como “integracionistas” se muestran positivas, en la medida que agregan bolsas de diferentes jurisdicciones con mayor o menor grado de integración, integran aspectos que simplifican la operación, como la unificación de plataformas de negociación, o pantallas de operación que integran los mercados, simplificación de la post-negociación, y que por ende viabilizan mayor tránsito operativo entre los mercados e inversionistas de esas infraestructuras.

Entre los ejemplos, claramente el caso de las bolsas Euronext (Francia, Portugal, Bélgica, Holanda y Luxemburgo) en la primera década de los 2000 habían logrado mayor nivel de integración operativa incluso considerando corredores con acceso a la gama completa de activos y mercados. La facilidad, en esa estructura, de operar bajo el mismo marco regulatorio y la misma moneda dentro de la Unión Europea,

viabilizó operaciones transfronterizas, aumentó la liquidez de los mercados y llevó a una importante valorización de las bolsas en su calidad de empresas.

Actualmente, la misma región iberoamericana tiene protagonistas de ese tipo de integración de mercados.

La BME y se ha unificado con la Bolsa Suiza SWX, fortaleciendo el acceso de inversionistas, emisores, corredores y ganando más negocios entre el mercado europeo y suizo, que gozan aún de la moneda integrada.

Las Bolsas de Centroamérica, integradas por Latinex, BNV, BVES, Guatemala han experimentado un modelo de integración transfronteriza que tiene el aval de sus reguladores y permite la integración de operaciones específicamente de renta fija. La integración operativa de los mercados de renta fija de Centroamérica sigue en desarrollo y su etapa inicial aun no permite identificar el crecimiento, pero sin duda parte de un marco con el apoyo regulatorio y tecnológico esencial para su desarrollo y facilitación de negocios.

En NUAM Exchange, que integra las bolsas de Chile, Colombia y Perú desde el año 2023, es un referente de evolución que partió inicialmente en el año 2010 con el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). En aquella ocasión, reguladores se sumaron al proyecto viabilizando ofertas públicas regionales desde el punto de vista de colocación y de negociación secundaria, permitiendo a los corredores ofrecer a sus clientes inversionistas domésticos los activos del otro mercado en una única pantalla de negociación. Los desafíos de tipo de cambio y de modelo de negociación de cada mercado representaron un desafío, lo que probablemente sería derrumbado con la promesa de un sistema de negociación unificado (anunciado por NUAM luego de la formalización de la integración corporativa de las tres bolsas). La iniciativa parece promisor, a la vez que posee una característica singular respecto a las otras experiencias, vez que los sistemas de liquidación de los tres países están integrados en NUAM, facilitando las condiciones de interconexión e integración de los mercados.

De igual forma, son conocidas las iniciativas de la FIAB de promocionar la integración de los mercados de la región desde los años 1990. Aunque no haya llegado a efecto una integración transfronteriza regional, la discusión constante con sus miembros sobre los distintos modelos y la misma realización de este estudio – sea en su versión anterior el año 2015 o en esta actualización de 2024 – representa el fomento propositivo de formas de integración entre sus bolsas miembros y los mercados regionales.

XXVIII. III – RENTA FIJA CORPORATIVA

En esta sección se presenta el diagnóstico regional evolutivo del mercado de renta fija corporativa, incluyendo una posible jerarquización de los mercados en función del grado de desarrollo de mercado y de la liquidez. Se presentan también los inhibidores al desarrollo de la liquidez y recomendaciones para promover la liquidez en el contexto de la operación transfronteriza.

1. DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO

La metodología empleada para obtener el diagnóstico en este segmento de mercado fue la misma aplicaba al segmento de renta variable, o sea, el análisis de los datos disponibles en los informes estadísticos de la FIAB y un cuestionario organizado en dos partes: i) aspectos relacionados al desarrollo de mercado, y ii) aspectos de desarrollo de la liquidez.

El análisis considera los datos disponibles en el Informe Estadístico Mensual de la FIAB para todos los mercados y, respecto a algunos aspectos analizados, las respuestas de 11 bolsas:

BYMA (Argentina), BBV (Bolivia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), BVA (Paraguay) y BVRD (República Dominicana).

La investigación anterior en el año 2015 contó con la participación de 14 bolsas miembro de la FIAB y el nivel de superposición es de 76%.

INDICADORES DEL DESARROLLO DEL MERCADO - RENTA FIJA CORPORATIVA

VALOR DE MERCADO DE LOS TÍTULOS REGISTRADOS EN BOLSA

El mapeo del valor de mercado de los títulos registrados en la bolsa tiene por objetivo determinar el tamaño del mercado como un elemento de su desarrollo.

El valor de mercado de los títulos registrados en la bolsa es un dato que estaba disponible anteriormente en los reportes estadísticos de la FIAB. Sin embargo, se interrumpió el relevamiento de esos datos, de manera que las informaciones presentadas reflejan solo las repuestas recibidas de las bolsas que respondieron la encuesta correspondiente a esta sección.

De las 11 bolsas que respondieron a la encuesta, en BVQ el valor de mercado de los títulos registrados no está disponible y BVES, BME, Latinex y BVA no han fornecido informaciones correspondientes. Así es que los datos son bastante incipientes con relación al que estuvo disponible en el estudio anterior.

Bolsa	Valor de mercado de los títulos registrados en bolsa (US\$ Millón)	
	2022	2023
BMV	78.449	88.892
BYMA	2.840	2.680
BBV	2.435	2.386
BNV	2.096	3.642
BVG	1.822	1.826
BVRD	2.717	2.783

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

EMISIONES REGISTRADAS

Bolsa	Número de emisiones registradas en la bolsa	
	2022	2023
Latinex	1114	1079
BYMA	855	870
BVA	507	644
BME	497	562
BVC	595	ND
BVES	351	466
BVQ	407	458
BVG	407	458
BVL	293	241
BVV	208	ND
BBV	226	220
BMV	197	200
B3	41	37
BCS	ND	ND
BEC	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

VOLUMEN Y NÚMERO DE OPERACIONES

Bolsa	Monto total operado (US\$ Millones)	
	2022	2023
BME	87.802,73	575.625,78
BYMA	188.937,51	200.568,69
BVC	24.040,81	43.441,01
BCS	22.988,23	42.750,94
BBV	10.841,63	7.578,18
BVA	3.225,05	4.112,36
Latinex	2.643,30	1.996,47
B3	317,47	1.160,90
BVRD	9.323,57	897,32
BVES	385,93	837,96
BVQ	814,90	811,23
BVG	509,03	635,25
BEC	773,54	448,47
BVL	780,08	324,64
BNV	280,25	265,38
BVV	44,35	ND
BVM	ND	ND
BMV ²⁵	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

Bolsa	Número de operaciones (Mil)	
	2022	2023
BME	35,83	43,16
BCS	21,34	25,48
BVC	64,90	80,07
BVV	1,65	ND
BBV	36,63	26,78
BYMA	687,54	2.797,60
BVL	1,30	0,93
Latinex	99,71	4,09
BVG	2,32	2,01
BVQ	2,09	2,18
B3	132,14	869,12
BNV	0,27	0,12
BVES	0,56	0,24
BEC	0,46	0,56
BVM	14,52	20,58
BVRD	2,38	2,59
BMV	0,28	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

CONCENTRACIÓN DE LA BASE DE INVERSIONISTAS

La base de inversionistas es considerada diversa en el sentido que no hay solo un tipo de inversionista. La presencia de inversionistas individuales se indica fuertemente en las bolsas BNV, BVG, BVQ, Latinex, BVA,

²⁵ Para el mercado mexicano, la información disponible en el Anuario de la FIAB agrega los montos operados de renta fija pública y corporativa.

BVRD y BME. Sin embargo, en todos los mercados analizados, la base de inversionistas se encuentra concentrada en instituciones financieras e inversionistas institucionales.

MODALIDADES DE NEGOCIACIÓN

La modalidad de negociación es menos uniforme para valores de renta fija corporativa comparativamente a los valores de renta variable. Aunque exista la utilización de plataformas electrónicas de negociación de renta fija en la mayor parte de los mercados, observamos también los siguientes mecanismos alternativos como negociación OTC con reporte al depositario central (BVRD), sistema electrónico de negociación de otra institución (BME y BMV) y negociación OTC sin reporte a la bolsa (Latinex).

INDICADORES DEL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ - RENTA FIJA CORPORATIVA

Los aspectos analizados en la sección buscan actualizar la visión sobre la liquidez los mercados de renta fija corporativa en las bolsas de la región.

INDICADORES CUANTITATIVOS DE LIQUIDEZ

Rotación

El índice de rotación del mercado corresponde al monto negociado del activo en determinado periodo sobre el valor registrado en estoque de ese mismo activo al final de ese periodo. Por medio de ese indicador, se evalúa de forma simplificada el impacto que las negociaciones tienen sobre el precio de mercado.

Es importante recabar que los datos relativos al valor de mercado de los valores de renta fija corporativa registrados en bolsa no están más disponibles en las estadísticas de la FIAB como anteriormente. De esta manera, fue necesario considerar los datos fornecidos por las bolsas en la encuesta aplicada. En este caso, la baja adhesión de las bolsas en las encuestas de este estudio ha perjudicado el análisis, incluso de la evolución de los mercados en el período.

Los datos presentados en orden decreciente (2023) permiten observar que la liquidez de los mercados de renta fija corporativa es baja, con la excepción del mercado argentino²⁶.

Bolsa	Rotación	
	2022	2023
BYMA	66.58	74.84
BBV	4.45	3.18
BVG	0.28	0.35
BVRD	3.43	0.32
BNV	0.13	0.07

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

Presencia en la negociación en bolsa

Con el objetivo de verificar con qué frecuencia los valores de renta fija corporativa son negociados en bolsa, buscamos identificar el porcentual de valores negociados en 4 (cuatro) niveles:

- Menos que 30% de las sesiones de negociación;
- Entre 30% y 50%;
- Entre 50% y 80%; y
- Por encima de 80%.

²⁶ BMV y BVA no informaron la rotación en sus mercados.

Es posible observar en los resultados presentados a continuación que, para la mayor parte de los mercados que entregaron informaciones, la frecuencia de negociación de renta fija es muy baja (menos de 30%). Ese resultado no sorprende, considerando las características de este mercado, donde la negociación secundaria de los valores es rarefacta mismo en mercados globales y con mayor liquidez²⁷.

Bolsa	% de participación en las sesiones de negociación (2023)			
	< 30%	Entre 30% y 50%	Entre 50% y 80%	> 80%
BYMA	50	60	65	70
BBV	75	79	85	88
BNV	59	62	64	64
BVQ	ND	ND	32	ND
BVES	ND	ND	ND	ND
BME	75	5	10	15
BVG	93	5	2	0
Latinex	70	25	3	2
BVRD	100	-	-	-

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

Porte promedio de los *spreads*

El tamaño promedio de los *spreads* es también un importante indicador de liquidez. En el análisis anterior se indicaba que los *spreads* eran, en general, bastante elevados indicando la baja liquidez general de este mercado. En la presente revisión las respuestas no han sido suficientes para confirmar el diagnóstico anterior.

FORMACIÓN DE PRECIOS

La manera como el precio se forma es un indicativo del nivel de liquidez del mercado. Con el objetivo de averiguar si la formación de los precios se daba en el mercado o si los precios tenían una referencia primordialmente teórica, se inquirió sobre el porcentaje de valores con precio diario en el mercado, la existencia de proveedores de precios y sobre la convergencia entre los precios teóricos y los precios de mercado.

En el análisis anterior se identificó que, en la casi totalidad de los mercados, el porcentaje de títulos de renta fija corporativa que obtienen precio de mercado diariamente es nulo o irrelevante. Es posible observar un cambio importante en la formación de precios. El porcentaje de títulos de renta fija corporativa que obtienen precio de mercado diariamente es de cerca de 15% para BVG y Latinex, 30% para BVRD, 40% para BYMA, 70% para BVQ y BME y 100% para BVA, lo que representa un aumento expresivo con relación al análisis anterior.

PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO

Existen programas de creador de mercado en funcionamiento para el mercado de renta fija corporativa en BBV, Latinex y BME. En el análisis anterior, solamente Brasil y España habían implementados programas de creadores de mercado para renta fija corporativa, de manera que se puede estimar un pequeño avance en este sentido.

TRANSPARENCIA DE INFORMACIONES PRE Y POST NEGOCIACIÓN

En todos los mercados de la región se identifica, así como en el mercado de renta variable, diversos mecanismos para difusión al público de las cotizaciones de los títulos de renta fija corporativa en bolsa. El

²⁷ BMV y BVA no informaron la rotación en sus mercados.

más comúnmente utilizado es la publicación electrónica de los datos en la página web de la bolsa. En los mercados de la región, en general, el nivel de transparencia post-negociación en bolsa es elevado toda vez que la totalidad de las bolsas de la región divulgan las operaciones realizadas en sus ambientes.

ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL GRADO DE DESARROLLO DE MERCADO Y DE LIQUIDEZ EN LA REGIÓN – RENTA FIJA CORPORATIVA

En el estudio anterior, se creó una escala de clasificación de los países según niveles de desarrollo de mercado y de liquidez. Esa jerarquización tuvo el objetivo establecer una métrica propia para la región y los mercados de la FIAB, de manera a clasificar las bolsas según el nivel de desarrollo de su mercado y de su liquidez.

Para la clasificación **en términos de desarrollo de mercado** se considera preponderantemente el monto total operado, toda vez que el valor de los activos de renta fija registrados en bolsa no estuvo disponible para la mayor parte de las bolsas.

Los 5 (cinco) niveles de desarrollo de mercado identificados entre las bolsas de la FIAB son:

Niveles decrecientes de desarrollo de mercado				
1	2	3	4	5
BME	BCS, BVC	BYMA, BBV, BVA, BVL	Latinex, BVQ, BVES	B3, BMV, BVRD, BVM, BVV

Los factores considerados para la clasificación **en términos de desarrollo de la liquidez** han sido, principalmente:

- La rotación,
- La presencia en la negociación en bolsa,
- La formación de precios y
- La existencia de programas de creadores de mercado.

Solamente las bolsas que participaron de la encuesta tienen sus resultados reflejados, puesto que no existían, como anteriormente, otras fuentes de información disponibles.

Los 3 (tres) niveles de desarrollo de liquidez para el mercado de renta fija corporativa identificados entre las Bolsas de la FIAB son:

Niveles decrecientes de desarrollo de liquidez		
1	2	3
BYMA, BME	Latinex, BBV	BVRD, BVQ, BVG, BNV, BVE, BMV, BVA

Un análisis evolutivo del grado de desarrollo de la liquidez permite identificar que el mercado argentino experimentó un crecimiento de la liquidez para los valores de renta fija corporativa. Los demás mercados analizados se mantuvieron relativamente estables comparativamente a la investigación precedente.

2. INHIBIDORES AL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA CORPORATIVA

El desarrollo de la liquidez de valores de renta fija corporativa es un desafío incluso en mercados considerados líquidos y profundos para otra gama de activos. Típicamente, son mercados que tienen sus transacciones concentradas en el ambiente OTC con o sin reporte de dichas operaciones a la bolsa.

El principal inhibidor asociado a la emisión de valores de renta fija corporativa es la falta de estandarización de los valores, lo que dificulta su negociación secundaria y, en consecuencia, el desarrollo de su liquidez.

La falta de estandarización, a su vez, tiene origen en la propia cultura de captación de recursos por medio de este tipo de instrumento. Las empresas captan recursos a través de bonos corporativos en gran parte a raíz de la flexibilidad que este instrumento proporciona, permitiendo el establecimiento de condiciones particulares en cuanto a los plazos, lote mínimo de emisión y de negociación, condiciones de pago de interés y amortización, fecha de vencimiento, entre otros. Resulta que los valores de renta fija emitidos no son estandarizados o fungibles.

Además, las emisiones son muchas veces colocadas directamente a un conjunto restringido de inversionistas institucionales de gran porte, lo que puede ser en parte dirigido por el propio tamaño del lote mínimo. Los inversionistas institucionales son típicamente inversionistas de largo plazo que suelen mantener los valores adquiridos hasta su vencimiento, dificultando su negociación en el mercado secundario y concentrando su liquidez en pocas manos.

Las características de los valores emitidos en el mercado primario y el perfil de los inversionistas que participan de este mercado representan un inhibidor a la creación de una masa crítica de valores con perfil de negociación en el mercado secundario.

La negociación de valores de renta fija corporativa no se distribuye de forma proporcional a lo largo de la vigencia del bono. A diferencia de los mercados accionarios, los títulos de renta fija presentan periodos de mayor negociación (en la emisión, pago de eventos corporativos, cambio en la rentabilidad proyectada), fuera de los cuales los valores se negocian de manera muy distinta a lo largo del tiempo y de forma muy concentrada en pocos participantes.

Como las rentabilidades son definidas en la emisión y el perfil de los adquirentes es de inversionistas de largo plazo, es previsible que las negociaciones con estos activos sean motivadas principalmente por eventos relacionados a los flujos financieros de la vida del activo, que ocurren en momentos específicos. La característica básica de la negociación secundaria de estos valores es, por lo tanto, un aspecto inhibidor al desarrollo de su liquidez por su perfil, tanto del punto de vista de la negociación local como por la perspectiva de negociación en un ambiente de integración transfronteriza.

3. RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA CORPORATIVA

Las recomendaciones presentadas en la sección se enmarcan en el aspecto de ampliar la eficiencia del mercado primario *vis a vis* su impacto en la negociación secundaria y, sobre todo, en promover el desarrollo

de la infraestructura de negociación con el ánimo de atraer inversionistas que actualmente operan preferencialmente en los mercados OTC.

AUMENTO DE LA EFICIENCIA DEL MERCADO PRIMARIO

El aumento de la eficiencia del mercado primario puede estar asociado a la ampliación de los mecanismos de oferta, la reducción de los plazos de registro y el desarrollo de modelos estandarizados de prospectos de emisión, aspectos discutidos en el capítulo dedicado a las reglas de colocación primaria.

La eficiencia está también relacionada a características propias de la emisión y al perfil de los inversionistas participantes en este mercado, de manera a proporcionar un ambiente que ofrezca más condiciones para la negociación de los valores ofertados en el mercado secundario.

Se recomienda que las bolsas busquen mecanismos que incentiven las compañías a realizar emisiones destinadas a un público diversificado de inversionistas, incluyendo, tanto como sea posible, inversionistas de menor porte y personas naturales.

En este sentido, las bolsas deberían evaluar medidas como:

- Introducción de ventajas económicas como, por ejemplo, tasas de registro de activos reducidas para emisiones que tengan la meta de distribuir valores a un porcentaje mínimo de inversionistas individuales (10%, por ejemplo) – un concepto conocido en los mercados como dispersión de inversionistas;
- Incentivos a las emisiones de valor unitario más pequeño (US\$ 1,000.00, por ejemplo); y
- Adopción de programas de distribución que facilitan la dinámica de colocación y permiten más previsibilidad por la parte de los potenciales inversionistas.

Es fundamental también que las bolsas inviertan en programas educacionales de alcance a la población que no está familiarizada con el mercado de capitales. Tales iniciativas deben ser coordinadas también, en lo posible, con los participantes de mercado, asociaciones de mercado y entes del gobierno.

DESARROLLO DE LA INFRAESTRUCTURA DE REGISTRO DE TRANSACCIONES OTC EN EL MERCADO SECUNDARIO

En el estudio precedente se había recomendado que las bolsas enfocasen en el desarrollo de la infraestructura para negociación electrónica y/o registro de operaciones concertadas bilateralmente con valores de renta fija corporativa. Se nota, actualmente, que varios de los mercados de la FIAB mantienen plataformas electrónicas de negociación también para valores de renta fija, lo que proporciona una mejor formación de precios y mayor grado de transparencia.

Aunque permanezca válida la recomendación de que los mercados desarrollen mecanismos electrónicos de negociación para estos valores, la recomendación actual va más en línea con el desarrollo de sistemas de registro de operaciones concertadas en el mercado OTC.

Es largamente reconocido en la literatura y en la experiencia práctica que el mercado de renta fija corporativa presenta un comportamiento distinto al del mercado de renta variable y que existen límites intrínsecos al desarrollo de su negociación en plataformas electrónicas, permaneciendo una parcela de las operaciones en los ambientes OTC.

Sin embargo, la calidad del mercado y, por consecuencia, su liquidez depende de la transparencia en el proceso de formación de precios y de concertación de operaciones. Resulta que es importante que las bolsas reconozcan la importancia de proveer soluciones que incrementen la transparencia de la parcela de operaciones OTC con instrumentos de renta fija, a través de sistemas de registro de operaciones transadas fuera del ambiente de negociación de la bolsa.

Se recomienda, por lo tanto, que los mercados de la región busquen desarrollar mecanismos normativos y operativos para que las transacciones concertadas en el ambiente OTC sean pasibles de registro en sistemas de ambientes centralizados de registro. Además de un servicio de grande valor agregado para el mercado de capitales, el desarrollo de sistemas centralizados de registro de operaciones (conocidos internacionalmente como *trade repositories*, o TR) es una tendencia consolidada en los mercados internacionales y un elemento relevante del punto de vista de la atracción de inversionistas transfronterizos y del desarrollo de la liquidez, a la vez ofreciendo también registro de la propiedad.

OFERTA DE DATOS DE PRECIOS DE REFERENCIA Y REDUCCIÓN DE LOS SPREADS

Con respecto al estudio anterior, hubo un avance en términos de la formación de precios en el mercado de renta fija corporativa, una vez que se confirma que, en varios mercados, los precios se forman en el mercado como fruto de las transacciones, en vez de la utilización de precios teóricos.

Asimismo, todavía es recomendado que las bolsas actúen como proveedores de precios teóricos cuando el mercado no sea capaz de cumplir con este rol y, sobre todo, en el caso de los mercados que actualmente no cuentan con otros proveedores privados de precios. La existencia de referenciales de precios es fundamental para fomentar la transparencia y así crear condiciones mínimas de negociación en el mercado secundario y de reducción de los largos *spreads* practicados en los mercados de la región.

DESARROLLO DE SERVICIO DE PRÉSTAMO DE ACTIVOS

Se recomienda igualmente que los mercados enfoquen en el desarrollo de un servicio de préstamo de títulos de deuda corporativa de manera a mejor soportar las estrategias de los inversionistas. Según se observa, pocos mercados de la región poseen ese tipo de servicio y la liquidez sigue siendo razonablemente baja. Del punto de vista de la integración transfronteriza, el servicio de préstamo de valores constituye una condición importante para atraer el interés de inversionistas extranjeros.

Ese desarrollo debiera involucrar a los depósitos centrales de cada mercado. Aunque un acuerdo operativo con tales instituciones sea necesario para el manejo de los valores entre cuentas de prestatarios y prestamistas, la bolsa puede asumir el liderazgo en el desarrollo de un sistema electrónico de préstamo considerando su *expertise* en desarrollo de sistemas de negociación.

PROGRAMAS DE CREADORES DE MERCADO

Se recomienda la adopción de programas de creadores de mercado para valores de renta fija corporativa que ingresan a la negociación en sistemas electrónicos administrados por la bolsa, sobre todo en los mercados clasificados como medianos (según indicado en la tabla de la página 35). Los programas de creadores de mercado debieran contar con requisitos mínimos de actuación y contemplar penalidades aplicables en el ámbito de la autorregulación de la bolsa en caso de incumplimiento de los requisitos.

XXIX. IV - RENTA FIJA PÚBLICA

Son presentados en esta sección el diagnóstico regional evolutivo para el mercado de renta fija de emisión pública, es decir de entes de gobiernos, así como una posible jerarquización del desarrollo de mercado y de la liquidez en este segmento específico. Se presentan también los inhibidores micro al desarrollo de la liquidez y recomendaciones para promover la liquidez con estos activos en el contexto de la integración regional.

1. DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO

En la investigación anterior, la primera etapa del diagnóstico consistió en bosquejar la estructura del mercado de renta fija pública con el objetivo de identificar el nivel de participación de la bolsa en este segmento de mercado. En los mercados donde la bolsa tenía una participación mediana o alta en la negociación de estos activos, los datos sobre valores registrados y negociados en la bolsa eran significativos como indicadores de la liquidez de este mercado. Simétricamente, en los mercados donde la bolsa presenta una participación baja o irrelevante, los datos acerca de los valores registrados y negociados en la bolsa no reflejan indicadores de la liquidez.

El análisis evolutivo identifica que prácticamente no hubo cambios en términos de la relevancia del mercado de renta fija pública para las bolsas de la región.

De esta manera, se considera que, actualmente, el grado de participación de las bolsas de la FIAB en el mercado de renta fija pública sigue la clasificación que se indica a continuación:

Grado de participación en el mercado de renta fija pública			
Alto	Mediano	Bajo	Irrelevante
BCS, BNV, BME, BVQ, BVG, BVE, BVM, Latinex, BVA	BYMA BBV, BVC, BVRD	BMV, BVL	B3, BVV

A partir de esta clasificación, es posible interpretar más precisamente las informaciones presentadas, teniendo en cuenta el siguiente concepto:

- Para bolsas que poseen participación **irrelevante** en el mercado de renta fija pública (B3 y BVV), los datos no son indicativos del desarrollo de su mercado o de su liquidez. Para tener una estimativa significativa del tamaño del mercado o de su liquidez, sería necesario analizar datos donde los títulos son efectivamente negociados y liquidados.
- Para las bolsas con **baja** participación en el mercado de renta fija pública (BMV y BVL), los datos son poco indicativos del desarrollo de su mercado o de su liquidez, lo que amerita las mismas consideraciones hechas en el punto anterior.
- Para las bolsas que tienen una participación **mediana** o **alta** en el mercado de renta fija pública (BYMA, BBV, BCS, BVC, BNV, BME, BVQ, BVES, Latinex, BVA, BVRD y BVM), los datos son considerados significativos para indicar su grado de desarrollo de mercado o de liquidez.

Tomando en cuenta las bolsas que han participado de la encuesta en la presente actualización, es posible identificar que la participación de la renta fija pública en el mercado es mediana o alta, lo que es favorable al análisis.

Considerando esta clasificación inicial, se da continuidad a los datos de tamaño y perfil de la renta fija pública en los diferentes mercados.

INDICADORES DEL DESARROLLO DEL MERCADO - RENTA FIJA PÚBLICA

VALOR DE MERCADO DE LOS TÍTULOS REGISTRADOS EN BOLSA

El mapeo del valor de mercado de los títulos registrados en la bolsa tiene por objetivo determinar el tamaño del mercado como un elemento de su desarrollo.

Ambas las categorías de datos estaban disponibles anteriormente en los reportes estadísticos de la FIAB, sin embargo, se interrumpió el relevamiento de tales datos, de manera que las informaciones presentadas reflejan solamente las repuestas recibidas de las bolsas que respondieron la cuestión correspondiente.

De las 11 bolsas que respondieron a la encuesta, en una bolsa la información sobre el valor de mercado de los títulos registrados no está disponible (BVQ) y tres bolsas no han fornecido informaciones correspondientes (BVES, BME y Latinex).

En todo caso, así como en el caso de la renta fija corporativa, es válido apuntar que los datos son relativamente incipientes respecto a lo que estuvo disponible en el estudio anterior.

Bolsa	Valor de mercado de los títulos registrados en bolsa (US\$ Millones)	
	2022	2023
BNV	32.533	43.843
BYMA	33.783	23.085
Latinex	21.704	21.610
BBV	6.778	8.939
BVG	3.484	5.218
BVQ	ND	ND
BVES	ND	ND
BME	ND	ND
BVRD	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

EMISIONES REGISTRADAS Y PERFIL DE LA RENTA FIJA PÚBLICA

Bolsa	Valor de mercado de los títulos registrados en bolsa (US\$ Millones)	
	2022	2023
BME	1877	1701
BNV	323	691
BVQ	611	582
BVG	611	582
BYMA	298	299
BMV	197	200
BVV	208	ND
BVES	188	188
BVC	141	ND
BVRD	91	102
BVA	40	39
BVL	33	37
Latinex	13	15
BBV	9	9
B3	2	2
BVM	ND	ND
BCS	ND	ND
BEC	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

Indexación de valores

El tipo de indexación es un factor que indica el grado de desarrollo del mercado de renta fija pública. Históricamente, los mercados de Latinoamérica sustituyeron progresivamente títulos cambiales por títulos de deuda interna emitidos en moneda local, lo que fue posible gracias a una fuerte mejora en los fundamentos macroeconómicos y fortalecimiento de las monedas de los países de la región. Asimismo, en algunos mercados se adopta el dólar estadounidense como moneda de curso legal, como es el caso de El Salvador y Panamá²⁸.

Para los mercados que no adoptan el dólar estadounidense como moneda de curso legal, la indexación de los valores no está conectada a la tasa de tipo de cambio, sino a la tasa de interés local (flotante o fija) y a la tasa de inflación.

Cantidad de títulos de renta fija pública por plazo de vencimiento

El número de títulos emitidos por plazo de vencimiento fornece informaciones relevantes, ya que indican el grado de fragmentación del mercado en los diferentes plazos, infiriendo que una posible razón de la baja liquidez esté asociada al hecho de que existen muchos valores emitidos con plazos similares, lo que dificulta el desarrollo de la liquidez en cada uno de ellos individualmente.

Se observa en el cuadro a continuación que, en varios mercados²⁹, el número de títulos en cada plazo de vencimiento es más elevado y que los títulos, de manera general, se concentran en los plazos hasta 10 años, aunque haya una distribución más homogénea a partir del 5º año de madurez. BBV se presenta como una excepción: la mayor concentración, en su caso, está en títulos con plazos por encima de los 20 años.

Bolsa	Número de títulos públicos por plazo de madurez (2023)			
	< 5 años	Entre 5 y 10 años	Entre 10 y 20 años	> 20 años
BYMA	78	54	54	54
BBV	0	1	190	654
BNV	20	5	2	0
BVQ	465	88	8	0
BVG	421	121	17	0
BVES	2	4	2	2
BME	680	595	255	170
Latinex	NA	NA	NA	NA
BVRD	23	9	5	0

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

Negociación de reportes de bonos de deuda pública (fondeo de la deuda pública)

Entre los mercados analizados en la presente actualización, la deuda pública se negocia en los mercados de Argentina, Bolivia, Costa Rica, El Salvador y España, con el porcentual de participación el total operado (2023) presentado en el cuadro a continuación.

Bolsas	Reportes de títulos de renta fija / Total operado (%)
BYMA	80
BNV	92
BVES	93
BBV	10
BME	70

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

²⁸ BME no respondió a la encuesta específica.

²⁹ Para los mercados que respondieron la encuesta, solamente Latinex no respondió a la cuestión correspondiente.

MONTO Y NÚMERO DE OPERACIONES

Bolsa	Monto total operado (US\$ Millones)	
	2022	2023
BME	5.140.466,96	5.662,176,43
BYMA	375.760,72	472.529,76
BVC	177.226,15	189.486,75
BCS	129.317,46	134.466,75
BVRD	25.297,94	44.823,81
BNV	5.353,53	9.959,89
Latinex	993,70	1.893,17
BBV	1.439,40	461,70
BVES	218,68	283,30
BVG	206,29	200,87
BVQ	401,46	168,99
BVL	3,91	1,97
B3	0,07	0,22
BVV	0,00	ND
BMV	ND	ND
BVM	ND	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

Bolsa	Número de operaciones (Mil)	
	2022	2023
BYMA	12.427,64	38.275,94
BCS	117,81	140,31
BVC	107,82	104,60
BME	331,52	10,19
BNV	7,25	9,34
BVRD	409,38	4,99
BBV	11,45	3,53
BVQ	2,07	1,32
BVG	1,18	1,05
BVM	1,84	0,92
Latinex	0,27	0,60
BVES	1,02	0,39
BVL	0,01	0,03
B3	0,00	0,00
BVV	0,00	ND
BMV	0,00	ND

Fuente: Informe Estadístico Mensual FIAB (2022 y 2023)

CONCENTRACIÓN DE LA BASE DE INVERSIONISTAS

Para todos los mercados analizados, la base de inversionistas se encuentra concentrada en instituciones financieras e inversionistas institucionales.

MODALIDADES DE NEGOCIACIÓN

La modalidad de negociación es también menos uniforme para valores de renta fija pública comparativamente a los valores de renta variable. A pesar de la utilización de plataformas electrónicas de negociación en la mayor parte de los mercados, observamos continuidad en la expresiva presencia del mercado OTC, como observado también para la negociación de renta fija corporativa.

INDICADORES DEL DESARROLLO DEL MERCADO - RENTA FIJA PÚBLICA

Los aspectos analizados en la secuencia visan a proporcionar una visión más específica sobre la liquidez los mercados de renta fija corporativa registrados en las bolsas de la región.

INDICADORES CUANTITATIVOS DE LIQUIDEZ

Rotación

El nivel de rotación del mercado corresponde al monto negociado en la bolsa en determinado periodo sobre el precio del estoque que valores registrados al final de ese periodo. Por medio de ese indicador, se evalúa de forma simplificada el impacto que las negociaciones tienen sobre el precio de mercado.

Es importante registrar que los datos relativos al valor de mercado de los valores de renta fija corporativa registrados en bolsa no están más disponibles en las estadísticas de la FIAB, como se dio en el estudio anterior. De esta manera, fue necesario considerar los datos fornecidos por las bolsas en la encuesta aplicada. Llevándose en cuenta la baja adhesión de las bolsas a la encuesta de este estudio, el análisis ha sido perjudicado, incluso para el análisis de la evolución de los mercados en el período.

Los datos presentados en orden decreciente (2023) es posible observar que la liquidez de los mercados de renta fija pública es baja, a excepción del mercado argentino.

Bolsa	Rotación	
	2022	2023
BYMA	11,12	20,47
BBV	0,21	0,05
BNV	0,16	0,22
BVG	0,06	0,04
BVRD	0,05	0,88

Fuente: Encuesta 2B - Liquidez

Presencia en la negociación en bolsa

De forma análoga a los valores de renta fija corporativa, se buscó mapear con cual frecuencia los valores de renta fija pública son negociados en bolsa clasificándolos en 4 (cuatro) niveles:

- Menos que 30% de las sesiones de negociación;
- Entre 30% y 50%;
- Entre 50% y 80%; y
- Por encima de 80%.

Considerando las bolsas con participación mediana o alta en este segmento de mercado, las bolsas con mayor presencia son las de El Salvador y Bolivia, seguidas por las bolsas de Argentina y Costa Rica. Por otro lado, las bolsas de Ecuador, España, Panamá y República Dominicana tienen mayor concentración en menos de 30% de las sesiones.

Porte promedio de los *spreads*

El porte promedio de los *spreads* es también un importante indicador de liquidez. En el análisis anterior se indicaba que los *spreads* eran, en general, bastante elevados indicando la baja liquidez de este mercado. Hubo excepciones como en el caso de Brasil y Colombia. En la presente revisión las respuestas a las encuestas no son suficientes para confirmar el diagnóstico anterior.

FORMACIÓN DE PRECIOS

Para los títulos de renta fija pública, se buscó verificar también el porcentaje de valores con precio diario en el mercado, la existencia de proveedores de precios y la existencia de convergencia entre los precios teóricos y los de mercado.

Entre aquellos que participaron de la presente encuesta, todos siendo mercados donde la participación de la bolsa es mediana o alta, 100% (cien por ciento) de los títulos de renta fija pública obtienen precio de mercado diariamente en España y Panamá. A su vez, en Argentina y República Dominicana, el porcentual de activos con precios diarios son entre medianos y elevados, con 70% (setenta por ciento) y 50% (cincuenta por ciento) respectivamente. Sin embargo, en los demás países, los porcentuales de títulos que obtienen precios diariamente en el mercado son relativamente bajos, del alrededor de 10%.

PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO

Entre los mercados investigados, España, Panamá y República Dominicana mantienen programas de creador de mercado en funcionamiento para el mercado de renta fija pública. En todos los mercados donde existen esas herramientas de generación de liquidez, el diagnóstico es que los programas de creadores de mercado han contribuido para el aumento del número de operaciones y del monto negociado.

TRANSPARENCIA DE INFORMACIONES PRE Y POST-NEGOCIACIÓN

En todos los mercados de la región se identifica, así como en los dos segmentos anteriores, diversos mecanismos para difusión al público de las cotizaciones de los títulos de renta fija pública en las bolsas donde se transan tales instrumentos.

ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL GRADO DE DESARROLLO DE MERCADO Y DE LIQUIDEZ – RENTA FIJA PÚBLICA

Tal como el estudio anterior, se buscó crear una escala de clasificación de los países según los niveles de desarrollo de mercado y de liquidez para el segmento de renta fija pública.

Tal como indicado en el inicio de esta sección, los datos referentes al desarrollo del mercado y de liquidez se balizan por la relevancia que tales mercados tienen para cada bolsa.

Para la clasificación en términos de desarrollo de mercado se ha considerado el monto total operado. Tomándose en cuenta que las bolsas donde el mercado de renta fija pública es relevante, los 5 (cinco) niveles identificados de desarrollo de mercado son:

Niveles decrecientes de desarrollo de mercado				
1	2	3	4	5
BME	BVC	BYMA, BCS	BBV, BNV, Latinex, BVRD, BVM, BMV, BVA	BVQ, BVES

El factor considerado para la clasificación en términos de desarrollo de la liquidez ha sido, principalmente, la rotación (en los casos en que fue posible calcularla)³⁰.

³⁰ Es importante destacar que el mercado español es lo que presentaba en estudio anterior el nivel más elevado de liquidez. Aunque se ha verificado a partir de los datos estadísticos de la FIAB que el monto negociado en el mercado español es el mayor de la región, no fue posible calcular la rotación puesto que BME no informó el valor de dos

Considerando las bolsas donde el mercado de renta fija pública es relevante, los 3 (tres) niveles identificados de desarrollo de liquidez para el mercado de renta fija corporativa son:

Niveles decrecientes de desarrollo de liquidez				
1	2	3	4	Información no disponible
BME				
	BCS			
		BYMA, BBV		
			Latinex, BVRD, BVM	BVC, BNV, BVQ, BVE

En general, se observa que la rotación de este mercado es bastante reducida mismo en las bolsas en que la renta fija publica es relevante.

Respecto a la formación de precio, el porcentaje de títulos de renta fija pública que obtienen precio de mercado diariamente es bajo o irrelevante, aunque varios mercados cuentan con proveedores de precios, rol este desempeñado por la bolsa o proveedores privados.

Los países que informaron mantener un programa de creador de mercado para el segmento de renta fija pública son España, Panamá y República Dominicana.

2. INHIBIDORES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA PÚBLICA

CONSIDERACIONES GENERALES

Entre los segmentos de mercados analizados en la revisión actual, el desarrollo de la liquidez en el mercado de renta fija pública es lo que más involucra la participación de instancias de gobierno y, por lo tanto, los inhibidores están mucho más relacionados a aspectos de la política macroeconómica, en especial a la política monetaria. Efectivamente, al depender de las condiciones macroeconómicas, iniciativas en el ámbito micro por las bolsas tendrán poca influencia sobre el nivel de desarrollo de este mercado o de su liquidez.

Sin embargo, permanecen fuertes las consideraciones observadas en las bolsas donde este la renta fija publica tiene alta representatividad en los negocios, tales como:

- El tipo de indexación predominante - con el objetivo de reducir exposición cambial y estimular un perfil de deuda más correlacionado al comportamiento de factores internos a la economía;
- El grado de concentración de los títulos emitidos – una vez que una variedad muy grande de títulos emitidos sobre un mismo indexador tiende a tener un impacto negativo sobre la liquidez; y
- Los plazos de vencimiento de los títulos emitidos (el llamado “alargamiento de la deuda”), puesto que la concentración en emisiones de más largo plazo tiende a proporcionar una mejor formación de la curva de rendimientos.

títulos públicos registrados en la bolsa y este dato no se encuentra más disponible en los informes estadísticos de la FIAB.

Reconocidos los límites de alcance de las iniciativas de las bolsas para promover la liquidez del mercado de renta fija pública, algunos inhibidores de naturaleza micro deben ser considerados por las bolsas tanto en el contexto del desarrollo de la liquidez local como en el ámbito de la operación transfronteriza.

NEGOCIACIÓN ELECTRÓNICA Y REGISTRO DE OPERACIONES CONCERTADAS EN EL MERCADO OTC

Se identifica que el mercado de renta fija pública no es, en varios países, un mercado particularmente bursátil y, en otros, la bolsa simplemente no participa en ese mercado, que a la larga se presenta como un mercado eminentemente de característica OTC. La descentralización del modelo de negociación, típico del mercado OTC, perjudica la formación del precio y, por consecuencia, mina el desarrollo de la liquidez.

Las plataformas de negociación electrónicas mantenidas por las bolsas tienen el potencial de contribuir de manera apreciable al desarrollo del mercado en función de una formación de precios más eficiente y transparente. Sin embargo, hay que considerarse los límites que tales plataformas tendrán para capturar la liquidez del mercado de renta fija pública que es muy concentrado en operaciones en transacciones directas entre las instituciones financieras, sobre todo tesorerías de bancos. La existencia de sistemas electrónicos de negociación en la bolsa no es un inhibidor per se, una vez que ellos existen en la casi totalidad de los mercados. El inhibidor es el hecho que los agentes de mercado aún privilegian la negociación directa por medio de sistemas propietarios en detrimento de las plataformas bursátiles.

Una reflexión que las bolsas deben hacerse es sobre la forma de interactuar con los participantes de mercado con el objeto de agregar valor a los mecanismos actuales de negociación, sea a través de una mejor formación de precios o de ambientes más transparentes en términos de cotización y datos de operaciones realizadas.

PORTE PROMEDIO DE LOS SPREADS

El tamaño demasiado grande de los *spreads* practicados en varios mercados resulta, ciertamente, de la falta de liquidez, pero a su vez también representa un inhibidor relevante al desarrollo de la liquidez. En el contexto de la operación transfronteriza, este es un elemento que previene que determinados mercados participen del flujo de inversiones extranjeras considerando su baja competitividad en términos de costos.

BASE DE INVERSIONISTAS POCO DIVERSIFICADA

Varias bolsas no disponen de información acerca de la base de inversionistas que actúan en los distintos segmentos de mercado, incluido el de renta fija pública, una vez que no identifican el inversionista final de las transacciones y, cuando lo hacen, esta información se encuentra en el ámbito del depósito central y no al nivel de las operaciones bursátiles. El depósito central, así como los custodios, tienen, a su vez, deber del secreto sobre las tenencias de los inversionistas personas naturales bajo su responsabilidad.

La falta de habilidad de trazar el perfil de los inversionistas en un mercado puede asumir un rol inhibidor al desarrollo de iniciativas enfocadas en el sentido de diversificación. Sin embargo, el diseño de la infraestructura de cada mercado no debe ser visto como inhibidor. Respetados los arreglos reglamentares, normativos e institucionales de cada mercado, debiera ser posible tener una visión agregada del perfil de inversión (por tipo de inversionista), sobre todo en el mercado de deuda pública donde las informaciones pueden ser útiles para la acción de los gobiernos.

Para los mercados donde la información es disponible, la alta concentración en instituciones financieras e inversionistas institucionales es un factor inhibidor al desarrollo del mercado.

3. RECOMENDACIONES PARA EL DESARROLLO DE LA LIQUIDEZ EN RENTA FIJA PÚBLICA

Según lo convenido anteriormente, aunque temas de naturaleza macro no estén en el ámbito de este trabajo ni tampoco estén bajo la influencia directa de las bolsas, se sugiere que tales temas sean considerados con atención, al tratarse de la liquidez del mercado de renta fija pública. No es posible disociar el mercado de renta fija pública de las políticas macroeconómicas y de las características específicas de este tipo de activo, tales como la concentración y alargamiento de la deuda, que son factores que están bajo la responsabilidad directa del emisor, es decir, el propio gobierno.

Respecto a las recomendaciones de orden micro, el punto central es adecuarse mejor a las especificidades del mercado con miras a capturar, en el ambiente de la bolsa y de forma creciente, parte de la liquidez que se concentra naturalmente en el mercado OTC.

AMPLIACIÓN DE LA EFICIENCIA DE PLATAFORMAS ELECTRÓNICAS DE NEGOCIACIÓN Y DESARROLLO DE SISTEMAS CENTRALIZADOS DE REGISTRO DE TRANSACCIONES

El desarrollo de sistemas electrónicos de negociación de títulos de deuda de gobierno puede mostrarse una acción relevante para que las bolsas amplíen la liquidez de este mercado y potencien la integración transfronteriza de los mercados. En los mercados donde los sistemas electrónicos de negociación ya están consolidados, es importante mantener el diálogo con los participantes/operadores de mercado y, de ser posible, directamente con los inversionistas, de forma a identificar funcionalidades deseables con potencial de promover un aumento del número de negocios.

Sin embargo, más allá de los mejoramientos que se pueda alcanzar en términos del desempeño de las plataformas electrónicas de negociación, es recomendable que las bolsas evalúen formas de incentivar el desarrollo de la base normativa y operativa para soportar el registro centralizado de las transacciones OTC.

Aunque las transacciones no ocurran en el ámbito de la bolsa, su registro en sistemas centralizados, potencialmente operados por las bolsas, contribuyen de manera inequívoca para una mejor formación de precios y transparencia pre y post-negociación. Estos son elementos esenciales para el desarrollo de la liquidez en el mercado local y para potencializar la integración transfronteriza. Además, el registro centralizado puede mostrarse una fuente importante de ingresos para los mercados de la región y dar seguridad de la propiedad de activos de renta fija.

DESARROLLO DE SERVICIO DE PRÉSTAMO

El desarrollo de un servicio de préstamo de activos de deuda pública es muy importante para el desarrollo de la liquidez de este mercado una vez que proporciona agilidad y flexibilidad a los participantes.

Del punto de vista de la integración transfronteriza, el servicio de préstamo de valores (así como la existencia de una plataforma electrónica de negociación), forma parte del conjunto de condiciones mínimas para atraer el interés de inversionistas extranjeros.

No obstante, es importante notar que tal desarrollo difícilmente ocurre sin la involucración de los depósitos centrales o del Banco Central, a depender de donde los títulos están depositados. No obstante, aunque un acuerdo operativo con tales instituciones posiblemente sea necesario, la bolsa puede asumir el liderazgo en el desarrollo de un sistema electrónico de préstamo ofreciendo su *expertise* consolidada en la administración de sistemas de negociación.

Respecto al estímulo a los potenciales prestamistas, la cooperación con el Tesoro Nacional y/o el Banco Central puede ser extremadamente valiosa.

OFERTA DE PRECIOS DE REFERENCIA

Es recomendable que las bolsas evalúen la posibilidad de actuar como proveedores de precios teóricos, sobre todo en los mercados que actualmente no cuentan con otros proveedores privados. La existencia de referenciales de precios, sobre todo para títulos menos líquidos, es fundamental para que ellos tengan condiciones mínimas de negociación y que hagan condiciones para reducción de los largos spreads practicados, conforme se observó anteriormente.

DESARROLLO DE PROGRAMAS ESPECÍFICOS A AMPLIAR LA BASE DE INVERSIONISTAS (INVERSIONISTAS NATURALES)

Uno de los inhibidores conocidos es la concentración de la base de inversionistas de títulos de deuda pública entre instituciones financieras e inversionistas institucionales.

En este sentido, se recomiendan acciones en el sentido de atraer otros tipos de inversionistas, especialmente personas naturales del mercado doméstico. Aunque tal tipo de inversionista transe volúmenes más pequeños, él tiene un gran potencial de promover el desarrollo de la cultura de inversión en un el mercado.

En este sentido, el programa de venta de títulos públicos por medio de sitio web – online a inversionistas personas naturales, por valores fraccionarios de los títulos completos como forma de reducción de precio del activo y con miras a promocionar la liquidez, se ha mostrado relevante en experiencias internacionales - como los casos de Brasil, España y EEUU. Este formato y condición de negociación es un producto que merece el análisis de las bolsas de la región, sobre todo las que ya actúan más intensivamente en el mercado de renta fija pública.

XXX. V – DERIVADOS – EVOLUCIÓN RECIENTE Y CONSIDERACIONES GENERALES

El diagnóstico regional sobre los mercados de derivados estandarizados se encuentra en el capítulo sobre Desarrollo de Productos Bursátiles, de manera que la presente sección no tiene el objetivo revisar tales datos, sino que hacer consideraciones de naturaleza más general sobre la perspectiva actuales de desarrollo del mercado de derivados en el contexto global.

Las bolsas que ya manejan instrumentos derivados deben buscar rápida adherencia a las recomendaciones y *benchmarks* internacionales, mientras aquellos que aún no desarrollaron tal mercado deben considerar ese como el nivel mínimo de infraestructura a ser construida.

De esta forma, esa sesión está organizada de forma presentar inicialmente los principales puntos de la evolución reciente del mercado de derivados y de su orientación reglamentar para, a continuación, discutir los impactos para los mercados de la FIAB en el contexto de la integración transfronteriza.

1. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE DERIVADOS

La crisis económica y financiera que asomó los mercados de todo el mundo en 2008 expuso una gran vulnerabilidad de los bancos y otras instituciones financieras en absorber choques económicos. Con relación

a los mercados derivados, en particular, tales sucesos llevaron al diagnóstico de gobiernos, reguladores y expertos de que era necesario limitar la toma excesiva de riesgos por medio de transacciones con derivados OTC. Para cumplir con tal objetivo sería fundamental aumentar el nivel de transparencia del mercado de derivados OTC, así como la regulación de ese mercado y de los intermediarios en que actúan en él.

En respuesta a ese diagnóstico, el Grupo de los Veinte (G20), asociado al Banco de Liquidaciones Internacionales (*Bank of International Settlements*, o BIS) lanzó un programa de reforma en 2009 para reducir el riesgo sistémico en el mercado de derivados OTC. El programa tenía los siguientes elementos:

- Los derivados OTC estandarizados deberían ser negociados en bolsas o en plataformas electrónicas y ser compensados y liquidados por medio de una contraparte central (CCPs).
- Contratos de derivados OTC deberían ser registrados en sistemas de registro centralizados (los *trade repositories*, o TR).
- Contratos derivados que no compensados y liquidados por una contraparte central (CCP) deberían estar sujetos a requisitos de capitales más elevados.

En 2012, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions*, o IOSCO) emitió recomendaciones con el propósito de dar a los *policy makers* un referencial para la definición de cuales productos o categoría de productos derivados estandarizados deberían ser obligatoriamente negociados en sistema de bolsa o plataforma electrónica de negociación y hacer uso de una contraparte central para la compensación y liquidación de las operaciones.

Las recomendaciones y el nivel de reglamentación de las propias CCPs (así como el restante de las instituciones consideradas infraestructuras de mercado financiero³¹) pasaron por una revisión volviéndose más detallados y exigentes. En este sentido, el CPSS-IOSCO (*Committee on Payment and Settlement Systems* del BIS y el Comité Técnico de la IOSCO) publicó directrices con el objeto de establecer estándares de divulgación de informaciones por parte de las CCPs, proporcionando elementos de comparación entre las CCPs en lo que se refiere a sus mecanismos de control de riesgo, condiciones financieras y los recursos disponibles frente a las pérdidas potenciales.

El *European Market Infrastructure* (EMIR) define que los proveedores de servicios de compensación y liquidación en el territorio europeo están sujetos al reconocimiento de la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), lo que, en la práctica, acaba por tornarse un referencial para los inversionistas internacionales en general.

El mercado OTC de derivados, hasta recientemente poco regulado, pasó a tener requerimientos propios que reflejan la preocupación de los reguladores y del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, o FSB) con el riesgo sistémico que este mercado puede llevar. En definitiva, después de establecer condiciones para que una parte de estos derivados pasen a la esfera de actuación de las contrapartes

³¹ El CPSS-IOSCO (*Committee on Payment and Settlement Systems* del BIS y el Comité Técnico de la IOSCO) publicó en julio de 2012 los “Principios Para Infraestructuras de Mercados Financieros” (*Principles for Financial Markets Infrastructures*) reuniendo principios anteriormente publicados para contrapartes centrales y sistemas de liquidación y agregando nuevas estructuras como los depósitos centrales y los *trade repositories*.

centrales, la IOSCO emitió también recomendaciones enfocadas en acerca de los derivados OTC no estandarizados, incluso sobre el registro de transacciones en sistemas centralizados

2. IMPACTOS PARA LAS BOLSAS DE LA FIAB

Considerando la evolución reciente del mercado de derivados, observamos algunos cambios importantes que impactan de manera diferente las bolsas y la infraestructura de post-negociación.

INCENTIVO A LAS TRANSACCIONES BURSÁTILES, MAYOR REGLAMENTACIÓN DEL MERCADO OTC Y REGISTRO CENTRALIZADOS DE TRANSACCIONES

Con el objetivo de proporcionar un ambiente más transparente a las operaciones con derivados OTC, los *standards setters* internacionales y los reguladores recomendaron que se adopten reglas en el sentido de migrar la negociación de los derivados estandarizados para las bolsas o plataformas electrónicas de negociación en detrimento del mercado OTC. Por otro lado, para el mercado OTC se consolidó la necesidad de registro de transacciones en sistemas centralizados.

El efecto sobre los mercados individuales de la FIAB va a depender de la manera cómo los reguladores han incorporado (o van a incorporar) las referidas recomendaciones en sus mercados y de la relevancia del mercado OTC frente al mercado de bolsa, lo que determina el grado de captura de nuevas tranches de mercado que pueden ser incorporadas por las bolsas.

OBLIGATORIEDAD DEL USO DE LA CONTRAPARTE CENTRAL CON NIVELES DE EXIGENCIA Y RECONOCIMIENTO MÁS ELEVADOS

Al largo de la última década se consolidaron el uso de una contraparte central para derivados OTC estandarizados y el registro de transacciones en sistemas centralizados, algunas veces operados por las bolsas y otras por las *clearings*.

El concepto general es que la adopción de mecanismos de control de riesgo centralizados en una contraparte central contribuye para la reducción del riesgo sistémico. Tal migración depende, sin embargo, de la reglamentación de los mercados locales y de decisiones concretas sobre cuales contratos que deberán ser liquidados por la contraparte central.

Además, el movimiento de migración de los derivados OTC para la contraparte central fue seguido de un movimiento igualmente importante de ampliación de las exigencias y requerimientos aplicables a contrapartes centrales: éstas pasaron a tener obligaciones de capital y divulgación de información, antes inexistentes, con la meta de tornarlas más transparentes y comparables. La creciente relevancia de los reconocimientos internacionales de las CCPs también es un punto que debiera ser evaluado por los mercados de la FIAB.

La consecuencia práctica de este movimiento que viene desde el año para los mercados de la FIAB es que hoy en día la existencia de una contraparte central y/o la implementación de una entidad de registro centralizado pueden se mostrar condiciones necesarias para soportar el desarrollo del mercado de derivados.

MAYOR COMPETENCIA AL NIVEL INTERNACIONAL Y FRAGMENTACIÓN

En el escenario de la integración transfronteriza, no sólo los ambientes de negociación compiten entre sí, sino que también las infraestructuras de post-negociación.

El incentivo a la migración del mercado de derivados OTC se da igualmente para bolsas y plataformas alternativas de negociación, lo que es esperado considerando el nivel de fragmentación existente en los mercados de capitales más desarrollados de la Europa y EE. UU.. La fragmentación de la post-negociación es también una realidad en el escenario europeo. En los EE. UU., la hegemonía de la *Depository Trust and Clearing Corporation* (DTCC) es mantenida con base en la reglamentación y en el carácter mutualizado de esta institución.

El impacto para los mercados de la FIAB es que, para los mercados donde ya se transan derivados en bolsa, mantenerse competitivo se ha vuelto más difícil tanto en función a la potencial competencia de plataformas alternativas de negociación como también en función de la infraestructura de post-negociación estar más exigente. Para los mercados en donde no se transan derivados, la barrera a la entrada se ha vuelto aún más enfático entorno del nivel de sofisticación requerido en la post-negociación.

XXXI. VI – CONCLUSIONES

La primera conclusión que permea todas las demás es que las bolsas de la región participan de forma bastante diferenciada en los diferentes segmentos de mercado – renta variable, renta fija corporativa y renta fija pública³². Los inhibidores al desarrollo de la liquidez se manifiestan de manera más relevante en los mercados donde la participación relativa es menor. Por otro lado, las recomendaciones también tienden a ser más efectivas en mercados donde la bolsa ya tenga una actuación más consolidada.

Los cuadros presentados a continuación sintetizan las recomendaciones para el desarrollo de la liquidez en los diferentes segmentos de mercado – renta variable, renta fija corporativa y renta fija pública. La discusión más específica sobre derivados se hace en el tercer capítulo de este documento.

RENTA VARIABLE	
Inhibidor	Recomendación
Competencia internacional con los programas de DRs	Recomendación 1: La bolsa debe buscar identificar ventajas de la negociación en el mercado local comparativamente a la negociación en los mercados de DRs (p.e. marco legal, amplitud de los activos disponibles, tratamiento de derechos) y diseminar tal diagnóstico entre los participantes de mercado que representan Inversionistas extranjeros y/o directamente a los inversionistas.
Bajo nivel de <i>free float</i>	Recomendación 2: La bolsa debe, en su rol condición de entidad autorreguladora, considerar el establecimiento de incentivos para que las compañías alcancen un nivel mínimo de <i>free float</i> (p.e. menores tasas de listado a partir de un nivel mínimo, creación de índices)
Baja diversificación de la base de Inversionistas	Recomendación 3: Las bolsas deben evaluar acciones que tengan por objetivo diversificar la base de inversionistas, principalmente para acercar inversionistas personas naturales, que típicamente son más propensos al riesgo y detienen sus posiciones por periodos más cortos de tiempo. Recomendase el análisis de mecanismos de negociación por medio de la Internet (home broker), bastante difundida en los mercados más líquidos de la región y del mundo.
Desarrollo de productos	Recomendación 4: Las bolsas deben buscar desarrollar mecanismos de préstamo de activos – en cualquier caso, y de derivados, cuando el tamaño del mercado y su grado de desarrollo así lo permitiera.
Desarrollo tecnológico	Recomendación 5: Las bolsas deben mantener plataformas electrónicas de negociación que permitan la difusión de cotizaciones en tiempo real a los participantes de mercado. Cuando adecuado, las bolsas deben considerar la introducción de mecanismos de ruteo directo de ordenes (<i>Direct Market Access – DMA</i>).
	Recomendación 6: Para todos los mercados se recomienda el permanente desarrollo de la plataforma de comunicación con los intermediarios, así como de funcionalidades que tengan el potencial de reducir tareas manuales, ampliar el nivel de STP y potenciar la reducción de los costos de transacción.

³² El análisis de la participación en el mercado de derivados compone el tercer bloque de la presente investigación.

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

Interconexión de los mercados	Recomendación 7: Las bolsas deben estar atentas a las posibilidades de ampliar su grado de interconexión a otros mercados, independientemente del modelo utilizado (integracionista o de colaboración). Un cierto nivel de armonización tecnológica y operativa puede ser requerido.
Mecanismos enfocados en el desarrollo de la liquidez	Recomendación 8: Las bolsas deben adoptar de programas de creadores de mercado como mecanismo de fomento al desarrollo de la liquidez. Los programas de creadores de mercado deben contar con requerimientos mínimos de actuación y contemplar penalidades aplicables en el ámbito de la autorregulación de la bolsa en caso de incumplimiento.

RENTA FIJA CORPORATIVA	
Inhibidor	Recomendación
Falta de estandarización de emisiones	Recomendación 1: Las bolsas deben buscar mejorar la eficiencia del mercado primario por medio de la ampliación de los mecanismos de oferta, la reducción de los plazos de registro y del desarrollo de modelos estandarizados de prospectos de emisión.
Concentración de la base de Inversionistas	Recomendación 2: Las bolsas deben desarrollar mecanismos que incentiven las compañías realizar emisiones destinadas a un público diversificado de inversionistas, incluyendo, lo más posible, inversionistas de menor porte y personas naturales.
Negociación secundaria de valores	Recomendación 3: Respecto al mercado secundario, las bolsas deben enfocar en la implantación desarrollo de plataformas electrónicas de negociación aptas a consolidar y divulgar con agilidad las cotizaciones y las operaciones realizadas, promoviendo una buena formación de precio, un nivel elevado de transparencia y potenciando la integración transfronteriza de los mercados. Tal objetivo puede ser logrado por medio del desarrollo interno de un nuevo sistema, de adaptaciones en plataformas de negociación ya existentes en el mercado o de la adquisición de sistemas de proveedores.
	Recomendación 4: Las plataformas de negociación deben respetar las características propias de este mercado de renta fija corporativa cuanto a las formas de negociación y a los plazos de liquidación.
Mecanismos enfocados en el desarrollo de la liquidez	Recomendación 5: Las bolsas debieran introducir programas de creadores de mercado para valores de renta fija corporativa que ingresan a la negociación activa en sistemas electrónicos por ella administrados. Los programas de creadores de mercado deben contar con requerimientos mínimos de actuación y contemplar penalidades aplicables en el ámbito de la autorregulación de la bolsa en caso de incumplimiento.

RENTA FIJA PÚBLICA	
Inhibidor	Recomendación
Dimensión macroeconómica del mercado y rol del gobierno	Recomendación 1: Las bolsas deben examinar aspectos generales del desarrollo del mercado y del perfil de la deuda de manera, tales como el tipo de indexación predominante, el grado de concentración y los plazos de vencimiento de los títulos emitidos, de manera a crear expectativas realistas cuanto a las acciones de naturaleza micro que pueden no lograr el efecto deseado por razones más relacionados a la estructura macro.
Plataformas electrónicas de negociación	Recomendación 2: Las bolsas deben desarrollar plataformas electrónicas para negociación de valores de renta fija pública de manera coordinada con los participantes de mercados e inversionistas, de manera a identificar funcionalidades deseables con potencial de promover un aumento del número de negocios. En se tratando de atraer negocios realizados en el mercado OTC para el ambiente bursátil, es importante que las funcionalidades reproduzcan, en alguna medida, el ambiente al cual los participantes están acostumbrados.
Negociación secundaria de valores	Recomendación 3: Respecto al mercado secundario, las bolsas deben enfocar en la implantación desarrollo de plataformas electrónicas de negociación aptas a consolidar y divulgar con agilidad las cotizaciones y las operaciones realizadas, promoviendo una buena formación de precio, un nivel elevado de transparencia y potenciando la integración transfronteriza de los mercados. Tal objetivo puede ser logrado por medio del desarrollo interno de un nuevo sistema, de adaptaciones en plataformas de negociación ya existentes en el mercado o de la adquisición de sistemas de proveedores.
Spreads elevados	Recomendación 4: Las bolsas deben evaluar la posibilidad de actuar como proveedores de precios teóricos, sobre todo en el caso de mercados que actualmente no cuentan con otros proveedores privados. La existencia de referenciales de precios es fundamental para reducir los spreads practicados.
Concentración de la base de Inversionistas	Recomendación 5: Respectados los arreglos reglamentares e institucionales de cada mercado, las bolsas deben buscar, por medio de acuerdos con otros organismos de gobierno o privados, obtener una visión agregada del perfil de inversión
	Recomendación 6: Las bolsas deben evaluar oportunidades de desarrollo de programas específicos para atraer tipos diferenciados de inversionistas, especialmente personas naturales

	que tienen un gran potencial de promover el desarrollo de la cultura de inversión en un determinado mercado.
--	--

XXXII. VII – BIBLIOGRAFÍA

- *Domestic Bond Markets in Latin America: Achievements and Challenges*, S. Jeanneau y C. Tovar, BIS Quarterly Review, Jun/2006, disponible en http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0606e.pdf.
- *Economic Importance of The Corporate Bond Markets*, International Capital Market Association (ICMA), Mar/2013, disponible en <http://www.icmagroup.org/media/reports>.
- *El Mercado De Valores Español - Financiación, Transparencia y Eficiencia*, Informe en Portada, 3º Trim./2011, disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2011/10/30-41_Cover-Tres_decadas.pdf
- *Enhancing Liquidity In Emerging Market Exchanges*, Oliver Wyman and The World Federation of Exchanges, 2016, disponible en https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf
- *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*, Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, Dec/2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>.
- *FIAB*
 - *Reporte Estadístico Mensual 2022*
 - *Reporte Estadístico Mensual 2023*
- *Fixed Income Market Liquidity*, Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System, Jan/2016. Disponible en <https://www.bis.org/publ/cgfs55.pdf>
- *Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*, Report of the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and the Board of IOSCO, Mar/2015, disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf>.
- *MSCI Market Classification Framework*, Jun/2014, disponible em https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf/d93e536f-cee1-4e12-9b69-ec3886ab8cc8.
- *Principles for Financial Markets Infrastructures*, CPSS-IOSCO, Jul/2012, disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.
- *Promoting Liquidity in Domestic Bond Market*, Keynote speech by Mr Malcolm Knight, General Manager del BIS, en el Government Borrowers Forum realizado en 23-25 de mayo en St Petersburg, disponible en <http://www.bis.org/speeches/sp060525.htm>
- *Public quantitative disclosure standards for central counterparties*, Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) y Board de la IOSCO, Feb/2015, disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d114.pdf>?

- *Requirements for Mandatory Clearing*, Reporte del Technical Committee de la IOSCO, Feb/2012, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD374.pdf>.
- *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives*, Reporte del Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) y Board de la IOSCO, Jan/2015, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD469.pdf>
- *Towards liquid and resilient government debt markets in EMEs*, BIS Quarterly Review, March 2024, disponible en https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2403e.html

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES

INTRODUCCIÓN GENERAL



XXXIII. I – REVISIÓN DEL ANALISIS DE PRODUCTOS

La revisión del estudio de productos bursátiles está organizada en dos subgrupos:

- A - Derivados
- B - Fondos de Inversión; y
- B - *Exchange Traded Funds* (ETFs)
- D - Productos Ambiental, Social y Gobierno Corporativo (ASG).

El análisis se enfoca en productos considerados importantes como indicadores de presencia regional, la calidad, de la liquidez y del grado de desarrollo del mercado local y que en conjunto actúan como potenciadores de la inversión transfronteriza.

Es importante destacar que el estudio realizado el año 2015 investigó el mercado de préstamo de valores en la región el cuál no ha evolucionado desde el estudio anterior hasta la fecha de hoy. Con el objetivo de traer al estudio productos que se han destacado entre los mercados regionales, el trabajo consistió en analizar la industria de fondos de inversión. Tal decisión se justifica a partir de la evaluación de que la industria de fondos se ha desarrollado de manera expresiva en la región en la última década, con fuerte impacto sobre el nivel de actividad económica y de los mercados de capitales.

Por medio de las informaciones disponibles en el Anuario Estadístico y los Reportes Estadísticos de la FIAB, se identifican que los siguientes mercados poseen los productos en sus mercados:

A - Derivados	B - Fondos de Inversión	C - ETF	D - ASG
BYMA	BYMA	BYMA	BYMA
Matba-Rofex	BBV	MAV/BCR	MAV/BCR
B3	B3	MAE	MAE
Nuam - BVC	Nuam - BCS	BBV	BBV
BME	BEC	B3	B3
BMV	BNV	BEC	BEC
	BVG	Nuam - BCS	Nuam - BCS
	BMV	Nuam - BVC	Nuam - BVC
	Latinex	BNV	BNV
	BVA	BVG	BVG
	Nuam - BVL	BVQ	BVQ
	BVRD	BVES	BVES
		BME	BMV
		BMV	Latinex
		Latinex	Nuam - BVL
		Nuam - BVL	BEVSA

El presente capítulo presenta un diagnóstico regional para los referidos productos en dos partes, la primera parte dedicada a los derivados y fondos de inversión y la segunda parte a los ETFs y productos ASG. Son presentadas también recomendaciones para el desarrollo de estos productos.

Respecto al diagnóstico regional, para cada uno de los productos, se consideraron las informaciones disponibles en el Anuario Estadístico y en los Reportes Estadísticos Mensuales de la FIAB.

XXXIV. II – PROCESO DE MADUREZ DE PRODUCTOS

Considerando que los productos analizados tomaron por base en su capacidad de potenciar el desarrollo del mercado local y de la integración transfronteriza, se consideró importante tejer consideraciones sobre el proceso de madurez de los productos en general, así como recomendaciones en el sentido de proporcionar un ambiente favorable a su evolución.

Todos los productos tienen una curva de desarrollo que necesita, normalmente, algunos años para cumplirse y el proceso de evolución se da de manera diferenciada a lo largo de la **curva de madurez**. Varios elementos necesitan consolidarse para que un producto tenga condiciones de desarrollarse y alcanzar el grado máximo de madurez.

Considerando el desarrollo de productos en general a lo largo de su curva de madurez, se ha recomendado que las bolsas enfoquen en los siguientes aspectos:

Aspectos generales de desarrollo	Descripción
Educación	Los canales de distribución necesitan comprender las características del producto, su utilidad, su aplicación y las reglas al cual están sujetos. Subsecuentemente, es importante promover el proceso educativo de los inversores para adquirir familiaridad con el producto, comprender sus riesgos y sus ventajas.
Operación	El desarrollo de productos usualmente involucra la creación de contratos estándares, desarrollo y parametrización de sistemas automatizados, desarrollo de reportos y mecanismos de cambio de informaciones, así como procesos para tratamiento de errores y fallas.
Tarifación	Parte de la eficiencia de un producto está relacionada a sus costos. Usualmente, las tarifas aplicables a un producto son definidas con base en estudios de viabilidad y de la comparación con las tarifas practicadas en otros mercados. En la medida que el producto se desarrolla, es posible hacer una medida más objetiva de sus costos operativos y proyecciones de crecimiento para diferentes tarifas. Consecuentemente, es esperado que productos más maduros tengan una tarificación más precisa que refleja mejor su estrategia de desarrollo.

Para cada uno de estos aspectos, se identificaron recomendaciones generales para el desarrollo de productos bursátiles:

Aspectos generales de desarrollo	Recomendaciones
Educación	Recomendación 1: Que las bolsas desarrollen estrategias directamente relacionadas a la educación de los agentes de distribución de los productos.
	Recomendación 2: Que las bolsas enfoquen en iniciativas de educación de los inversionistas por medio de la organización de seminarios, workshops y entrenamientos, además de desarrollar materiales explicativos y didácticos que se puedan utilizar por los agentes de distribución e intermediarios.
Operación	Recomendación 3: Que las bolsas se dediquen a desarrollar procesos operativos eficientes, automatizados de manera integral y de fácil manejo para proporcionar el mayor grado posible de STP (<i>straightthrough processing</i>). Es importante desarrollar sistemas y herramientas que colaboren con el agente en su rutina operativa, incluso para fornecimiento de informaciones a los inversionistas, como consultas parametrizables y exportables, controles y funcionalidades automáticas. Esas herramientas debieran, preferencialmente, ser de fácil integración a los sistemas de los agentes e intermediarios.
Tarifación	Recomendación 4: Aunque sea importante que el producto sea autosustentable, las bolsas deben incorporar el periodo de maduración a la planificación de la implementación y al plazo de recuperación de inversiones. Del punto de vista de la integración transfronteriza, es importante que las tasas practicadas en el mercado no sean muy diferentes de las practicadas en los otros mercados de la región.

Considerando las ponderaciones sobre el proceso de madurez de los productos, pasamos al diagnóstico y a las recomendaciones para los grupos de productos analizados.

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES

A - DERIVADOS



XXXV. I – INTRODUCCIÓN

En todo el mundo, los instrumentos derivados están entre los más importantes mecanismos utilizados para administrar riesgos inherentes a los mercados financieros. A la medida que los instrumentos y estrategias financieras se sofisticaron, creció la demanda de los participantes de mercado por mecanismos de mitigación de riesgos y, consecuentemente, el mercado de derivados se desarrolló. Los mercados derivados son, por lo tanto, un indicador del nivel de desarrollo del mercado financiero y de la economía en los más diversos países.

Los países donde los mercados financieros y de capitales han más avanzados coincidentemente son los que tienen las economías más desarrolladas. Simétricamente, a la medida en que las políticas macroeconómicas se muestran más eficaces y crece la confianza de que la inflación seguirá siendo baja, aumenta la demanda por servicios financieros.

El desarrollo de los mercados financieros genera un aumento en la disponibilidad de crédito y con esto hay fomento del crecimiento económico. La mayor sofisticación de los mercados financieros, a su vez, exige el desarrollo de herramientas y productos que permitan una mejor gestión de los riesgos de manera a que las economías puedan hacer frente a la volatilidad de manera más eficaz. Los mercados derivados desempeñan, por lo tanto, un rol fundamental en el ciclo virtuoso de desarrollo económico.

Las principales funciones económicas de los mercados derivados son:

- **Definición de los precios** – los precios futuros de un activo en un mercado de derivados reflejan las expectativas de los participantes acerca del futuro, pero también concurren para determinar el precio del activo subyacente puesto que, en la madurez de los contratos, los precios de los derivados convergen para los precios de los activos subyacentes.
- **Manejo de riesgos** – los mercados derivados permiten la transferencia de los riesgos de personas con mayor aversión al riesgo para personas con mayor apetite al riesgo se por motivo de *hedge* o de especulación.
- **Liquidez del mercado subyacente** – la negociación de instrumentos derivados tiene un impacto positivo sobre el volumen negociado del activo subyacente en el mercado secundario. La principal causa es que la posibilidad de transferencia de riesgos atrae un número más amplio de inversores que, de otra manera, no actuarían en el mercado.

El mercado de derivados puede ser organizado en dos segmentos:

- Mercado de bolsa (*Exchange-traded derivatives*); y
- Mercado OTC (*over-the-counter*).

Globalmente, el mercado de derivados OTC es significativamente más importante que el mercado de bolsa. Según los datos del *Bank for International Settlements* (BIS)³³, el valor nominal de los contratos en bolsa (*exchange traded*) representó, al cierre de 2023, cerca de 14% (catorce por ciento) del valor nominal de los contratos en abierto en el mercado OTC.

³³ [OTC derivatives statistics publication table: BIS,DER_D5_1,1.0](#) y [Exchange-traded derivatives statistics publication table: BIS,XTD_D1,1.0](#)

En el mercado de bolsa (así como en el mercado OTC), los contratos derivados de tasa de interés son los más líquidos, con una expresiva diferencia para los contratos de tipo de cambio (FOREX) que vienen en segundo lugar. En el primero cuatrimestre de 2024 (BIS), el valor nocional total de los contratos futuros de tasa de interés era de USD 36,962 mil millones; al paso que los contratos futuros de tipo de cambio alcanzaban solo USD 362 mil millones. Para los instrumentos opciones, la diferencia es aún más significativa con USD 53,975 mil millones para opciones sobre la tasa de interés y USD 109 mil millones para opciones de tipo de cambio. Por lo tanto, el mercado de contratos futuros es globalmente mucho más relevante para las bolsas que el mercado de opciones.

Aunque el BIS no segregue los datos de la región (apenas de Norteamérica, Europa, Asia y “otros”), comparando los “otros” al total y a los demás totales regionales, es posible estimar que Latinoamérica tiene una participación aún poco expresiva. Mientras el valor nocional total de los contratos derivados (futuros y opciones) en el primero cuatrimestre de 2024 fue de USD 93,274 mil millones, el valor de los “otros” mercados, donde se encuentra Latinoamérica, corresponde a US 2,431 mil millones, o sea, solamente, 2,6%.

Existe, por lo tanto, un gran espacio para crecimiento del mercado de derivados en las bolsas de la región. Las bolsas que tengan el objetivo de desarrollar un mercado de derivados debieran estar particularmente atentas a los mecanismos de administración de riesgos³⁴ en este mercado como, por ejemplo, definición de requisitos de capital, colateralización de las posiciones, sistemas de manejo de garantías y límites de posiciones. El desarrollo de mercados de derivados sin un aparato adecuado para el manejo del riesgo puede probarse más perjudicial que favorable al desarrollo del mercado.

El enfoque del estudio anterior estuvo centrado en el mercado de derivados de bolsa. Sin embargo, se reconoce actualmente que, mismo para el mercado de derivados OTC, las bolsas tienen el potencial de proveer servicios de valor agregado que pueden volverse una importante fuente de ingresos.

Los mercados de derivados OTC se destacaron recientemente por su falta de transparencia cuando comparados al mercado de derivados de bolsa. Exigencias como el registro de operaciones en *trade repositories* y la liquidación por una contraparte central surgieron en función riesgos que no estaban adecuadamente identificados y mitigados.

El tamaño del mercado de derivados OTC y la creciente necesidad de que las transacciones se registren en sistemas centralizados de registro como las *trade repositories* puede representar una oportunidad de negocio para las bolsas fuera de sus líneas tradicionales de negocio.

XXXVI. II - DIAGNÓSTICO REGIONAL EVOLUTIVO

1. PRODUCTOS DERIVADOS EN LA REGIÓN

Comparativamente a la investigación anterior, no hubo un avance de los productos derivados en la región. Exactamente los mismos mercados donde el producto estaba presente en 2015 son los que indican negociarlo actualmente: Argentina (BYMA, Matba-Rofex), Brasil (B3), Colombia (BVC), España (BME) y México

³⁴ Aunque los instrumentos derivados sean un mecanismo que puede ser utilizado con el objetivo de mitigar riesgos por el usuario, esto no se confunde con los riesgos generados en el propio mercado de derivados donde las posiciones deben ser colateralizadas.

(BMV). En 2015, Chile lanzaba un programa de derivados mientras se realizaba el estudio, pero la iniciativa no logró alcanzar la liquidez deseada.

En 2015 se identificó que algunos mercados se veían como poco desarrollados y aún carentes de una cultura de ahorro e inversión para comportar la introducción de productos derivados (Ecuador, Panamá, República Dominicana y Uruguay). Hubo también mercados que apuntaron la falta de apoyo de los participantes de mercado como causa de la ausencia de productos derivados.

Asimismo, los referidos mercados manifestaron interés en el desarrollo del mercado de derivados en el momento que el tamaño del mercado local alcanzase un nivel mínimo de liquidez y sofisticación. Se identificaba también la necesidad de soporte por la parte del regulador y de los participantes del mercado.

2. CARACTERIZACIÓN DE LOS MERCADOS Y GRADO DE DESARROLLO

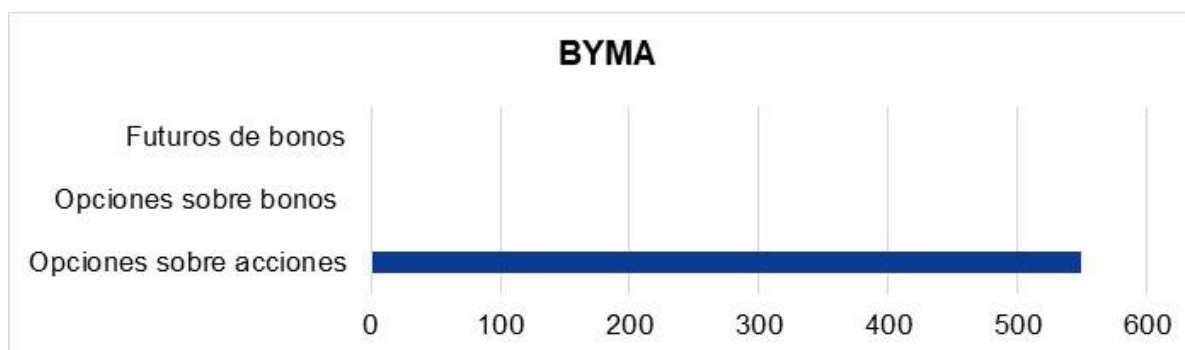
Con el objetivo de caracterizar los mercados de la región y su grado de desarrollo, son presentados en la secuencia datos sobre los contratos más relevantes en cada mercado (2023), así como la comparación de los diferentes tipos de contratos entre los mercados de la región. Las informaciones se obtuvieron en los Reportes Estadísticos Mensuales de la FIAB.

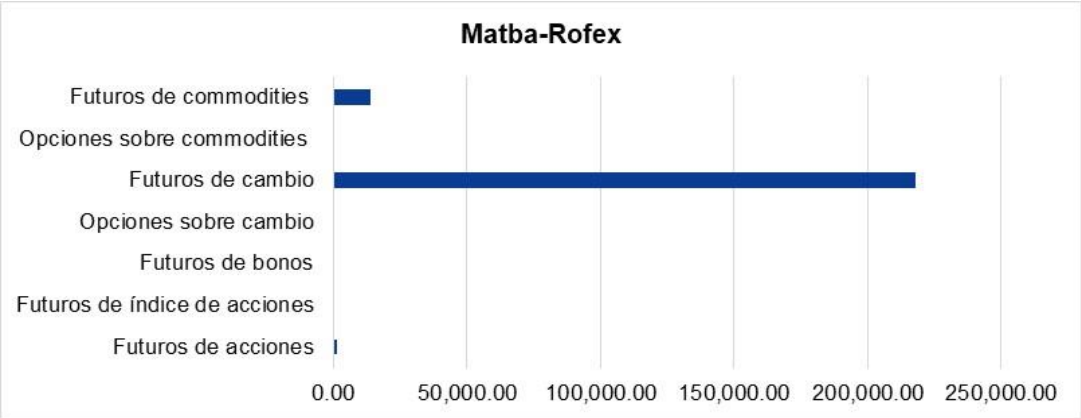
Sobre la relevancia de los diferentes tipos de contratos, se considera el valor nocional de los contratos negociados como indicador de referencia.

CONTRATOS MÁS RELEVANTES EN CADA MERCADO

Argentina

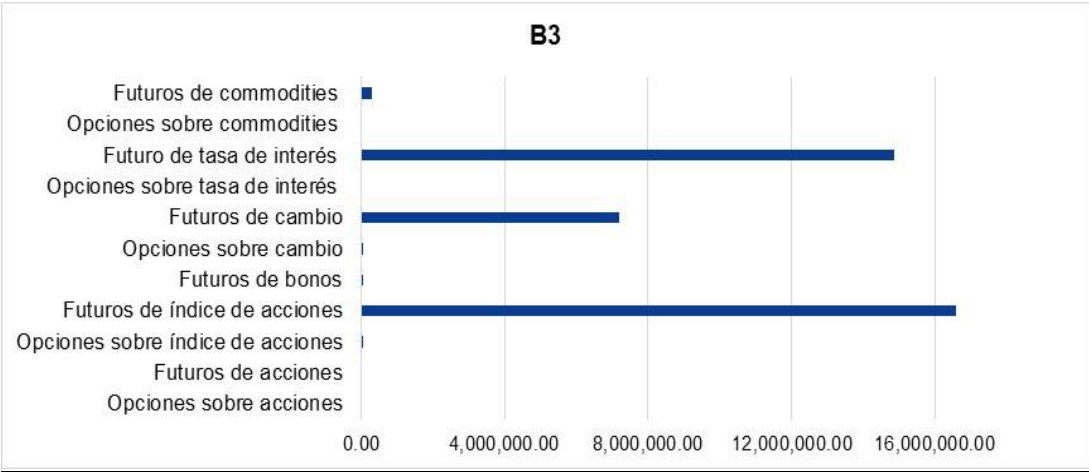
En el mercado argentino, los derivados son negociados principalmente en Matba-Rofex. En BYMA se negocia un bajo volumen de contratos de opciones sobre acciones, mientras en Matba-Rofex, las negociaciones están centradas principalmente en contratos futuros de cambio.





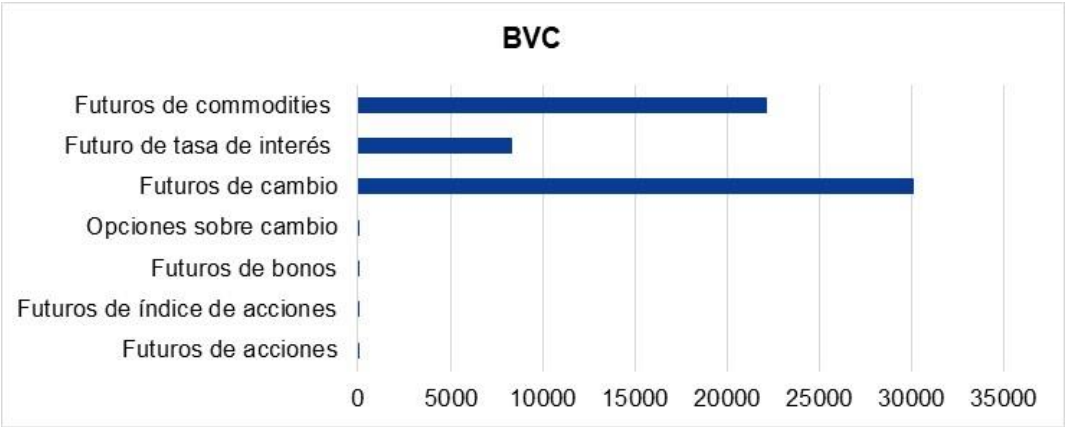
Brasil

Brasil es el mercado más desarrollado de la región con expresivo volumen de contratos negociados en una amplia gama de productos derivados. Asimismo, la negociación es más concentrada en contratos futuros de índice de acciones, tasa de interés y tipo de cambio.



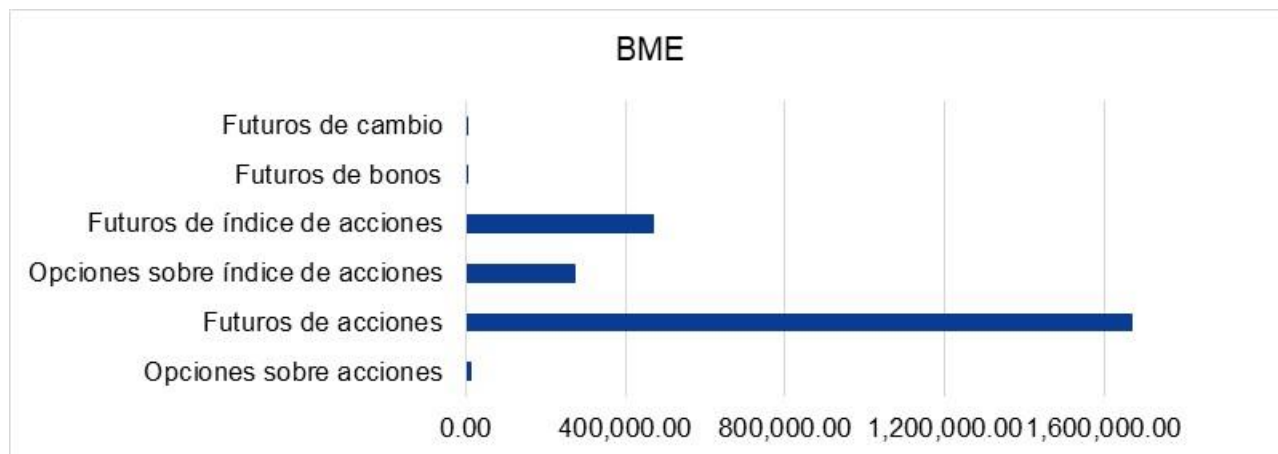
Colombia

El mercado colombiano de derivados es aún bastante pequeño con la negociación concentrada en contratos futuros de tipo de cambio, *commodities* y tasa de interés.



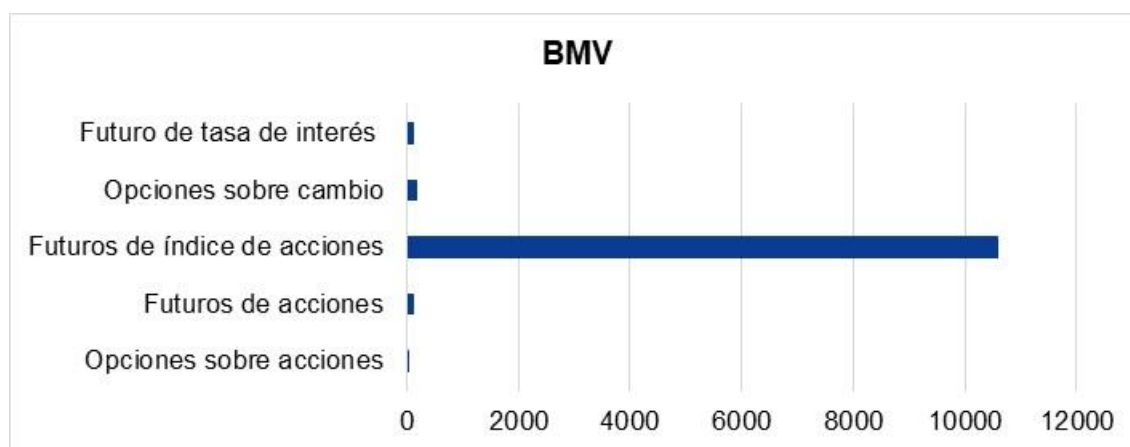
España

El mercado español é el segundo mercado más desarrollado de la región y la negociación está centrada en contratos futuros de acciones. En un paramar abajo son negociados contratos futuros y opciones sobre índices de acciones.



México

El mercado mexicano de derivados es aún poco desarrollado y está concentrado en la negociación de contratos futuros de índices de acciones.

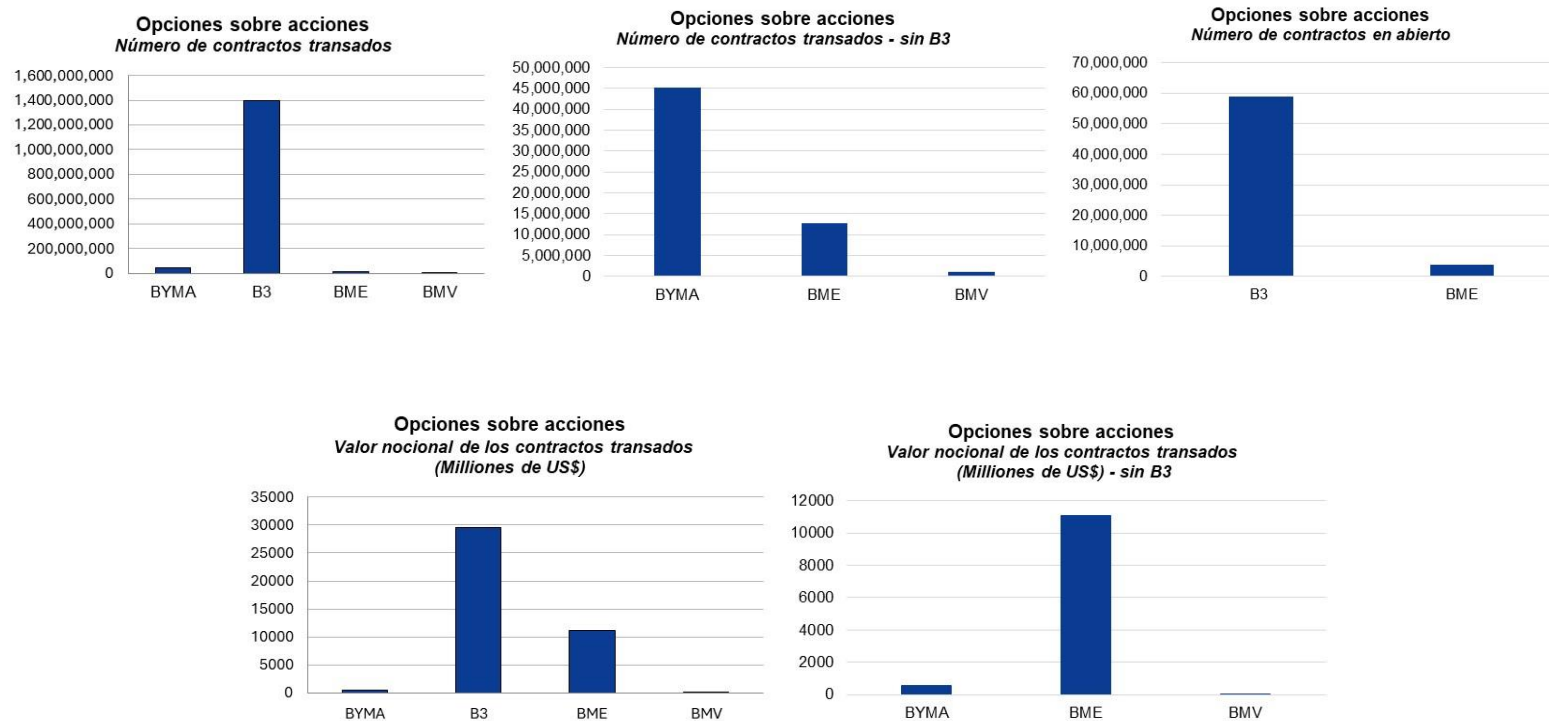


COMPARATIVO POR TIPO DE CONTRATO

El análisis grafico presentado en la secuencia nos permite tener una visión comparativa del grado de desarrollo y de profundidad del mercado de derivados en las bolsas de la región por tipo de contrato negociado.

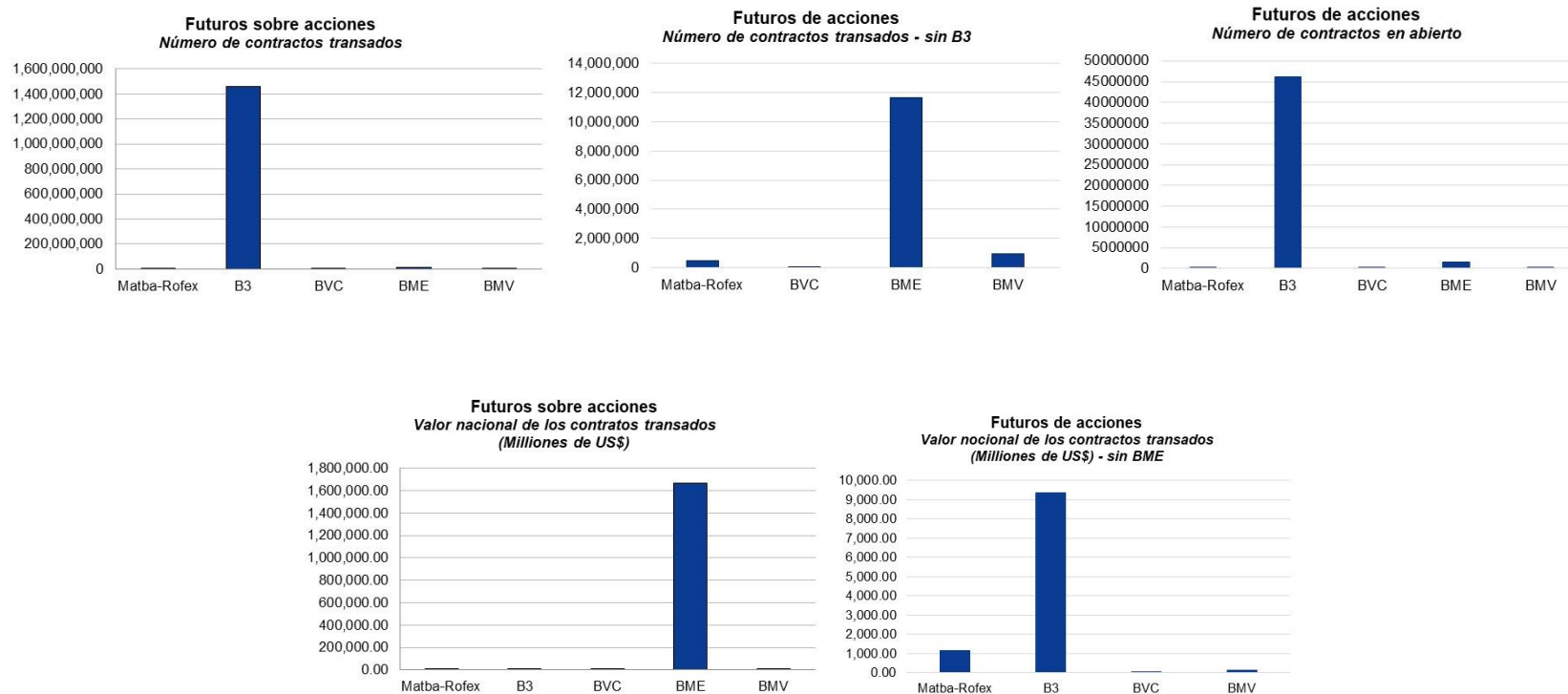
Considerando la diversidad de tamaño de los mercados, es relativamente común que, para un determinado tipo de contrato, haya uno (o más) mercados que son mucho más relevantes que los otros, de manera que la representación gráfica puede ser perjudicada si se representan todos los mercados simultáneamente. En los casos en que eso ocurre, se presentará, de forma segregada, el comparativo excluyendo el (los) mercado(s) outlier(s).

I-A – OPCIONES SOBRE ACCIONES



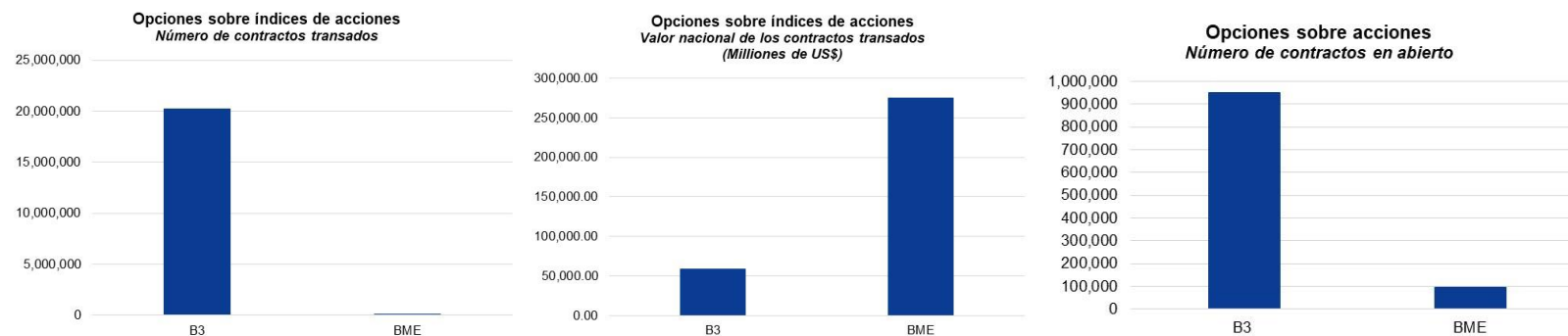
Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

I-B – FUTUROS DE ACCIONES



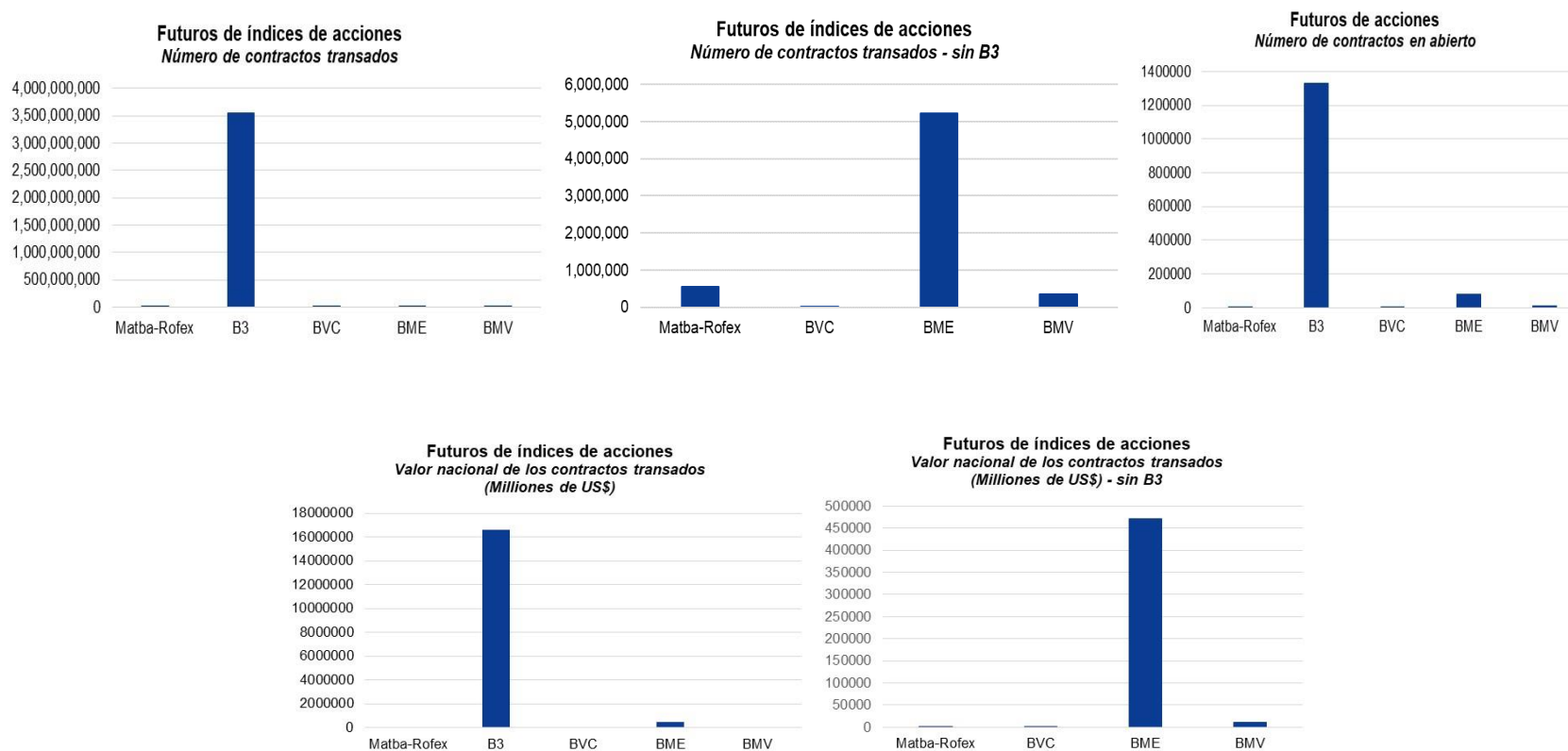
Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

II-A – OPCIONES SOBRE ÍNDICES DE ACCIONES



Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

II-B – OPCIONES SOBRE ÍNDICES DE ACCIONES

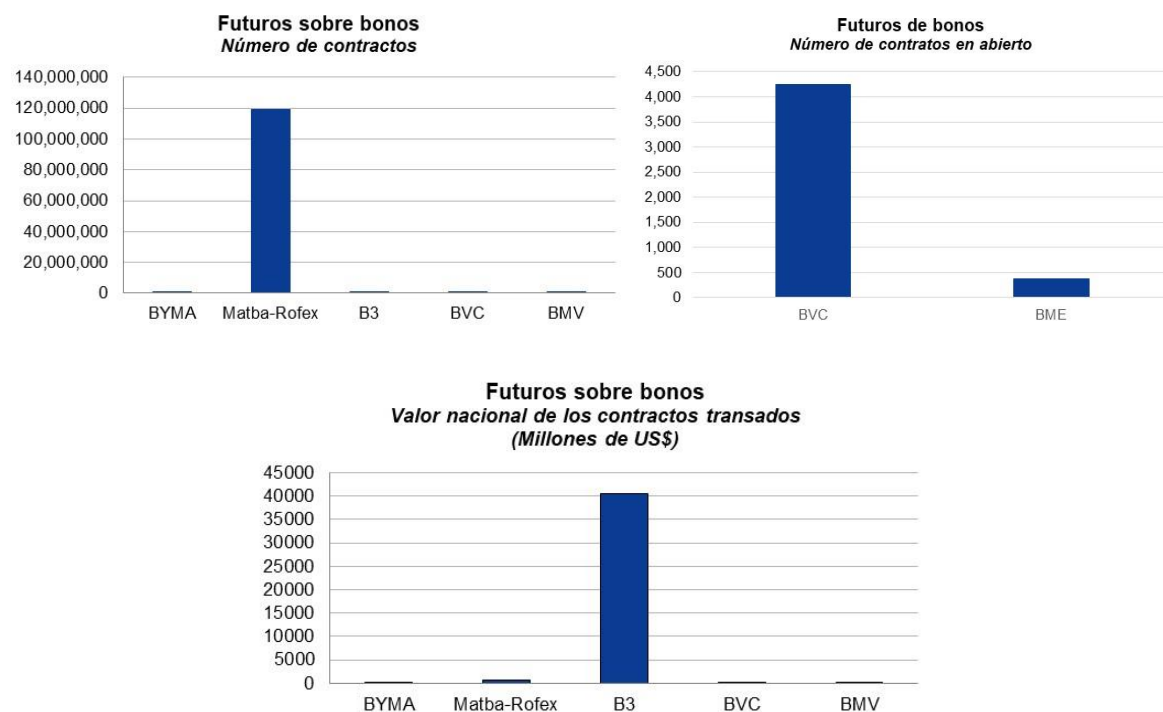


Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

III-A – OPCIONES SOBRE BONOS

Solamente BYMA negocia opciones sobre bonos, con un valor nocional de contratos transados de US\$ 0,89 millones.

III-B – FUTUROS DE BONOS

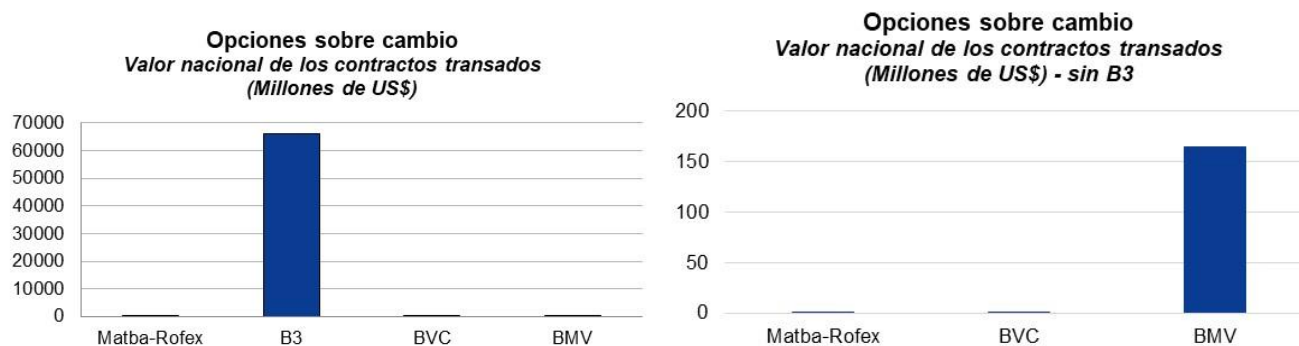


Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

IV-A – OPCIONES SOBRE CAMBIO

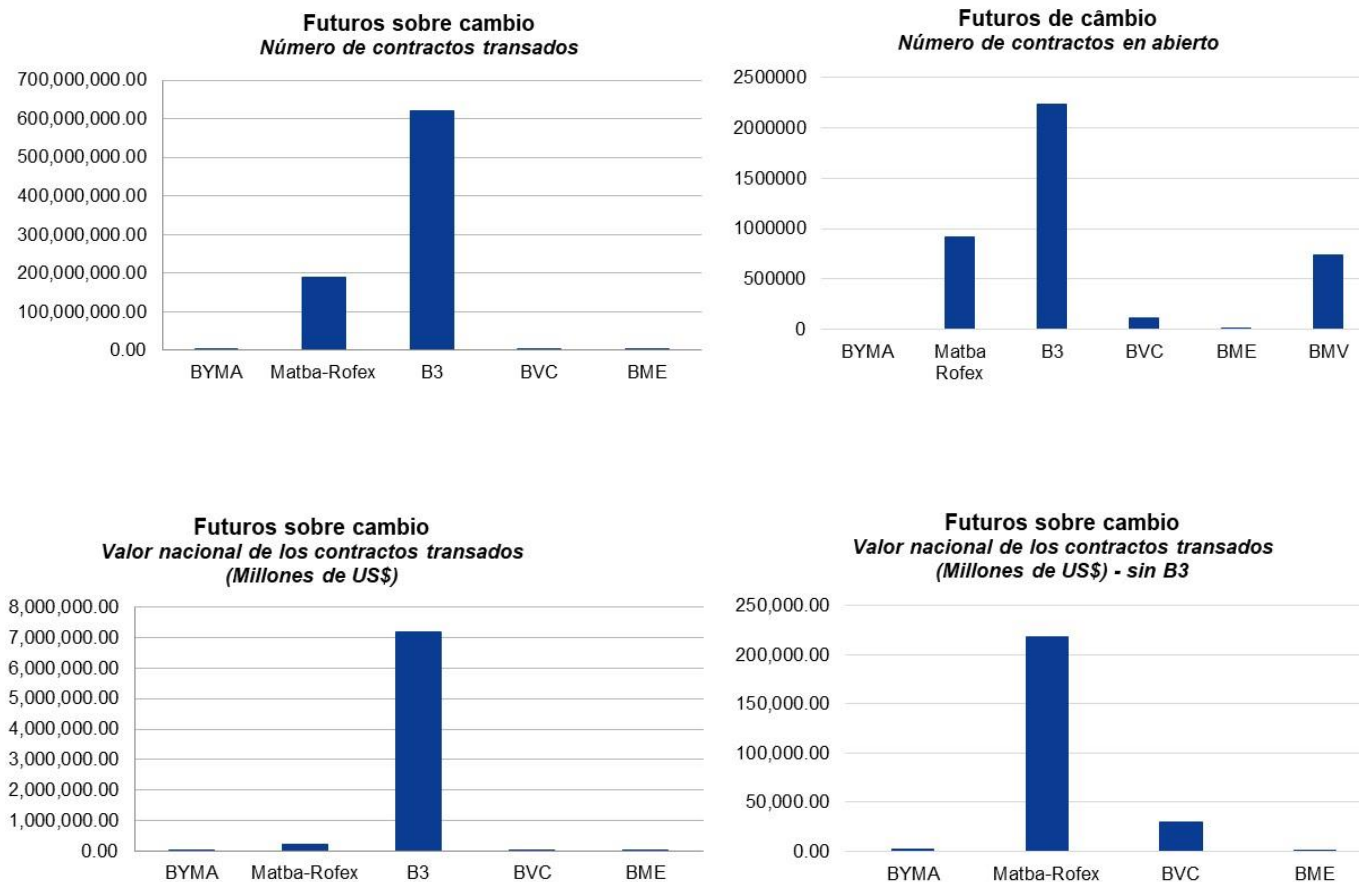


Básicamente, sólo B3 tenía contratos en abierto al cierre de 2023 (581,884). BVC tenía solamente 54 contratos y Matba-Rofex y BMV no tenían contratos en abierto para opciones de tipo de cambio.



Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

IV-B – FUTUROS DE TIPO DE CAMBIO



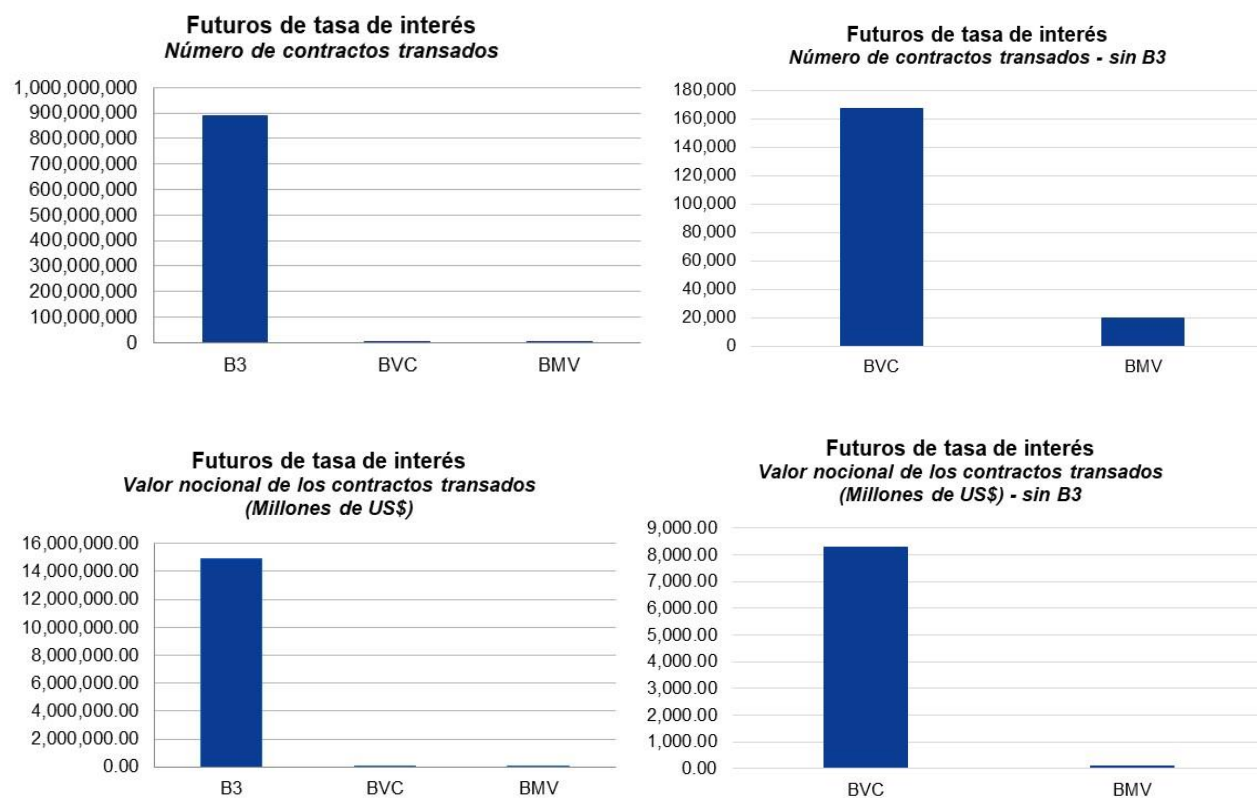
Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

V-A – OPCIONES SOBRE TASA DE INTERÉS

Sólo B3 negocia opciones sobre tasa de interés con cerca de 300 mil contratos transados en 2023 con un valor nominal de aproximadamente US\$ 17 mil millones.

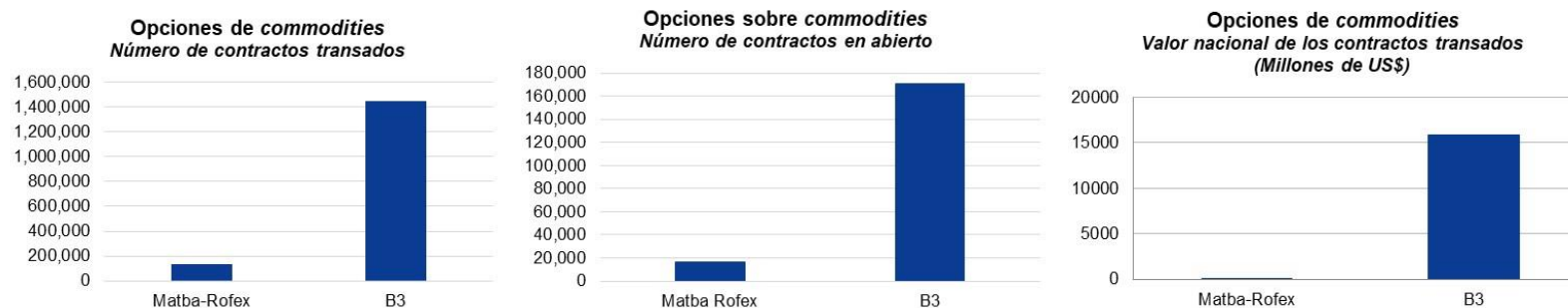
V-B – FUTUROS DE TASA DE INTERÉS

Sólo B3 y BVC tenían contratos de futuros de tasa de interés en abierto al cierre de 2023. Sin embargo B3 tenía casi 42 millones de contratos, mientras BVC cerca de 12 mil contratos.



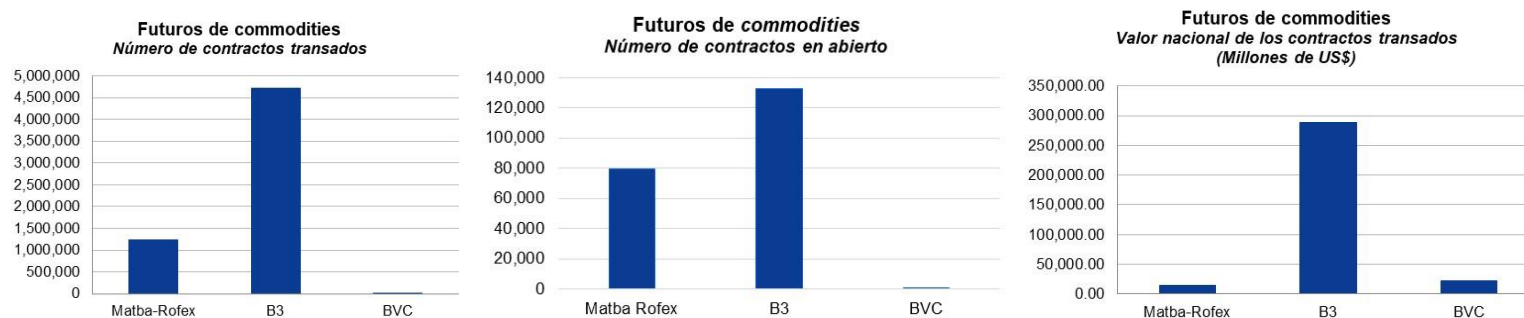
Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

VI-A – OPCIONES SOBRE COMMODITIES



Fuente: Reportes Mensuales FIAB - 2023

VI-B – FUTUROS DE COMMODITIES



Fuente: Reportes Mensuales FIAB – 2023

XXXVII. III - FACTORES DEL DESARROLLO

En el estudio anterior, se buscó identificar los factores determinantes del desarrollo de los derivados en cada mercado. Los principales factores indicados fueron un ambiente regulatorio favorable, incentivos económicos y fiscales y la actuación de la bolsa.

Estos factores permanecen siendo los principales a contribuir para el desarrollo del mercado de derivados en la región. Sin embargo, es importante destacar que el mercado de derivados no experimentó un avance real en la región – los mercados donde el producto ya estaba desarrollado permanecen siendo los que presentan mejor desempeño, los mercados donde la actividad era incipiente no han mostrado crecimiento y no hubo nuevos mercados donde los derivados se hayan desarrollado como se indicaba en el estudio de 2015.

En todos los mercados de la región donde se transan derivados, el producto es considerado relevante para el desarrollo de los mercados financiero y de capitales, una vez que optimiza el manejo de riesgos y potencializa las estrategias de arbitraje de los inversores. En algunos mercados existen incentivos económicos y/o fiscales para operaciones con derivados, como es el caso de Brasil y Colombia.

La principal barrera al desarrollo del mercado de derivados que se ha identificado es la baja liquidez y profundidad del mercado subyacente que limita el potencial del mercado de derivados. Incentivos fiscales restrictos a determinados tipos de inversores (extranjeros, por ejemplo), necesidad de cambios regulatorios y falta de cultura local fueron otros factores apuntados como limitadores del desarrollo del mercado de derivados en la región.

XXXVIII. IV - RECOMENDACIONES

Las recomendaciones de la investigación precedente estuvieron centradas exclusivamente en el desarrollo del mercado de derivados de bolsa.

Sin embargo, como se indicó en este estudio, el tamaño del mercado de derivados OTC y la creciente necesidad de que las transacciones se registren en sistemas centralizados de registro como las *trade repositories* puede representar una oportunidad de negocio para las bolsas fuera de sus líneas tradicionales de negocio.

De esta manera, las presentes recomendaciones se subdividen en dos subgrupos: derivados estandarizados de bolsa, acompañando el estudio anterior, y derivados OTC, como una nueva área potencial de actuación de las bolsas.

1. DERIVADOS ESTANDARIZADOS DE BOLSA

CONTRAPARTE CENTRAL

Considerando las mejores prácticas internacionales, sobre todo, el referencial creado por los PFMI, el mercado de derivados estandarizados de bolsa exige la constitución de una contraparte central que sea responsable por la administración centralizada de los riesgos. La administración centralizada de los riesgos comprende actividades el control de las posiciones en abierto como la mensuración de las exposiciones al riesgo de crédito y liquidez y el gerenciamiento de las garantías presentadas por los participantes directos y, en ciertos casos, también los participantes indirectos, es decir los clientes de los participantes directos.

Según lo examinado en el capítulo de Liquidez, en la última década hubo un creciente movimiento de migración del mercado de derivados OTC estandarizados para ambientes de bolsa amparados por una contraparte central como forma de actuar con mecanismos de mitigación del riesgo sistémico. Esa tendencia crea una condición favorable a las bolsas y otras organizaciones constituyentes de la infraestructura de capitales.

Sin embargo, la contraparte central es una infraestructura compleja y costosa una vez que involucra el manejo de sistemas de riesgos y de garantías y mecanismos de salvaguardas como fondos de liquidación y arreglos de

liquidez. Es natural, por lo tanto, que solo mercados más sofisticados y líquidos tengan desarrollado este tipo de estructura³⁵.

Las bolsas debieran evaluar si el tamaño y el nivel de madurez de su mercado comporta el desarrollo de ese tipo de infraestructura. Un mercado *spot* poco desarrollado e ilíquido no tiene la capacidad de mantener un mercado de derivados con toda esa infraestructura, aunque pueda tener efectos positivos sobre la liquidez del mercado del activo subyacente.

Tal vez por esta misma razón, se observa que desde la última investigación no hubo un cambio de escenario en el desarrollo de productos derivados en la región. Al contrario, algunos mercados medianos como Chile y Colombia, que tenían una expectativa más optimista con relación a este segmento, no lograron alcanzar los resultados esperados.

DEFINICIÓN DE LOS PRODUCTOS

Un aspecto importante en el desarrollo de un mercado de derivados es la escoja de los productos que serán negociados. Hay una extensa gama de derivados que pueden ser negociados en las bolsas, como fue presentado en la parte diagnóstica de este capítulo. Sin embargo, es importante atender para el hecho que ni todos los tipos de contratos son adecuados a la implantación en los diferentes mercados indistintamente.

En este sentido, se recomienda que la bolsa trabaje en conjunto con los participantes de mercado de manera a identificar cuál es la demanda de los inversores en términos de necesidad de cobertura, de manejo de riesgos y de estrategias de inversión. Es recomendable también que se inicie con un número reducido de contratos de forma a incentivar la concentración de la liquidez en ellos y cuando la liquidez ya se hubiera consolidado, se buscar introducir progresivamente otras modalidades de contrato, estando siempre atentos a la demanda del mercado.

RECONOCIMIENTO INTERNACIONAL

Un elemento que previene efectivamente algunas categorías de inversionistas de ingresaren recursos para inversión en los mercados de derivados en la región Latinoamericana es la falta de reconocimiento internacional de dicho mercado como un mercado seguro para inversión. Se trata de la acreditación *No Action Letter*, emitida por la *Commodities Futures Trading Comission* (CFTC)³⁶ y por la *European Securities and Markets Authority* (ESMA/EMIR).

A pesar de tratarse de una iniciativa muy particular a cada país, se recomienda que los mercados busquen la dicha acreditación que tiene un potencial de promover la operación transfronteriza entre los mercados de FIAB y también de atraer inversionistas extranjeros en general.

2. DERIVADOS OTC – REGISTRO CENTRALIZADO

Las bolsas tienen el potencial de prestar servicios de valor agregado para el registro de transacciones con derivados OTC, que pueden volverse importantes fuentes de ingresos más allá de las plataformas electrónicas de negociación bursátil.

Como demuestran datos indicados en este estudio, a nivel mundial el tamaño del mercado OTC aún es significativamente mayor que el mercado bursátil. Aunque se espere un desarrollo del mercado de derivados de

³⁵ El *Bank for International Settlement* (BIS) y el *Group of 30* cuando discutieron, en sus trabajos seminales, aspectos ligados a los esquemas de compensación decían que la centralización del control de riesgos en una contraparte central dependía del grado de desarrollo del mercado.

³⁶ El mismo raciocinio se aplica a la *No Action Letter* emitida por la *Securities Exchange Comission* (SEC) o al *Depository Information Gathering* divulgado anualmente por la *Association of Global Custodians* (AGC) sobre los depósitos centrales.

bolsa y que haya iniciativas que pueden ser llevadas a cabo con este objetivo, es importante reconocer que las transacciones fuera de bolsa son una característica de ese mercado y que siempre habrá un volumen importante de operaciones que no serán capturadas por las bolsas en el modelo tradicional de negociación en plataforma electrónica con anonimato.

Por otro lado, considerando el nivel actual del *benchmark* internacional, se vuelve cada vez más relevante asegurar la transparencia de los negocios realizados por medio del registro de las operaciones en plataformas de registro centralizado – los *trade repositories* o TR.

Desde el 2007 surgieron las primeras recomendaciones que de los derivados OTC fueran objeto de registro en una TR. Actualmente, este tipo de infraestructura está ampliamente reconocida y desempeña un rol cada vez más importante no solamente en términos de asegurar la transparencia de precios, pero también en asegurar la unicidad de garantías vinculadas.

El desarrollo de una entidad de registro centralizado puede mostrarse económicamente más viable e interesante que el desarrollo de una contrapartida central, lo que debe ser evaluado por la bolsa. Considerando el volumen global de contratos OTC en abierto, es posible estimar que existe una potencial fuente de ingresos aún muy poco explorada en la región.

Aunque este no sea un servicio tradicional de las bolsas, estas infraestructuras están capacitadas y poseen el *expertiz* necesario para desarrollar tal infraestructura. Otro tipo de institución que puede implementar una TR son los depósitos centrales de cada mercado, de manera que las bolsas puedan conducir una negociación en sus jurisdicciones que debiera involucrar el depósito central, los participantes de mercado y el regulador de mercado.

En Europa, la consolidación de los TRs derivó directamente del reconocimiento de la relevancia del mercado de derivados OTC en el desarrollo económico y financiero de la región al mismo tiempo en que alertaba sobre el riesgo sistémico que pudieran generar sin los mecanismos adecuados de gestión de riesgos y transparencia.

En 2012, espejando los PFMI, la Unión Europea adoptó el *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) con el objetivo de aumentar la transparencia en los mercados de derivados OTC, mitigar el riesgo de crédito y reducir el riesgo operacional.

XXXIX. V – CONCLUSIONES

Tomando en consideración los inhibidores y recomendaciones de orden general tratados en la introducción, una primera conclusión que involucra todas las demás es que el desarrollo de productos está bastante condicionado al desarrollo del propio mercado y de su grado de madurez. Esto es especialmente verdadero para los mercados derivados que necesitan de un nivel mínimo de desarrollo del mercado *spot*. El cuadro presentado a continuación sintetiza las recomendaciones para el desarrollo de los mercados derivados.

DESARROLLO DE PRODUCTOS - DERIVADOS	
I – Derivados de Bolsa	
Inhibidor	Recomendación
Ausencia de entidad de contrapartida central	Recomendación 1: Que las bolsas evalúen, en conjunto con reguladores y agentes de mercado, la posibilidad de creación de una contraparte central en su mercado que sea capaz de absorber los riesgos creados por los mercados derivados. La contraparte central es una infraestructura compleja y costosa una vez que involucra el manejo de sistemas de riesgos y garantías y mecanismos de salvaguardas como fondos de liquidación y arreglos de liquidez. Las bolsas deben evaluar si el tamaño y el nivel de madurez de su mercado comporta el desarrollo de tal infraestructura. Donde el mercado <i>spot</i> es poco desarrollado e ilíquido, posiblemente no hay condiciones materiales de sostener un mercado de derivados.

Definición de productos	Recomendación 2: Que las bolsas identifiquen, en conjunto con los participantes de mercado, cuál es la demanda de los inversionistas en términos de necesidad de cobertura, de manejo de riesgos y de estrategias de inversión con el objetivo de los tipos de contratos adecuados a la implantación en sus mercados. Es recomendable también se inicie con un número reducido de contratos de forma a incentivar la concentración de la liquidez en ellos y cuando la liquidez ya se hubiera consolidado, se buscar introducir progresivamente otras modalidades de contrato, estando siempre atentos a la demanda del mercado.
Reconocimiento internacional	Recomendación 3: Que las bolsas busquen las acreditaciones que provee la <i>No Action Letter</i> emitida por la CFTC y por la ESMA/EMIR como forma de atraer inversionistas transfronterizos, en general, y de manera a potenciar la operación transfronteriza entre los mercados de FIAB.

II – Derivados OTC	
Inhibidor	Recomendación
Registro centralizado	Recomendación 4: Que las bolsas evalúen la posibilidad de prestar servicios de valor agregado para el registro de transacciones con derivados OTC. El desarrollo de una entidad de registro centralizado puede mostrarse económicamente más viable y relevante que el desarrollo de una contraparte central. Considerando el volumen global de contratos OTC en abierto, es posible estimar que existe una potencial fuente de ingresos aún muy poco utilizada en la región. Aunque este no sea un servicio tradicional de las bolsas, estas están capacitadas y poseen el <i>expertiz</i> necesario para desarrollar tal infraestructura.

XL. VI - BIBLIOGRAFÍA

- *Considerations for Trade Repositories in OTC Derivatives Markets*, CPSS-IOSCO, Consultative Report, Maio 2010, disponible en <https://www.bis.org/cpmi/publ/d90.pdf>
- *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*, Reglamento (UE) no. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, Jul 2012, disponible en eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648
- *Global Derivatives Market – an introduction* – Deutsche Bank White Paper, 2008
- *Legal and Regulatory Framework for Exchanged Traded Derivatives*, IOSCO, 1996, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD53.pdf>
- *Options, Futures and other Derivatives*. John Hull, New York: Pearson Education, 2018
- *OTC and Exchanged Traded Derivatives* - BIS – www.bis.org - Statistical Releases
- *Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero*, CPSS-IOSCO, Marzo 2011, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD350-Spanish.pdf>
- *Recommendations for Securities Settlement Systems*, CPSS-IOSCO, Novembre 2001, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD123.pdf>
- *Report on Trading of OTC Derivatives*, Comité Técnico de la IOSCO, Febrero 2011, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES

B - FONDOS DE INVERSIÓN



XLI. I – INTRODUCCIÓN

Entre los principales objetivos de inversión, están la diversificación del portafolio, la administración de los riesgos y la maximización de los retornos. Los fondos de inversión son, tal vez, una de las modalidades más eficientes para alcanzar una diversificación de portafolio. Con el agrupamiento de recursos de inversores individuales en un mecanismo colectivo de inversión (en inglés *collective investment scheme* o CIS), los fondos de inversión no solo democratizan el acceso a activos de alto valor, como también se benefician de una administración profesional a la cual los inversores individualmente probablemente no tendrían acceso.

Los fondos son estructurados a partir de recursos de múltiples inversores que invierten colectivamente en un portafolio diversificado de activos como acciones, bonos y otros activos. El principal objetivo es diluir los riesgos de la inversión mientras se busca capitalizar la oportunidad de invertir en una amplia gama de activos que no podrían no estar disponibles al inversor individual.

Hay una multiplicidad de tipos de fondos que equilibran de manera distinta elementos como riesgo, liquidez y retorno. Los inversores se benefician del acceso a una plataforma diversificada de activos con volúmenes relativamente pequeños de capital, de la administración profesional de sus inversiones y de economías de escala en los costos de transacción.

Un aspecto esencial de la inversión por medio de mecanismos colectivos es la calidad de la gestión de riesgos. Los riesgos involucran factores como volatilidad de mercado, desempeño de la administración fiduciaria y riesgos operativos que pueden afectar la rentabilidad de los fondos.

Usualmente, en términos globales, los fondos inversión cuentan con una regulación consolidada que da seguridad a los inversionistas, los intermediarios y las bolsas donde las cuotas son negociadas. Dependiendo de la jurisdicción, los fondos de inversión pueden beneficiarse de eficiencias fiscales, comparativamente a inversiones individuales.

Los fondos de inversión en acciones, sobre los cuales se enfoca esta parte del estudio, están entre los más buscados por los inversionistas justamente porque los beneficios en términos de gestión profesional sea un diferencial más significativo en este segmento. Por medio de la inversión en un portafolio de acciones, los inversores reducen su exposición a una acción específica y, por lo tanto, quedan más protegidos de las fluctuaciones del mercado.

Uno de los beneficios para el inversor de fondos es la posibilidad de negociar en el mercado secundario las cuotas de los fondos y no los activos que componen el fondo, que tienen niveles diferenciados de liquidez. El efecto de nivelar la liquidez puede ser un factor de incentivo a la negociación de las cuotas en bolsa, una vez que los activos individualmente pueden presentar liquidez variada.

El análisis de los fondos de inversión en el presente estudio sobre inhibidores a la integración transfronteriza resulta del diagnóstico de que la negociación de cuotas de fondos en bolsa puede representar una forma de familiarización de inversores transfronterizos a los mercados locales. Bajo esta hipótesis, la promoción de la liquidez de los fondos de inversión debería ser un reto para los mercados de la región.

En la secuencia, será presentado un diagnóstico regional de los fondos de inversión en las bolsas de la FIAB, discutiremos los riesgos e los factores de desarrollo, las tendencias que identificamos para la industria de fondos, las recomendaciones para los mercados de la FIAB y las conclusiones para este tema.

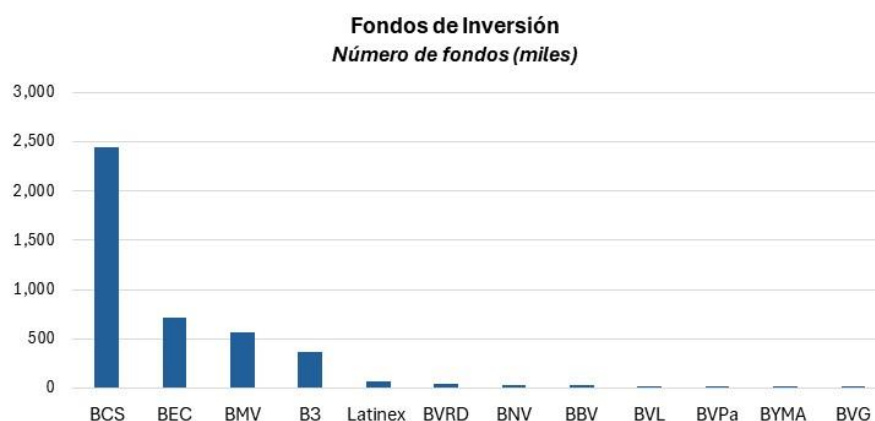
XLII. II – DIAGNÓSTICO REGIONAL

El diagnóstico regional para el producto fondos de inversión considera los datos disponibles en los Reportes Estadísticos y el Anuario de la FIAB que cubren los fondos de inversión en acciones. Para fines de **caracterización de los mercados** y comprensión del grado de desarrollo, son presentados datos sobre la cantidad de fondos, los montos negociados y el número de operaciones realizadas.

Con el objetivo de caracterizar los mercados de la región, son presentados a continuación datos sobre los fondos de inversión en acciones en los mercados de la región (2023). Las informaciones fueron obtenidas en los Reportes Estadísticos Mensuales de la FIAB.

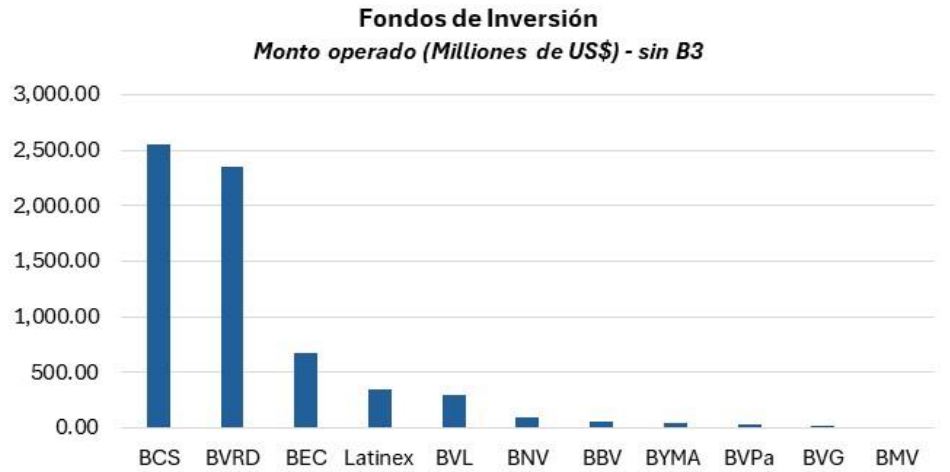
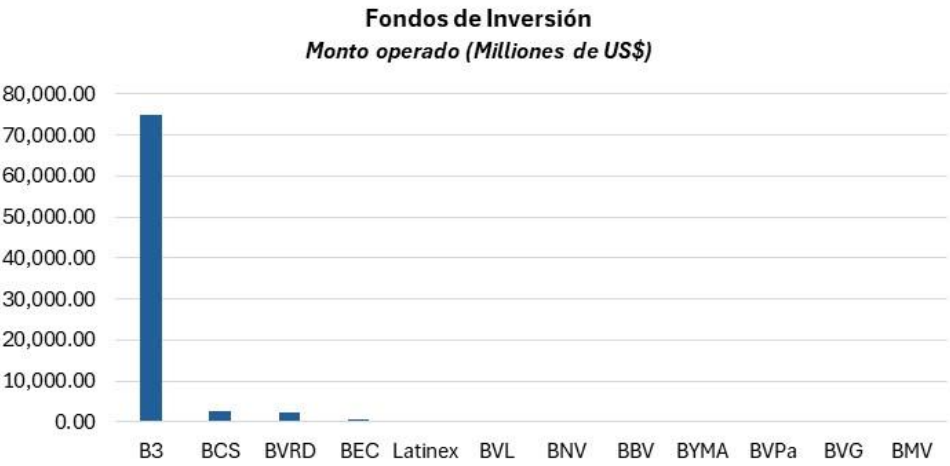
Bolsa	Fondos de Inversión – Acciones Cantidad (Miles)
	2023
BYMA	11
BBV	25
B3	362
BCS	2,442
BEC	710
BNV	25
BVG	4
BMV	562
Latinex	64
BVA	16
BVL	18
BVRD	38

Fuente: Reportes Mensuales de la FIAB (2023)



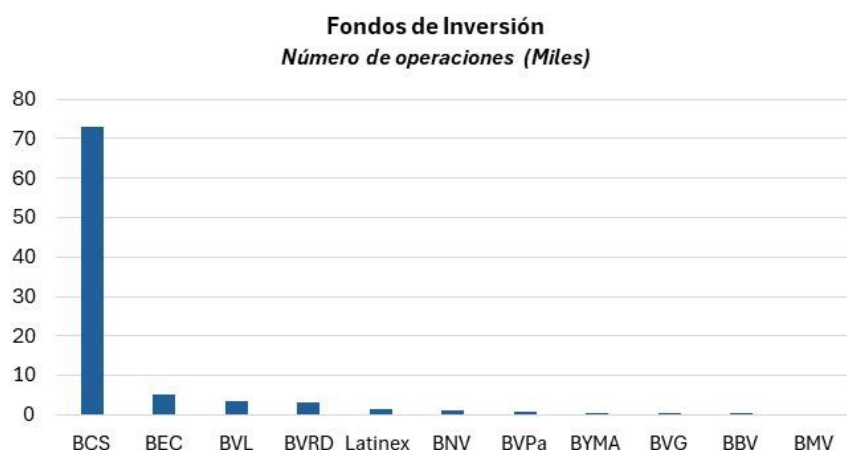
Bolsa	Fondos de Inversión – Acciones Montos operados (Miles)
	2023
BYMA	43,30
BBV	58,20
B3	74.825,32
BCS	2.546,20
BEC	679,75
BNV	92,23
BVG	22,27
BMV	0,00
Latinex	347,33
BVA	26,24
BVL	291,27
BVRD	2.355,65

Fuente: Reportes Mensuales de la FIAB (2023)



Bolsa	Fondos de Inversión – Acciones
	Número de operaciones (Miles)
	2023
BYMA	0,53
BBV	0,02
B3	135.043,64
BCS	73,13
BEC	4,99
BNV	0,96
BVG	0,22
BMV	0,00
Latinex	1,40
BVA	0,86
BVL	3,53
BVRD	2,97

Fuente: Reportes Mensuales de la FIAB (2023)



Fuente: Reportes Mensuales de la FIAB (2023)

Considerando el monto operado como indicador de referencia, la mayoría de los mercados todavía posee una baja liquidez para negociación de cotas de fondos. B3 es un *outlier* con un monto negociado muy por encima del segundo más grande la región. El segundo gráfico relativo a los montos transados elimina B3, de forma a tener una visión más clara de las bolsas en la misma etapa. En este sentido, BCS es destacado, seguido por BEC, BVL y BVRD. Los demás presentan asimismo montos muy reducidos.

Un aspecto interesante para analizar es que, aunque BCS sea el que tiene más fondos listados, incluso bastante superior al de B3, los montos operados y el número de operaciones son inmensamente inferiores. Es conocida la importancia de los fondos en el mercado chileno, sin embargo, los datos indican que tal industria no genera el nivel de actividad que se pudiera esperar.

Por lo tanto, se concluye que el número de fondos no es indicativo de su liquidez y, para las bolsas, el factor más relevante son los montos negociados y el número de transacciones, a la vez que son estos que les generan ingresos. De esta manera, en el proceso investigativo, la cuestión relevante está relacionada a las características de los fondos o de los inversores que inhiben el crecimiento de su negociación y no la multiplicación del número de los fondos disponibles en los mercados.

Otro indicador interesante para mirar es el nivel del número de transacciones en Brasil. En todos los mercados se observa que la relación montos transados sobre número de operaciones es positiva, incluso bastante positiva. La única excepción es justamente el mercado brasileño, el más líquido de la región, donde la relación es inversa.

Esto indica que el *ticket* mediano de transacción en el mercado brasileño es significativamente más pequeño que los de otros países. Es posible, por lo tanto, deducir que el mercado brasileño es efectivamente pulverizado y posee una base de inversionistas diversificada con amplia participación de inversionistas naturales. En los demás mercados, la negociación probablemente aún está concentrada en inversionistas institucionales con pocas operaciones de monto superior y sin la adhesión de inversionistas individuales/personas naturales.

XLIII. III - RIESGOS Y FACTORES DE DESARROLLO

Los fondos ofrecen la posibilidad de rentabilizar el capital individual y de compartir los riesgos con los demás participantes del mecanismo colectivo de inversión. Resulta que un aspecto fundamental para el crecimiento de la industria de fondos en un mercado es el dominio de los riesgos involucrados, así como los aspectos operativos que tiene que ser bien administrados por los intermediarios locales y por los proveedores de servicios relacionados. De esto depende la credibilidad junto a los inversionistas, especialmente en mercados donde ese

producto todavía está en fase de consolidación, puesto que el manejo de los riesgos puede impactar los retornos y la liquidez de los recursos invertidos.

El proceso educativo de los intermediarios y de los propios inversionistas es un aspecto en el cual la bolsa puede desempeñar un rol relevante. Los principales riesgos de naturaleza micro a los cuales están sujetos los fondos de inversión³⁷ son:

RIESGOS ASOCIADOS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN	
Riesgo de mercado	El performance del fondo está inherentemente asociado a las fluctuaciones del mercado, que pueden impactar no solo la rentabilidad, pero también el cumplimiento de requisitos de concentración, entre otros.
Riesgo de liquidez	Los fondos usualmente invierten en activos subyacentes de liquidez variada y la liquidación de determinados activos puede implicar en pérdidas significativas para el patrimonio del fondo.
Riesgo de crédito	Los emisores de bonos u otros valores que componen la cartera del fondo pueden fallar en el cumplimiento de sus obligaciones de pago, llevando a situaciones de <i>default</i> .
Riesgo de concentración	Diversificación es una ventaja intrínseca de los fondos, así es que la exposición concentrada a un determinado activo o sector económico puede dañar el desempeño de la cartera del fondo. Un fondo concentrado en empresas de tecnología, por ejemplo, puede sufrir un impacto mayor si el sector pasa por una crisis.
Riesgo de gestión	Las decisiones de los administradores y gestores afectan directamente la performance de los fondos. Una estrategia equivocada en términos de composición de portafolio y <i>timing</i> puede comprometer el desempeño del fondo mismo en buenas condiciones de mercado.
Riesgo regulatorio	Cambios en la legislación y tasación pueden tener un grande impacto sobre las inversiones del fondo.
Riesgo operativo	Los riesgos que surgen de los procesos, las personas involucradas y los sistemas operativos tienen el potencial de impactar fuertemente la administración de los fondos y, por consecuencia, su rentabilidad.

Además de los riesgos mencionados, existen aspectos de la administración de los fondos de inversión que pueden configurarse inhibidores o factores de desarrollo.

1. ADMINISTRACIÓN DE LIQUIDEZ

Inversores quieren tener la seguridad de poder rescatar sus inversiones de acuerdo con lo que determina el reglamento del fondo, usualmente diariamente. La habilidad de hacer rescates diarios es una de las características fundamentales de los mecanismos colectivos de inversión. Resulta que los gestores de fondos deben tener herramientas que les permitan gestionar adecuadamente la liquidez, considerando los aportes y rescates diarios de los inversores.

Asimismo, es posible que se enfrenten problemas de liquidez al largo de la vida del fondo en función de elementos que no están directamente bajo la decisión del gestor de la cartera o del administrador. En particular, la eficiencia de la marcación a mercado (*mark-to-market*) es un elemento crucial para la gestión de la liquidez de los fondos. En condiciones excepcionales, una restricción de liquidez puede llevar a la suspensión temporaria de rescates.

Indirectamente, las bolsas pueden contribuir para la gestión de la liquidez a la medida en que la posibilidad de negociar las cuotas de los fondos en plataformas de negociación es una alternativa a invertir directamente en los fondos. La liquidez de las cuotas en el mercado secundario es un factor de atracción de inversores que perciben el activo como líquido y rentable, reduciendo el incentivo al rescate y facilitando la gestión de la liquidez.

³⁷ Los riesgos descritos no se limitan a los fondos de acciones que son el centro del presente análisis y se aplican a los mecanismos colectivos de inversión, en general.

2. CUSTODIA

Un aspecto esencial del desarrollo de la liquidez de los fondos es la confiabilidad de los inversionistas en los activos lastro donde los recursos están invertidos. Si los activos subyacentes no existen o tienen el riesgo de perder valor de forma rápida e inesperada, la cualidad del fondo de inversión está comprometida, así como la reputación de los responsables por su administración y gestión.

Por consecuencia, la función de custodio de los activos que componen el fondo es fundamental para asegurar el desarrollo del producto y de su liquidez. Además de las funciones tradicionales de anotación en cuenta, la actividad de custodiar puede incluir servicios auxiliares de administración fiduciaria. La actividad de custodiar los activos lastro de la cartera involucra no solamente una red de custodios locales en las diferentes jurisdicciones, pero también los depósitos centrales que desempeñan rol importante en asegurar jurídicamente la existencia y la ejecución de los activos depositados, además del procesamiento de los eventos que inciden sobre los activos custodiados y que afectan su marcación a mercado en los fondos de inversión.

La protección de activos a lo largo de la cadena de inversión se volvió un tema prioritario después de los fraudes como de *Lehman Brothers* y *Madoff*. Estos eventos generaron un movimiento de revisión regulatoria alrededor del mundo con el objetivo de promover la adopción de mejores prácticas en términos de custodia de los valores y de identificación de los responsables por asegurar la existencia de los valores, sobre todo en inversiones transfronterizas.

Las bolsas tienen, aunque indirectamente, una contribución a dar para asegurar que la custodia de los activos invertidos por los fondos esté bajo un marco legal adecuado y procesos operativos seguros. En muchos mercados de la FIAB, las bolsas están verticalmente integradas con los depósitos centrales o poseen una participación como inversionista en los depósitos, de tal forma que tienen interés financiero y político relevante en esas instituciones. De esta manera, las bolsas tienen el potencial de influenciar positivamente la adopción de mejores prácticas por los depósitos centrales con el objetivo de asegurar la existencia y la calidad de los activos depositados, por medio estructuras de cuentas segregadas y de la conciliación de tenencias con emisores y custodios.

La inversión en activos crecientemente diversificados y estructurados, incluyendo activos internacionales, también contribuye para aumentar la complejidad de la función de custodio y deposito central, dadas las características muy variadas de los activos involucrados.

3. BASE DE INVERSIONISTAS

El tamaño y el nivel de diversificación de la base de inversores es un tema de interés en general, pero, sobre manera, cuando se trata de productos con las características de los fondos de inversión – un mecanismo colectivo compuesto por recursos de inversores de tamaños y perfiles diversos, con inversiones en activos diversificados y riesgos mutualizados.

Este tipo de producto tiene el potencial de atraer una base de inversionistas diversificada, con participación relevante de personas naturales, incluso para negociación de las cuotas en el mercado secundario de las bolsas. En el diagnóstico regional que se hizo en este estudio, en la mayoría de los mercados de la FIAB, la combinación de datos de monto operado y número de transacciones indica que la negociación está concentrada en *players* de mayor tamaño, sin la democratización de la inversión que se esperaría.

Es importante que las bolsas estén atentas a las barreras que puedan existir para limitar la participación más amplia y diversificada en las negociaciones. Se debiera investigar en qué medida existe una barrera cultural y de educación financiera y, eventualmente, dar soporte a iniciativas de los intermediarios, por medio de producción de contenido informativo y educacional.

4. MARCACIÓN A MERCADO (MARK-TO-MARKET)

La marcación a mercado de los activos que componen el portafolio de los fondos de inversión es fundamental para la credibilidad del mercado y su desarrollo. La disponibilidad de precios no es uniforme entre los diferentes tipos de activos, existiendo categorías de activos cuya baja liquidez dificulta que se utilicen precios de mercado para actualizar el portafolio, siendo necesario recurrir a precios teóricos.

La eficiente valoración de los activos es lo que asegura que los rescates se van a dar por el monto correcto y que las cuotas se van a negociar por un precio justo.

XLIV. IV - TENDENCIAS EN LA INDUSTRIA DE FONDOS

Los mecanismos en inversión colectivos, en general, y los fondos de inversión, en particular, deben sufrir importantes transformaciones en función de los avances tecnológicos, evolución regulatoria y cambios en las preferencias de los inversionistas.

Al mismo tiempo en que se abren oportunidades para inversionistas e intermediarios, estos cambios representan desafíos en medio a los cuales las bolsas tienen que navegar para ofrecer productos y servicios que agreguen valor y generen ingresos diversificados. Por lo tanto, es fundamental que las bolsas de la FIAB estén atentas a las tendencias de desarrollo para la industria de fondos de forma a capturar el potencial de crecimiento que puede tener un impacto importante sobre el mercado local.

TENDENCIAS PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN	
Integración tecnológica y tokenización	La integración de tecnologías avanzadas como inteligencia artificial y <i>distributed ledger technology</i> (DLT) permitirán una simplificación operacional, la reducción de costos y ampliación de la transparencia. El uso de DLT puede facilitar la identificación de la propiedad de los activos y derechos en tiempo real, eliminando potencialmente procesos de conciliación. La emergencia de fondos tokenizados son ejemplos que como la industria puede transformarse a partir de la integración tecnológica.
Evolución regulatoria	El referencial regulatorio que gobierna los mecanismos colectivos de inversión debe responder a la evolución del mercado financiero global. Notase una creciente armonización regulatoria entre jurisdicciones, con el objetivo de proteger los inversionistas y promover la innovación financiera. Esta tendencia puede llevar a nuevas estructuras de fondos para operaciones transfronterizas, como los UCITS ³⁸ en la Unión Europea.
Inversión sostenible (ASG)	Los fondos de inversión deben desempeñar un rol central con el crecimiento de la demanda por activos sostenibles y por opciones de inversión responsable. Fondos que prioricen criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) probablemente van a proliferar en gran velocidad, espejando el éxito de los <i>green bonds</i> y otros productos orientados a ASG.
Democratización	La democratización de oportunidades de inversión debe ganar <i>momentum</i> con los fondos de inversión volviéndose accesibles a una audiencia más amplia. Esta tendencia puede ser facilitada por las plataformas de micro inversión que permiten a inversionistas individuales participar con comprometimiento mínimo de capital, similar al modelo adoptado por aplicaciones de inversión en teléfonos portátiles.
Customización y personalización	Soluciones customizadas de inversión probablemente se volverán prevaletentes con los fondos de inversión ofreciendo portafolios personalizados que capturan perfiles de riesgo y objetivos de inversión diversificados. Esta evolución es ejemplificada por el avance de robots que construyen portafolios basados en algoritmos.
Diversificación global	Se espera que el futuro reserve un ambiente más globalizado para los mecanismos colectivos de inversión, con los fondos invirtiendo crecientemente en un rango diverso de activos en múltiples jurisdicciones. Esta tendencia es ejemplificada por el aumento de interés en los fondos de mercados emergentes, que ofrecen exposición a economías de acelerado crecimiento.
Activos alternativos	Los fondos de inversión deben ampliar sus inversiones en activos alternativos y de capital de riesgo, como <i>private equity</i> , activos inmobiliarios y <i>commodities</i> . Esta diversificación más allá de las acciones y bonos tradicionales ofrece un mayor potencial de y de mitigación de riesgos, como es visible por el crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria.
Plataformas interactivas	La participación de los inversores sería impactada por el uso de plataformas educativas interactivas, que ofrecen posibilidades de inversión y amplían el conocimiento financiero de los agentes económicos en general. Esto es evidenciado por el desarrollo de las comunidades virtuales centradas en educación financiera y análisis de inversión por medio de plataformas de <i>crowdfunding</i> .

³⁸ UCITS es un acrónimo para *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities* que es un marco regulatorio específico para la creación y distribución de fondos mutuales en la Unión Europea.

XLV. V – RECOMENDACIONES

Los fondos son una modalidad de inversión que posibilita que inversionistas extranjeros se familiaricen con el mercado local por medio de un mecanismo colectivo con administración de riesgo mutualizada. De esta manera, los fondos constituyen un producto que tiene el potencial de incentivar las transacciones transfronterizas entre los mercados de la FIAB.

Las recomendaciones para desarrollo de la industria de fondos y, por consecuencia, su liquidez y la liquidez de las negociaciones de las cuotas en el mercado de bolsa están enfocadas en la ampliación de la base de inversores y en el papel de las bolsas para promover la credibilidad y la liquidez de los fondos.

1. DIVERSIFICACIÓN DE LA BASE DE INVERSORES, DEMOCRATIZACIÓN Y EDUCACIÓN FINANCIERA

Un elemento importante del desarrollo del producto es la diversificación de la base de inversores, con la captura creciente de inversores personas naturales. La democratización de la inversión desempeña un rol fundamental en el desarrollo del mercado de capitales y de la economía local.

Es importante que las bolsas comprendan si existen barreras a la participación más amplia y diversificada de inversionistas – sean locales o de la región. En este sentido, las bolsas debieran investigar en qué medida existe una barrera cultural y de educación financiera y liderar iniciativas con el objetivo de aumentar el nivel de educación financiera del público en general. Tales iniciativas pueden involucrar la producción de contenido informativo y educacional, la organización de eventos y acuerdos de cooperación con escuelas y universidades.

Además de programas educacionales propios, las bolsas deben dar soporte a iniciativas de los intermediarios, proveer materiales, ofrecer cursos conjuntos y ofrecer profesionales especialistas que puedan hablar en eventos organizados por los intermediarios del mercado.

2. CUSTODIA Y CONTROL DE LOS ACTIVOS SUBYACIENTES

En muchos mercados de la FIAB, las bolsas están verticalmente integradas con los depósitos centrales o poseen una participación financiera y política relevante en tales instituciones. De esta manera, las bolsas debieran buscar influenciar positivamente la adopción de mejores prácticas por los depósitos centrales con el objetivo de asegurar la existencia y la calidad de los activos depositados.

Los principales aspectos que deben ser considerados en términos de custodia y control de los activos lastro son:

- El mantenimiento de estructuras de cuentas segregadas;
- La conciliación de tenencias con emisores y custodios;
- El marco legal para definición de los derechos de propiedad; y
- La utilización de modelos de entrega contra pago en la liquidación de los eventos incidentes sobre los activos.

3. TOKENIZACIÓN, NUEVAS TECNOLOGÍAS Y GOBIERNO

Las bolsas deben estar atentas a los avances en términos de la *tokenización* de los activos puesto que tal tendencia puede representar un cambio importante en la forma como los activos lastro son custodiados, los participantes involucrados y la potencial simplificación de procesos como los de anotación en cuenta y conciliación, además de aumentar la transparencia en el registro de datos de transacciones.

Un impacto interesante de esto tipo de solución para las bolsas es que los datos registrados en el momento en que se ejecuta una transacción serían los datos necesarios para la liquidación. Así, las transacciones se podrían emparejar y bloquear automáticamente para la liquidación (*locked-in*) sin la necesidad de informaciones adicionales previamente a la liquidación. Parte del valor agregado de las actividades de los depositarios centrales y sistemas de liquidación, como la comparación y confirmación de operaciones, podría ser transferida a las

bolsas. Además, en los mercados donde cuentas HFT representan gran parte de los volúmenes de negociación, este impacto podría ser aún más significativo.

La adopción de soluciones en *blockchain* implican también en importantes desafíos donde las bolsas pueden actuar de manera activa, sobre todo, con relación al marco legal que necesita ser desarrollado y a los arreglos de gobierno que necesitan ser revisados.

Mecanismos sólidos de gobierno corporativo seguirán siendo necesarios determinar las reglas relacionadas al funcionamiento, la gestión de riesgos y el acceso a la red, así como las entidades que son responsables de mantener y modificar el protocolo. Los métodos por los cuales entran en vigor los arreglos de gobierno pueden diferir dependiendo de la arquitectura del mecanismo tecnológico.

En sistemas con permiso cerrado, que pueden involucrar a una o más instituciones que tienen derechos de propiedad sobre el sistema, las bolsas tienen la oportunidad de asumir el liderazgo por medio de la creación de una estructura de gobierno centralizado para otorgar acceso al sistema, tomar decisiones importantes como reglas o actualizaciones tecnológicas en nombre del sistema, así como determinar permisos para escribir cambios en el *blockchain*.

4. CONTRIBUCIÓN DE LAS BOLSAS PARA LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ

Las bolsas debieran incentivar la negociación de cuotas en el mercado secundario de manera a, indirectamente, generar mejores condiciones para gestionar la liquidez. La liquidez de las cuotas en el mercado secundario es un factor de atracción de inversores que perciben el activo como líquido y rentable, reduciendo el incentivo al rescate y facilitando la gestión de la liquidez.

La negociación de cuotas en bolsa tiene el potencial de aumentar la liquidez local por medio de negociación transfronteriza, una vez que se trata de una manera de diversificar la inversión, sin requerir conocimiento profundado del mercado o de empresas locales.

Cuando se tratan de fondos de acciones, enfoque del presente capítulo, las bolsas proveen los principales referenciales de precio para una efectiva marcación a mercado (*mark-to-market*) de los activos que componen el fondo, aspecto esencial para la gestión de la liquidez de los fondos.

XLVI. VI – CONCLUSIONES

Llevando en cuenta los riesgos identificados, factores de desarrollo y tendencias inhibidores, se identifica que los fondos de inversión son un indicador de la profundidad, democratización y sofisticación del mercado de capitales local. Tales mecanismos colectivos de inversión ofrecen una oportunidad de familiarización con productos del sistema financiero en condiciones que no exigen grande conocimiento por parte de los inversores, lo que puede ser decisivo para atraer inversores personas naturales y extranjeros.

Los fondos de inversión son productos distribuidos directamente por los intermediarios, participantes de las bolsas, pero con una grande sinergia con las estrategias de desarrollo bursátil, sea por el potencial de negociación de las cuotas en el mercado de bolsa, o por su capacidad de promover la diversificación de inversionistas y democratización de las inversiones. Ambos efectos pueden impactar positivamente las transacciones transfronterizas.

Las bolsas pueden también desempeñar un rol de destaque en procesos que no están directamente bajo su responsabilidad, como el custodio de activos y manejo de liquidez. Las tendencias en términos tecnológicos crean también para las bolsas oportunidades de liderazgo que deben ser evaluadas atentamente.

El cuadro a continuación sintetiza las recomendaciones para el desarrollo de los mercados de fondos de inversión.

DESARROLLO DE PRODUCTOS – FONDOS DE INVERSIÓN	
Inhibidor	Recomendación
Diversificación de la base de inversionistas	Recomendación 1: Que las bolsas investiguen si existen barreras a la participación más amplia y diversificada de inversionistas. Si fuera identificado que existe una barrera cultural y de educación financiera, las bolsas debieran liderar iniciativas con el objetivo de aumentar el nivel de educación financiera del público en general. Tales iniciativas pueden involucrar la producción de contenido informativo y educacional, la organización de eventos y acuerdos de cooperación con escuelas y universidades. Además de programas educacionales propios, las bolsas debieran dar soporte a las iniciativas de los intermediarios, proveyéndoles materiales, cursos conjuntos y dejar disponibles profesionales especialistas que puedan hablar en eventos organizados por los intermediarios del mercado.
Custodia y control de los activos lastro	Recomendación 2: Las bolsas que tienen una participación en el gobierno de los depósitos centrales o poseen una participación financiera y política relevante en tales instituciones debieran influenciar positivamente la adopción de mejores prácticas por los depósitos centrales. Los principales aspectos para considerar son: el mantenimiento de estructuras de cuentas segregadas, la conciliación de saldos con emisores y custodios, el marco legal para definición de los derechos de propiedad y la utilización de modelos de entrega contra pago en la liquidación de los eventos incidentes sobre los activos.
Tokenización, nuevas tecnologías y gobierno	Recomendación 3: Que las bolsas estén atentas a los avances de la <i>tokenización</i> de los activos que pueden simplificar procesos como los de anotación en cuenta y conciliación, además de aumentar la transparencia en el registro de datos. La adopción de soluciones en <i>blockchain</i> implica en desafíos sobre los cuales las bolsas pueden actuar de manera activa, principalmente con relación al marco legal que necesita ser desarrollado y a los arreglos de gobierno que necesitan ser revisados. Respecto al gobierno corporativo, en sistemas con restricción de acceso que pueden involucrar a una o más instituciones que tienen derechos de propiedad sobre el sistema, las bolsas tienen la oportunidad de asumir el liderazgo con la creación de una estructura de gobierno centralizado para otorgar acceso al sistema, tomar decisiones sobre las reglas o actualizaciones tecnológicas a nombre del sistema, así como determinar permisos para escribir cambios en el <i>blockchain</i> .
Gestión de liquidez	Recomendación 4: Que bolsas promuevan la negociación de cuotas en el mercado secundario de manera a atraer inversionistas que perciban el activo como líquido y rentable, reduciendo el incentivo al rescate y facilitando la gestión de la liquidez. La negociación de cuotas en bolsa tiene el potencial de aumentar la liquidez local a través de la negociación transfronteriza, una vez que se trata de una manera de diversificar la inversión, sin requerir conocimiento profundado del mercado o de empresas locales. Para fondos de acciones, las bolsas proveen los principales referenciales de precio para una efectiva marcación a mercado (<i>mark-to-market</i>) de los activos, aspecto esencial para la gestión de la liquidez de los fondos.

XLVII. VII - BIBLIOGRAFÍA

- *Collective Investment Schemes: Diversifying Your Investments with Collective Investment Schemes*, Junio 2024, disponible en <https://fastercapital.com/content/Collective-Investment-Schemes--Diversifying-Your-Investments-with-Collective-Investment-Schemes.html#Introduction-to-Collective-Investment-Schemes>
- *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Board of IOSCO, FR03/13, Marzo 2013, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>
- *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes*, Board of IOSCO, FR03/13, Marzo 2013, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD413.pdf>
- *Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero*, CPSS-IOSCO, Marzo 2011, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD350-Spanish.pdf>
- *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*, Board of IOSCO FR25/2015, Noviembre 2015, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES

C – FONDOS CON NEGOCIACIÓN BURSATIL (ETF, *EXCHANGE-TRADED FUNDS*)



XLVIII. I – INTRODUCCIÓN

Los Fondos con Negociación Bursátil (*Exchange-Traded Funds*, ETF en su sigla en inglés) representan carteras de activos empacados y sus cuotas son emitidas para que puedan ser transaccionadas como valor mobiliario. Surgidos en los años 1990, viabilizan la inversión en fondo con cuotas estandarizadas, listadas y transadas en bolsa de valores. Eso permite que todo tipo de inversionista pueda invertir en un activo representativo de un fondo gestionado por un equipo especializado, pero sin la necesidad de que sean invertidos grandes montos o sean ofrecidos solo a inversionistas calificados o de alto patrimonio.

En general, estos ETF reflejan la cartera de un índice de mercado, y por esto, son denominados “Index ETF”. Es decir, una administradora o gestora de recursos decide crear un fondo que **replica exactamente los activos y su composición en un índice de mercado**, y las cuotas de ese fondo pueden ser negociadas por una gran cantidad de inversionistas de cualquier naturaleza, sin requerir montos o tiempos mínimos de inversión, cuarentena para retiros (o para ventas, en este caso), etc. El índice de mercado, en general, tiene que ser un índice de amplio conocimiento proveído por una Bolsa o Proveedor de Índices que sean supervisados por reguladores de mercado.

En este sentido, **este tipo de ETF es considerado un Fondo Pasivo**; es decir, el administrador de la cartera elige el índice de referencia que va a replicar y lo sigue, de forma que no tiene que hacer una gestión activa, buscando constantemente ajustar la cartera con nuevos activos para componer una performance mejor, con acciones distintas. Al contrario, los activos de la cartera son constantes, exactamente replicando la composición del índice, y el administrador de la cartera diariamente tiene que hacer los ajustes de cantidad de activos – que muchas veces son diarios - siguiendo los ajustes que el Proveedor del Índice hace a diario sobre las cantidades del activo para corresponder tal cual los ajustes según los montos negociados y capitalización bursátil del activo de la cartera.

Más recientemente, a partir del final de la década de 2000, se han desarrollado los Fondos con Negociación Bursátil, pero de carteras activas, los llamados ETFs Pasivos. En éstos, el administrador o gestor de la cartera activamente busca superar los índices de mercado haciendo los ajustes que correspondan para identificar oportunidades. Por esto, no necesariamente utilizan índices / benchmarks como referencia, sino que hacen selección de los activos que van a componer la cartera. De todo modo, mantienen la condición de tener cuotas transables en Bolsa.

Los ETFs activos son más sofisticados y muchas veces desarrollados con exclusividad de *benchmarks* que suman distintos activos y estrategias, trayendo los ETFs temáticos que suman mecanismos cuantitativos, persiguen diferenciales entre compra y venta, o de mejorar el desempeño de la cartera con visión de “Smart beta” mezclando carteras activas y pasivas, u otras metodologías que permitan aumentar la eficiencia y el retorno de la cartera.

Sean activos o pasivos, los ETF son conocidos como uno de los productos más diversificados de negociación disponibles, ya que representan una gran variedad de tipos de activos subyacentes – como acciones, bonos, *commodities*, monedas u otros títulos representativos – e índices, cuando corresponda.

En los casos de ETFs de acciones, estos pueden ser de índices accionarios que tengan diferentes características. Actualmente, los tipos más comunes de ETFs de índices accionarios son los que utilizan como *benchmark* los índices internacionales (como el S&P 500 o el Nasdaq Composite, ambos Estadounidenses, o el SSS Composite Index Chino, por ejemplo), los índices globales (como el S&P Global, por ejemplo), los índices sectoriales, que representan acciones de un mismo segmento de mercado (como el Dow Jones Industrial, por ejemplo), o rangos específicos de métricas de los activos, como índices de valor de mercado o capitalización bursátil, o índice de dividendos.

Desde sus inicios en los años 1990, los ETF vienen ganando espacio y la demanda por estos activos ha crecido de manera importante en los últimos años. El hecho de que son el instrumento accesible es evidente en las principales regiones del mundo.

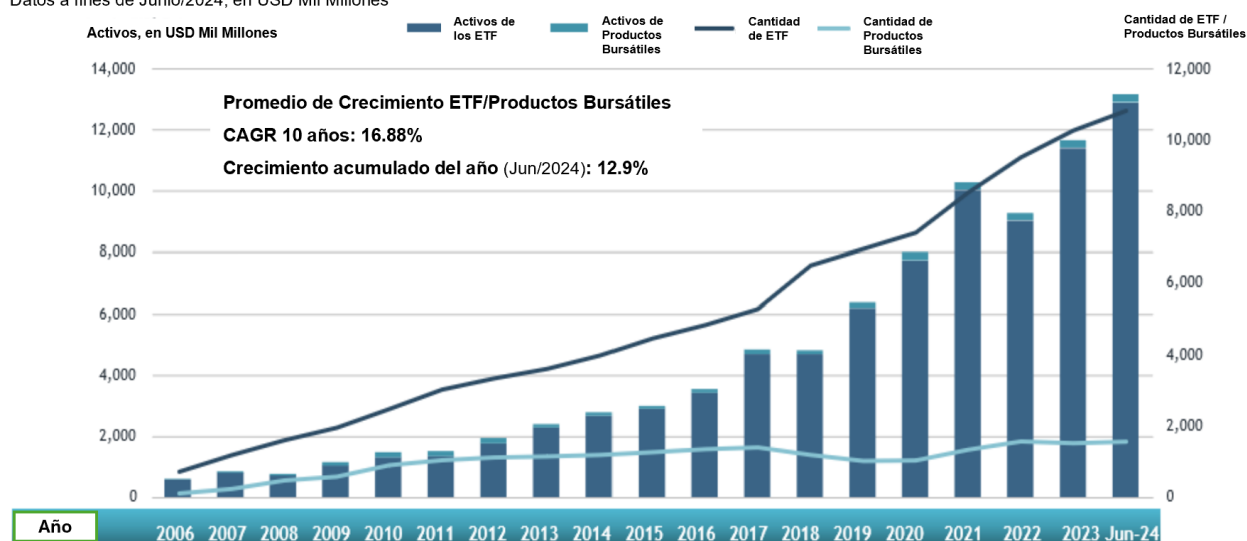
A nivel mundial hay una oferta inferior de ETFs activos que de ETFs pasivos, los más tradicionales y transados. Los ETFs se han vuelto carteras de gran valor acumulado en activos administrados, como las carteras de otros fondos, a diferencia de que éstos, al estar cotizados en Bolsa, están disponibles a todo el público.

El gráfico a la continuación presenta con datos de la plataforma global ETFGI muestra esa evolución agrupando datos a nivel mundial, destacando que entre 2014-2024 el total de los activos en las carteras de ETF ha crecido en promedio 16.88% al año, y solo en lo que va del año actual – es decir de enero a junio de 2024 – el monto agrupado está casi 13% más elevado que en el mismo período de 2023.

Evolución de los activos de los ETF a nivel mundial de 2006 a 2024

Crecimiento de los activos invertidos por ETFs

Datos a fines de Junio/2024, en USD Mil Millones



Fuente: ETFGI.

La expresiva participación de carteras de ETF a nivel global evidencia la relevancia del producto, siendo que en Estados Unidos solo la cartera de ETFs de acciones representa 15% del valor total de los activos en el mercado, y 3% de los activos de renta fija emitidos en el mercado. En Europa, los números son menos representativos, aunque destacados, con el ETF de acciones representando poco menos del 10% del total de activos del mercado – número importante, aunque menos expresivo que el de los EEUU, y los ETF de renta fija con 2% respecto al valor total de la cartera de activos de deuda. Asia-Pacífico demuestra ser la región con menor desarrollo de ETFs, ya que los acciones representan menos del 5% y los de renta fija tan solo 0.5% del total de activos de renta fija emitidos.

Porcentual de la Cartera de los ETF respecto al valor de los activos base

Representación del valor de las carteras de ETF respecto al valor del total de activos de cada tipo

Datos a Dic/2023

Región	Cartera de ETF de Acciones	Cartera de ETF de Renta Fija
EEUU	15%	3%
Europa	9%	2%
Asia – Pacífico	4.72%	0.51%

Fuente: Ishares. Elaboración propia.

1. PRINCIPIOS REGULATORIOS APLICABLES A LOS ETF

Especialmente en la postcrisis de 2008, la facilidad de diversificar riesgos y estrategias en los ETF y seguir índices en reemplazo a los riesgos de invertir en activos específicos hizo con que los ETF se transformaran en un activo más popular para invertir.

A raíz de la misma crisis del *subprime* y su impacto en la cadena completa de agentes de servicios financieros, los reguladores identificaron la necesidad de revisar análisis de inversiones, recomendaciones, activos subyacentes en carteras. En tanto a los ETF, el principal punto de atención se volcó a los índices de referencia de los ETF, los cuales estuvieron bajo revisión por los reguladores debido a que ningún proveedor de índices – o mismo de notas de rating – estaban bajo jurisdicción de reguladores³⁹.

En este sentido, el año 2010 la IOSCO inició las discusiones sobre estándares y prácticas de calidad para el desarrollo de índices que debieran ser observados por proveedores de índices y agencias de rating. Junto a los reguladores de mercados de valores de todo el mundo y con organizaciones asociadas de mercados de capitales como la Global Financial Markets Association (GFMA), entre reuniones y consultas públicas, en 2013 finalmente divulgó los Principios para Indicadores de Mercado Financiero (“*Principles for Financial Benchmarks*” en su nombre en inglés).

Los 19 Principios, divididos en temas de Gobierno, Calidad, Metodología, y Responsabilizaciones, traen prácticos elementos que los proveedores de índices deben observar. A los reguladores, la recomendación de IOSCO es que debieran estimular la implementación de los Principios con el uso de regulación apropiada.

Con eso, es esperado que no solo las empresas proveedoras de índices bursátiles y de mercado y que, por consecuencia, crean el subyacente de las carteras de ETF de acciones, pero también las bolsas que desarrollan metodologías y calculan sus propios índices puedan seguir los principios de IOSCO sobre *benchmarks* financieros, colaborando con el desarrollo de un mercado accesible, diversificado, viable, seguro y sostenible.

Desde el año 2013, las principales empresas proveedoras de índices empezaron el movimiento de cumplimiento de las recomendaciones de la IOSCO y en los días actuales, las empresas como S&P Global (que hace los índices de las familias Standard & Poors y Dow Jones), MSCI (con la familia de índices IFF, EWW, EWZ, EPU, ECH), FTSE, Nasdaq y otros siguen las prácticas y garanten que los ETFs que siguen sus índices estén en cumplimiento con los principios que reguladores de mercado de valores de todo el mundo han suscrito, facilitando así el listado y la negociación de ETFs representativos de estos índices.

Temas principales en los Principios para Indicadores de Mercado Financiero de la IOSCO	
Principios referentes al Gobierno de los Índices	1. Responsabilidad de los Administradores 2. Reglas para el uso de servicios de tercerización (para búsqueda de datos o etapas de desarrollo) 3. Situaciones de Conflicto de Intereses 4. Controles 5. Supervisión Interna (comités, revisiones, integridad)
Principios referentes a la Calidad de los Índices	6. Diseño del Índice 7. Suficiencia de datos para el desarrollo y cálculo 8. Hierarquía y origen de datos 9. Transparencia y efectividad de divulgación 10. Revisiones periódicas

³⁹ En ese período de gran fragilidad y preocupación sobre la solvencia de instituciones financieras se asomó una nueva vulnerabilidad fue identificada con lo que quedó conocido como “Escándalo LIBOR”, referente a manipulaciones en la apuración de precios en las mesas de algunos bancos que formaban la tasa LIBOR (el London Interbank Offer Rate), y que se aplicaba a préstamos y operaciones en todo el mundo. Para más referencias sobre este tema, se recomienda la lectura del paper [“LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal, and Reform”, preparado por la Reserva Federal de Nueva York.](#)

Principios referentes a la Calidad de la Metodología	11. Contenido metodológico 12. Cambios en la metodología 13. Procedimientos y transición de cambios en la metodología 14. Sumisión al Código de Conducta 15. Controles internos para acceso a los datos
Principios referentes a la Responsabilidad de los Agentes	16. Reclamos 17. Auditoría 18. Guarda de informaciones y versiones para auditoría 19. Cooperación con autoridades de regulación

XLIX. II - DIAGNÓSTICO REGIONAL

En los países cuyas bolsas son miembros de la FIAB, varios mercados han implementado los ETF.

La metodología de trabajo involucró encuesta de investigación preparado por la Consultora, y se sumaron informaciones disponibles en el Anuario Estadístico y los Reportes Estadísticos de la FIAB

A la encuesta de investigación, se obtuvo participación de 11 bolsas miembros de la FIAB de 8 países de la región iberoamericana: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), MAE (Argentina), BBV (Bolivia), BEC (Chile), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), Latinex (Panamá) y BEVSA (Uruguay).

En tanto, adicionalmente a las informaciones de las que participaron de la encuesta, otras bolsas que no contestaron la encuesta comparten sus informaciones de ETF con la FIAB, y en los Anuarios Estadísticos se tomaron datos de las siguientes bolsas: B3 (Brasil), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México) y Nuam – BVL (Perú).

Para el análisis de ETFs, se consideraron informaciones de 17 Bolsas de 12 Países: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), MAE (Argentina), BBV (Bolivia), B3 (Brasil), BEC (Chile), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), Nuam – BVL (Perú) y BEVSA (Uruguay).

Ocho de las bolsas de la FIAB reportan tener ETFs para negociación. La Bolsa Mexicana de Valores fue el primer mercado a tener estos activos para negociación en los inicios de los años 2000. Con el objeto de traer exposición a activos internacionales, viabilizó el listado de ETFs que reflejan índices de mercados internacionales para transacción por inversionistas institucionales e individuales en la plataforma del Mercado Global de la BMV.

Efectivamente, por medio de los ETFs globales, la Bolsa creó la alternativa para que los fondos de pensión mexicanos pudieran mantener en México sus recursos al mismo tiempo en que invertían en activos con exposición a mercados de otras regiones. Luego, los ETFs de índices mexicanos fueron listados, pero según datos de la negociación de ETF en BMV disponibles en los informes estadísticos de la FIAB, no representan más que 1% del monto total negociado en con ese producto.

En las bolsas de Nuam – Chile, Colombia y Perú - hay transacción de ETFs, y con los mismos objetivos de México, viabilizaron el acceso a mercados internacionales a los inversionistas institucionales de esa región, inicialmente dentro del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), y con negociación en sus plataformas de negociación.

Los montos operados en la Bolsa Electrónica de Chile también son expresivos y, al igual que su par Nuam BCS, son operados principalmente por inversionistas institucionales chilenos – destacadamente fondos de pensión y de inversión que buscan exposición a activos globales de manera simple y con operaciones en el mercado local con moneda local.

La brasilera B3 inició la negociación de ETF en los años 2000 con carteras que representaban sus índices. Es más reciente la oferta de ETFs internacionales al inversionista local y, además de inversionistas institucionales – fondos

de previdencia privada, gestoras de inversiones – llama la atención la alta participación de inversionistas individuales que en Brasil eligen la exposición a mercados globales a través de ese instrumento.

Finalmente, la BVES tiene sus ETFs nacionales y extranjeros, también ofreciendo ese tipo de producto sintético de exposición a índices al mercado local, aunque con pocos montos negociados, mientras BME en España parece estar más enfocada en ofrecer ETFs de sus índices españoles y no tiene un mercado tan expresivo para estos instrumentos – probablemente por la facilidad de inversión en el extranjero a los inversionistas españoles, sean institucionales o individuales.

Datos de ETF en Bolsas de la FIAB

Datos a fines de 2023

Bolsa	Cantidad de ETFs Listados (Domésticos e Internacionales)	Monto operado con ETFs (USD Millones)	Número de Transacciones con ETFs (Miles)
B3	96	63,344	30,911
Nuam – BCS	445	221	75
BEC	153	311	143
Nuam - BVC	2	197	8
BVES	33	-	55
BME	5	1,300	-
BMV	1463	64,097	915
Nuam - BVL	143	169	3

Fuente: Informe Mensual Estadístico, FIAB, 2024. Elaboración propia.

L. III - ELEMENTOS INHIBIDORES EN LOS ETF

El ETF es uno de los instrumentos de negociación disponibles en ocho de las bolsas de valores de la región, lo que representa menos del 50% de las bolsas miembros de la FIAB.

Con esa información, podríamos decir que el ETF no es un producto tan común para la integración del mercado. Sin embargo, el hecho de que inversionistas institucionales de la región transan activamente este tipo de producto para tener exposición en otros mercados de manera simple y accesible hace con que los ETF puedan ser un instrumento efectivo de exposición a otros mercados de la región.

De esta manera, queda evidente que una de las formas viables y fáciles de implementar una integración de mercados, al permitir que inversionistas de un país tengan acceso a exposición, riesgo, inversión en sectores y diversificación en la región mediante al uso de ETFs de ese otro país de la región.

Lejos de ser un inhibidor, el ETF puede ser considerado un facilitador de etapas iniciales de la integración regional al fomentar la transacción, exposición y acceso de los inversionistas a productos simples, con bajo costo de administración y que ofrecen la negociación de manera colectiva a índices de otras bolsas de la región para negociación en la bolsa de su propio país.

LI. IV - RECOMENDACIONES

Del punto de vista del inversionista, invertir en la Bolsa utilizando ETFs es una sencilla, eficiente y viable oportunidad de comprar una cartera diversificada de activos para optimizar riesgos y tener inversiones en activos cuyos valores de inversión mínima podrían ser muy altos e inaccesibles a inversionistas individuales.

Por esta razón, el ETF podría ser un instrumento de fomento a la integración de los mercados de capitales de la región iberoamericana.

1. ETF COMO INSTRUMENTO DE ACCESO DE INSTITUCIONALES Y PERSONAS NATURALES

Los ETF actuaron en varios mercados mundiales como el instrumento financiero más diversificado, barato y viable para el acceso – muchas veces el primero acceso – a inversionistas individuales. De tal forma, el ETF es considerado uno de los productos más efectivos para la democratización del mercado de capitales y que contribuye para el proceso de estímulo al ahorro de la población de los países.

En cuanto cuota de fondo negociado en bolsa, el ETF es estandarizado y ofrece una sencilla forma de transar y detener activos incluso internacionales, de mercados como EEUU u otras partes del mundo, utilizando una corredora de bolsa local como intermediario, tal como se hace con la negociación de acciones, por ejemplo.

MOTIVACIONES PARA EL USO DE ETF EN LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE IBEROAMÉRICA
Sencillez para cualquier inversionista invertir en fondos y transar los activos
Bajos costos de administración
Acceso a fondos de inversión de grandes gestoras de recursos de la región y del mundo
Acceso a los principales índices mundiales o de estrategias sin hacer investigaciones u operaciones a menudo
Actualización frecuente de los activos subyacentes de la cartera por el gestor
Diversificación de activos en la cartera de inversión
Instrumento colectivo de inversión con bajo riesgo
Exposición a fondos con crecimiento que buscan performance superior a los <i>benchmarks</i> de mercado
Transacción estandarizada, utilizando corredoras y negociación electrónica
Sin cuarentenas de tiempo o de montos mínimos de inversión

Fuente: reportes de mercado; elaboración propia.

2. DIVERSIFICACION DE RIESGO Y DE ACTIVOS

Al ser la forma más accesible, la negociación de ETF ofrece un activo manejado por expertos en gestión, entregando una cartera es eficiente en términos de riesgo y balance de posiciones con tasa de administración más baja que las practicadas por los administradores de fondos a la larga.

En varios mercados, los ETF también son producto largamente utilizado por inversionistas institucionales, especialmente fondos de pensión y aseguradoras que quieren exposición a índices de acción o bonos de manera colectiva. En general, el ETF termina teniendo un rating de mercado más elevado que muchas de las acciones o bonos subyacentes individuales, por su malo que permite mayor participación de gestoras de previdencia y otros tipos de administradores.

En este sentido, es efectivo para la diversificación de riesgos, representa activos con buen rating – al estar en índices referentes de mercado y, de esta forma, es considerado un excelente activo para exposición a varios países o mercados a la vez, sintetizados en un mismo activo financiero, y de manera eficiente permite que esa diversificación pueda llegar de manera rápida a cualquier inversionista de la región, sin la necesidad de que sea un producto disponible solamente a inversionistas institucionales.

3. INDICES REGIONALES CON ETF

Los países que componen la región iberoamericana consolidan más de 20 bolsas de valores, en países de distintos portes y con distintos niveles de madurez.

Es razonable pensar que las bolsas de algunos países puedan agruparse y crear acuerdos de fomento de negocios entre ellos. Es así con la región MILA – creada en el año 2010 con los países andinos y finalmente comprendiendo Chile, Colombia, México y Perú – y los países de Centroamérica en Costa Rica, El Salvador y Panamá, que crearon una Alianza de Mercados de Centroamérica (AMERCA).

De misma manera, es comprensible que estos grupos de mercado pudiesen crear índices de esas microrregiones, y de tal manera crear ETFs que correspondan a esa exposición regional y permitir que inversionistas de esas regiones puedan acceder a estos activos. Es importante recabar la relevancia de que en algunas regiones el ETF pueda representar los activos de más importancia en la región, considerando índices de bonos e instrumentos de renta fija en los mercados en que estos activos son más relevantes que las acciones, como es el caso de varios mercados de Centroamérica, por ejemplo, y dejarlos disponibles para la negociación en las bolsas de los países de la región.

Permitir el acceso a un instrumento (o más instrumentos con esas características regionales) en toda la región, disponible a todos los inversionistas de la región, es permitir un nivel inicial de integración para las inversiones regionales, sin la necesidad de mecanismos de pedidos de registro repetidos para todos los activos más relevantes de la región, a la vez que una combinación de los activos de más expresión en la región son parte de la cartera de índices y, por consecuencia, de los ETFs negociados en el mercado.

4. LANZAMIENTO DE ETF CON INSTITUCIONES FINANCIERAS

Algunas empresas son líderes en el mundo en la estructuración de ETFs con la utilización de índices. Es el caso de Ishares de BlackRock, Invesco, Vanguard, State Street y ya han listado ETFs globales en bolsas de la región, como es el caso en México (principal bolsa con ETFs en Latinoamérica) y Brasil.

En tanto, es fundamental que en el caso de Iberoamérica se puedan utilizar también los grupos financieros con gestoras de recursos regionales para las emisiones de ETFs, considerando que estos actores regionales conocen más profundamente los mercados y efectivamente tienen muchos más clientes en la región. Es el caso de It-Now (plataforma de ETFs de Itaú) que tiene red en Sudamérica y está presente con ETFs en bolsas de la región, Larraín Vial, Credicorp, BTG Pactual y los agentes de mercado más activos en mercados individuales.

Al elegir los grupos regionales para la emisión de las carteras de ETF las bolsas se permiten desarrollar alianzas estratégicas con esas instituciones, fomentando también acciones de difusión, educación y promoción más enfocadas a las necesidades regionales.

5. CUMPLIMIENTO CON LAS RECOMENDACIONES REGULATORIAS

Los Principios para Indicadores de Mercado Financiero de la IOSCO son un importante requisito para cumplimiento de los proveedores de índices – sean de acciones o de instrumentos de deuda – que representen ETFs.

Las empresas proveedoras globales de índices, como S&P Global, MSCI, FTSE, Nasdaq, entre otros, ya siguen los principios como condición para poder licenciar sus índices para emisores de ETFs y para ser un referente de benchmark aprobado para carteras de fondos y otros activos en los mercados de todo el mundo y que estén bajo supervisión de comisiones de valores y de bancos centrales.

Asimismo, es sabido que varias bolsas tienen la metodología, desarrollan y calculan sus propios índices, ya que en el pasado las empresas proveedoras de índices estaban presentes solo en grandes mercados (como EE. UU. o Europa), mientras en los mercados en desarrollo tenían las mismas bolsas desarrollando y calculando sus índices.

Como tal, el legado de los grandes índices de mercado que existen hace muchos años en las bolsas miembros de la FIAB, generalmente calculados por las mismas bolsas, y que debieran considerar una autoevaluación para enmarcarse en los principios de la IOSCO.

Es razonable considerar que la mayor parte de las bolsas – por estar bajo la jurisdicción de reguladores de mercado que están asociados a la IOSCO – siguen recomendaciones generales aplicables a los mercados de valores, pero

es esperado que los proveedores de índices bursátiles también estén atentos a los principios específicos para garantizar que también las bolsas que calculan índices están atentas a los conceptos de Gobierno, Calidad del Índice, Calidad de la Metodología y Responsabilización enmarcados en los Principios de la IOSCO, como forma de garantizar la integridad y métodos necesarios para índices que sean de alta calidad como referentes de mercado.

LII. V - CONCLUSIONES

Las bolsas de la región iberoamericanas están integradas a productos globales de ETF. Habiendo espacio para ETFs de índices de acciones y de bonos – segmento de renta fija que es más representativo en algunas de las bolsas de la región – es viable que Latinoamérica y España figuren como mercados relevantes en este tipo de instrumento.

Este tipo de activo es muy utilizado por inversionistas institucionales inversión que buscan exposición a sectores y regiones de manera objetiva, estandarizada, con bajos costos de inversión, que no tengan cambios en los procedimientos de transacción y sean fáciles de acceder. La facilidad de acceso a informaciones y la exposición a distintos mercados y activos, que se suma a la eficiente gestión de riesgos que se hace con los balances frecuentes de los índices, genera interés por la sencillez de negociación del producto también a inversionistas individuales.

Con todo, solo las bolsas más expresivas de Latinoamérica componen índices internacionales. Es factible pensar que mientras más activos de emisores de las bolsas de la FIAB sean componentes de índices internacionales, regionales o sectoriales, más liquidez habría en las bolsas donde estos activos son negociados con el objetivo de componer las carteras de ETF representativas de estos índices, estructuradas por las gestoras de recursos especializadas.

En ese sentido, se recomienda trabajar con empresas proveedoras de índices para que conozcan más los mercados y activos de la región Latinoamericana, así como las iniciativas y negocios de las compañías emisoras, para que se pueda fomentar el desarrollo de *benchmarks* especializados en los mercados de la FIAB. Esta recomendación es aún más relevante para los mercados con un nivel de montos negociados reducido pero que igualmente tienen acciones de empresas con negocios de expresión y que hoy no figuran entre los índices por la baja representatividad y trabajo de divulgación que se ha hecho sobre esas empresas.

Al mismo tiempo, se recomienda crear alianzas e iniciativas con gestoras de recursos de la región para que actúen como los estructuradores de las carteras de ETF de esos nuevos índices, emitiendo cuotas de ETF que puedan ser negociadas en todas – o en gran parte – de las bolsas de la región.

De esa manera coordinada – crear índices y carteras de ETF regionales - es esperado que haya más liquidez en los activos de la región y promoción más activa del acceso de inversionistas internacionales, institucionales e individuales de Latinoamérica, fomentando así la integración de los mercados de capitales de Latinoamérica y España.

LIII. VI - BIBLIOGRAFÍA

- *Principles for Financial Benchmarks, IOSCO 2013, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD415.pdf>*
- *TabbForum Global ETF Industry Review: June 2024, disponible en <https://tabbforum.com/researches/global-etf-industry-review-june-2024/>*
- *Rosenblatt Securities Monthly ETP Review*

- *Reporte sobre Tendencias en ETFs de PWC UK, disponible en <https://www.pwc.co.uk/services/audit/insights/whats-next-for-index-providers-need-for-greater-transparency.html>*
- *Marketsmedia “BlackRock’s Record ETF Inflows Boost Assets to Above \$10tr”, [disponible en este link](#)*
- *Ishares.com*
- *ETFGL.com*

III - DESARROLLO DE PRODUCTOS BURSÁTILES

D - PRODUCTOS ASG (AMBIENTAL, SOCIAL Y GOBIERNO CORPORATIVO)



LIV. I - INTRODUCCIÓN

Desde los años 2000, los elementos de impacto a la empresa originados por temas sociales empezaron a merecer la atención de las corporaciones, haciendo con que las compañías dejaran la mirada hacia la comunidad como filantropía, para asumir responsabilidades en los conceptos de Responsabilidad Social Corporativa (*Corporate Social Responsibility*, o CSR).

Ese movimiento se da luego de la crisis de confianza con las informaciones y estados financieros, originada en 2001 con el Escándalo Enron en EEUU, un movimiento global por mejoras en las prácticas de transparencia, reglas de conducta de administradores, conflictos societarios y órganos de administración además de conducta de empresas de auditoría se consolidó en una nueva etapa de mejoras del Gobierno Corporativo de las empresas.

En ese contexto el secretario general de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), Kofi Annan, publica el informe “Who Cares Wins” que se transforma en el puntapié para las empresas del sector privado - en especial a las instituciones financieras - para promover conectarse con transformaciones mundiales que permitieran un desarrollo sostenible de las corporaciones en el largo plazo, integrando la materialidad y mediciones de aspectos sociales y ambientales al mismo tiempo en que lideraran y se comprometieran públicamente con estos temas.

Como consecuencia de ese movimiento, en 2004 Kofi Annan hace un llamado a que las bolsas de todo el mundo se sumaran al movimiento por corporaciones más conectadas con su responsabilidad social y las invita a una reunión en la sede de la ONU para discutir lo que ya existía como movimiento de empresas del sector privado con temas de CSR, el llamado Pacto Global.

Es reflejo de ese encuentro en 2004, con la participación de líderes bursátiles de países desarrollados y en desarrollo, que bolsas como Johannesburgo, Corea del Sur y Brasil empezaron a desarrollar sus propios índices de Sostenibilidad Empresarial, dando inicio al primer producto financiero del ámbito sostenible.

Lo que se inició con un movimiento de ciudadanía corporativa, CSR en su etapa inicial de filantropía, termino volcándose en una de las principales expresiones de un conjunto de elementos que permitiría a las empresas estar atentas a transformaciones en su entorno, con su público de relación y grupos de interés (en inglés denominados *stakeholders*) y buscando crear controles y anticiparse a riesgos que impactan el negocio, con una mirada completa de controles y Gobierno Corporativo, transformaciones Climáticas y Ambientales y de desafíos de los aspectos Sociales.

Es en este contexto que surge la discusión sobre la integración de los conceptos de Gobierno Corporativo, Ambiental y Social (ASG en español, o ESG en su versión original en inglés) que todas las empresas – sean privadas o públicas – debieran observar, medir y actuar para reducir los riesgos de los impactos negativos que pudieran general y, sobre todo, estar preparadas para ser perennes y permanentes a lo largo del tiempo, dando el contexto de empresas sostenibles en el largo plazo.

LOS 10 PRINCIPIOS DEL PACTO GLOBAL	
Principios de Derechos Humanos	1. Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos proclamados internacionalmente. 2. Asegurarse de que no sean cómplices de abusos contra los derechos humanos.
Principios de Mano de Obra	3. Las empresas deben defender la libertad de asociación y el reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva. 4. Eliminación de todas las formas de trabajo forzoso y obligatorio. 5. Abolición efectiva del trabajo infantil. 6. Eliminación de la discriminación en materia de empleo y ocupación
Principios para el Medio Ambiente	7. Las empresas deberían apoyar un enfoque precautorio ante los desafíos ambientales. 8. Empezar iniciativas para promover una mayor responsabilidad ambiental. 9. Fomentar el desarrollo y la difusión de tecnologías respetuosas con el medio ambiente.
Principio Anticorrupción	10. Las empresas deben trabajar contra la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno.

Lo relevante es que, aunque empresas no se motivaran a involucrarse, los inversionistas institucionales demandaron más acciones ASG. Grandes grupos institucionales de inversionistas, especialmente europeos, ya no querían invertir en empresas que solo entregaban ganancias sin atención a los temas ASG, ni a las empresas que solo se preocuparan con Gobierno Corporativo y no con temas Ambientales y Sociales.

Efectivamente, los grupos de inversionistas institucionales, siendo fondos europeos, fondos de pensión de todo el mundo, e incluso gestoras de Capital de Riesgo pasaron a requerir que las empresas divulgaran sus estrategias ASG y fueran activas en esa materia, con lo cual el “activismo” de los inversionistas institucionales globales fue el eje que puso fuerza a que las empresas empezaran efectivamente a actuar dentro de los parámetros de esas tres líneas temáticas de integración – gobierno corporativo, temas ambientales y sociales. Eso generó demanda que finalmente hizo con que las empresas accedieran a los controles y acciones para estar atentas a las prácticas de ESG.

1. SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES (SSE)

A fines de la primera década del 2000, las bolsas de valores en todo el mundo asociadas a Federación Mundial de Bolsas (WFE, o *World Federation of Exchanges*) se sumaron a un Programa de Alianzas de la ONU en coordinación con el Pacto Global, el Programa para el Medio Ambiente e Iniciativa de Finanzas de la ONU (UNEP-FI) y la iniciativa de Principios de Inversión Responsable (PRI). El denominado Bolsas de Valores Sostenibles (SSE, *Sustainable Stock Exchanges*) empezó a hacer grupos de dialogo anual para discutir iniciativas con el objetivo de desarrollar una Plataforma global para iniciativas coordinadas entre bolsas de valores, inversionistas, emisores, reguladores y autoridades de mercado promovieran iniciativas ASG a nivel mundial.

El actuar de esas instituciones de manera coordinada en el SSE va en línea con la implementación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU, que con el apoyo del sistema ONU y trabajo de las bolsas del SSE pudiera crear políticas, intercambiar soluciones, buscar datos para generar consensos con grupos de interés variados con asesoría y asistencia para fomentar prácticas, iniciativas y efectivo avance en materias ASG desde las bolsas y mercados financieros y de capitales.

2. ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD

Los índices de sostenibilidad fueron la primera iniciativa como productos sostenibles. inicialmente enfocaron el eliminar empresas que no cumplieran con los diez principios del Pacto Global, excluyendo de los filtros para la cartera de los índices a las empresas que actuaran en sectores considerados negativos⁴⁰, siendo las industrias de tabaco, alcohol, armas y juegos los principales sectores prohibidos.

Nuevos filtros se siguieron y el proceso de inclusión positiva se inició, con empresas que cumplieran con los 10 principios del Pacto Global y tuvieran acciones concretas en beneficio de temas ambientales. Actualmente, son considerados positivas las empresas que tienen altos puntajes en los criterios que las empresas de investigación adoptan para revisar aspectos del actuar de las empresas.

De esta forma, la primera etapa de productos ESG, los índices internacionales empezaron a tener como componentes grandes empresas iberoamericanas de destaque mundial y con buenas prácticas de ASG, según mediciones que las empresas de investigación contratadas por los desarrolladores de índices hacían. Es el caso de empresas de algunos países de la región, como España, México, Brasil, Chile, Colombia, que componen índices globales creados por empresas proveedoras de índices internacionales.

⁴⁰ Los sectores de las “sin industrias”, o sectores del pecado, pasaron a ser el primer filtro de prohibiciones para componer los índices de sostenibilidad. Este movimiento de exclusión es conocido como “negative screening”.

Igualmente, a partir de 2015 se dieron las condiciones para la creación de índices de mercados de la región y también índices subregionales, como fue el caso del Índice de Sostenibilidad de las empresas del MILA⁴¹ - en los casos iniciales, la mayor parte de las empresas que componían los índices internacionales eran cotizantes en las bolsas de la región y simultáneamente cotizantes en bolsas de los EEUU vía sus *American Depositary Receipts* (ADR) o en la Bolsa de España en el conjunto de empresas latinas que transan en Latibex – y por lo cual sus informaciones estaban publicadas también en mercados internacionales.

Con todo, los mercados de la región no están totalmente representados por esas acciones que componen los índices. Más allá del producto que pueda derivar de estos índices – claramente los ETFs de índices de sostenibilidad – fue necesario considerar otros aspectos característicos de los mercados de la región para promover prácticas y productos ASG.

Así, las bolsas de la región pasan a dar más visibilidad y espacio de discusión para iniciativas volcadas a temas Ambientales, inicialmente con discusiones en los mismos mercados con participantes y *stakeholders* del país, y luego en reuniones y encuentros regionales, muchas veces fomentadas por organizaciones multilaterales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el *Internacional Finance Corporation* (IFC).

En estos grupos, se llevaron a cabo importantes discusiones sobre la viabilidad de desarrollar iniciativas en cada mercado respecto a temas ASG, que efectivamente incitaron formas creativas de evaluar nuevos productos para que cada mercado los desarrollara.

3. GREEN, SOCIAL AND SUSTAINABLE BONDS – BONOS VERDES, SOCIALES Y SOSTENIBLES

En 2014, grandes bancos mundiales participantes de la Asociación Internacionales de Mercados de Capitales (ICMA) crearon, en el contexto de la Asociación, principios para lo que podrían ser los bonos verdes. Específico para la captación de recursos vía emisión de deuda, se definieron una serie de tipos de proyectos con objetivos relacionados a transición energética y estrictos parámetros para calificar un proyecto con el sello “bono verde” dentro de las premisas de la ICMA.

La efectiva validación de un bono como verde debiera estar asociado a la confirmación de que la emisión sigue componentes específicamente indicados por los Principios de Bonos Verdes, además de ser necesariamente confirmado por un Verificador Externo⁴² al momento de la emisión del bono – de forma a garantizar que el bono está siguiendo los principios – y renovar la confirmación del Verificador anualmente, durante la vigencia del bono.

De manera muy importante, hay requisitos de segregación del resultado de la captación y el uso de los recursos (*use of proceeds*) para efectivamente comprobar que el levantamiento del capital sea alocado en el proyecto indicado en el proceso de suscripción de los bonos lo que también es verificado anualmente por el Verificador Externo.

CATEGORIAS ELEGIBLES PARA CLASIFICACIÓN Y CAPTACIÓN	
BONOS VERDES	BONOS SOCIALES
Energías Renovables	Infraestructura básica viable para personas con menos recursos
Eficiencia Energética	Acceso a servicios esenciales
Prevención y Control de contaminación	Habitación para personas con menos recursos
Gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra	Generación de empleos con el uso de PyMEs y microfinanzas

⁴¹ El índice Dow Jones Sustainability Index MILA, desarrollado por la empresa S&P Global con datos de las empresas evaluadas bajo 80 criterios técnicos respecto a temas Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo por la empresa de investigaciones Robeco, que termina determinando un puntaje a las empresas de acuerdo con su sector e incluyendo como componentes del índice las empresas que tienen el puntaje superior en su segmento.

⁴² Agentes de auditoría y especializados en temas de captación de recursos y revisión de proyectos que atestan el cumplimiento de los Principios de Bonos Verdes definidos por la ICMA. Son instituciones aprobadas por la ICMA y el comité de Climate Bonds Initiative (CBI) para este objetivo.

Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática	Seguridad alimentaria
Transporte limpio	Avanzos socioeconómicos y empoderamiento a públicos minorizados
Gestión sostenible del agua y de las aguas residuales	Iniciativas dirigidas a poblaciones específicas como: viviendo bajo la línea de pobreza, poblaciones y comunidades excluidas o marginalizadas, grupos vulnerables, discapacitados, inmigrantes, sin educación formal, desempleados, etc.
Adaptación al cambio climático	
Productos y Proyectos de Economía Circular	
Edificios ecológicos	

Fuente: ICMAgroup.org

Ante el éxito de los bonos verdes y las necesidades de adoptar estándares también para la emisión de bonos sociales, es decir, con el uso de recursos para proyectos o productos volcados a temas de la sociedad y ampliación de iniciativas de inclusión social, la misma ICMA divulgó en 2017 sus Principios para Bonos Sociales⁴³, definiendo parámetros de proyectos que pudieran captar recursos con ese nombre y para este fin, utilizando mecanismos de control y verificación tal como ya existían y funcionaban bien para los bonos verdes.

Por fin, fue fácil identificar que algunos de los proyectos tenían el objetivo de servir a temas ambientales y de transición energética al mismo tiempo en que fueron dirigidas a poblaciones o comunidades caracterizadas como foco social. A esos tipos de captación para proyectos que buscaban atender ambos objetivos se tituló la expresión Bonos Sostenibles.

Con estos mecanismos, la emisión de bonos tuvo su proceso claro y definido con el tema ASG, garantizando que emisores de deuda pudieran ser parte del esfuerzo mundial de las corporaciones en búsqueda de negocios y captaciones volcadas a los nuevos objetivos de temas ambientales, sociales y de gobierno corporativo dentro de la agenda ASG.

Para las bolsas con negocios relacionados a deuda, esta fue una solución viable y practica para acceder al ASG de las emisiones y transacciones de bonos.

4. LA PANDEMIA Y EL ASG

El Covid19 y la pandemia que se siguió de 2020 a 2022, que hizo con que las autoridades declararan las ciudades en cuarentena, al cerrar las actividades económicas y limitar la libertad de las personas, tuvo un gran impacto en el ASG.

Como consecuencia de lo que ya se veía como desafío mundial de pueblos, sociedad y de las empresas de todo el mundo, el Foro Económico Mundial divulgó, por primera vez a mediados de 2020, la expresión “The Great Reset”, que pasó a valer como un compromiso colectivo y urgente para renovar los principios del sistema económico y mundial en búsqueda de un futuro más justo, sostenible y resiliente⁴⁴, teniendo en cuenta el nuevo contexto de grupos de interés que pasa a esperar que las empresas adopten un capitalismo de grupos de interés – o “stakeholder capitalism”.

Más allá de lo que han hecho las empresas en ese sentido, es en ese entonces que cambia la percepción mundial con el ASG y el capitalismo de las partes relacionadas, tanto en empresas como en gobiernos. El ASG deja de ser un diferencial positivo de algunas empresas y pasa a ser el esperado como práctica de todas las empresas y gobiernos del mundo. Es conocido que la sigla ASG trata del contexto de prácticas de Gobierno Corporativo, Ambiental y Social y no es una fórmula secreta, o algo específico, que direcciona lo que empresas y gobiernos

⁴³ Disponibles en <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/SocialBondsBrochure-JUNE2017.pdf>

⁴⁴ Ver reporte de la llamada del Foro Económico Mundial con un llamado público para su Encuentro Anual de 2021 bajo la temática de reconstrucción y revisión de negocios definida como “The Great Reset”, disponible en <https://www.weforum.org/press/2020/06/the-great-reset-a-unique-twin-summit-to-begin-2021/>.

tengan que hacer; al contrario, es el conjunto de iniciativas en pro de cada una de esas acciones puedan ofrecer más condiciones a la empresa de transitar por estos desafíos y seguir su trayectoria de manera sostenible en el largo plazo.

Por lo tanto, es innegable que los negocios ASG hayan ganado mucha relevancia en el postpandemia, definiendo caminos para las empresas con nuevas perspectivas respecto a la transición climática y los cambios de sociedad, siempre velando por una efectiva y ética práctica de gobierno de la empresa que le permita seguir negocios, proyectos, productos y servicios en línea con las expectativas de los grupos de interés, expandiéndolos para considerar más allá de accionistas, colaboradores, proveedores de servicios y clientes para efectivamente incorporar la comunidad, gobiernos, negocios que conectan con lo suyo y toda la cadena de relaciones con financiadores, consumidores y usuarios de sus productos, servicios y negocios.

5. GREEN EQUITY – ACCIONES VERDES

Luego de la pandemia vivida en los años 2020 a 2022, el ASG pasó de ser una iniciativa que distinguía las grandes empresas de capital cotizante en las bolsas y se transformó en un requisito de recambio mundial bajo un nuevo contexto económico y societal. El “Great Reset” hizo con que no solo empresas de todo el mundo, pero también bolsas de valores se sumaran al nuevo momento que se siguió con las demandas de los inversionistas y la sociedad.

Las bolsas de valores, a nivel mundial, tenían el interés de seguir profundizando los temas ESG para las acciones también, además de los esfuerzos de índices de sostenibilidad, por definición más volcados a iniciativas más amplias de gobierno corporativo, temas ambientales y sociales.

Efectivamente en 2023, la WFE divulgó los Principios de Acciones Verdes⁴⁵ (*The WFE Green Equity Principles*), delineando principios generales para que acciones y empresas pudieran ser clasificadas como Verdes entre las bolsas asociadas a esa organización.

El principal desafío, de encontrar la taxonomía – o el parámetro – perfecto, que se pudiera adoptar igualmente entre todas las bolsas siguió siendo el desafío no atendido, claramente en función de las distintas condiciones, realidades y portes de las empresas y bolsas en cada país, en cada región del mundo.

El gran valor del *Green Equity Principles* ha sido el de promover y ampliar el acceso a capital de los emisores con actividades consideradas verdes y en línea con la transición ambiental y permitir que los inversionistas tengan información material sobre estas empresas para la toma de decisiones en materias ambientales.

La WFE definió requisitos mínimos, basados en 5 pilares, y dejó abierto para que cada bolsa que pudiera definir sus criterios adicionales y específicos en línea con sus estructuras y condiciones de mercado, pero definió que todas las bolsas adoptaran reglas iguales para definir lo que pudiera ser considerada una empresa con acciones verdes y que un verificador pudiera atestar esas condiciones, de la misma forma que la ICMA lo había definido a los Green and Social Bonds.

Dentro de los 5 pilares, la WFE indicó criterios mínimos para la adopción de las bolsas – los que serían mínimos, con la libertad de que las bolsas pudieran adicionalmente indicar más requisitos con base a su desarrollo y las condiciones de su mercado local:

- **Ingresos:** Mínimamente 50% de los ingresos de las empresas originadas de actividades que contribuyen a la economía verde.
- **Taxonomía:** La taxonomía mínima definida es que el emisor de las acciones divulgue la taxonomía utilizada con los criterios establecidos para que los ingresos provienen de negocios relacionados a negocios verdes.

⁴⁵ Disponible en inglés en el sitio web de la WFE –

<https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/WFE%20Green%20Equity%20Principles.pdf>

- **Gobierno de la Empresa:** Empresas que sigan los criterios de registro para listar y negociar definidos por la bolsa en que están negociando acciones y las divulguen.
- **Evaluación:** las empresas serán evaluadas por un Verificador Externo aprobado por la bolsa con respecto a sus actividades e ingresos relacionados a tales ingresos y que las mismas contribuyen a la economía verde.
- **Transparencia y divulgación de informaciones:** divulgaciones relacionadas a cómo el emisor cumple con los requisitos definidos por la bolsa tienen que ser publicados, adjuntando los criterios, la metodología, el resultado de las evaluaciones que califican que el emisor cumple con los requisitos para ser considerada verde.
- **Condición para empresas Preoperacionales:** la bolsa debe elegir una de las dos condiciones a continuación – a) empresas preoperacionales que tengan 50% de sus inversiones alocados en actividades consideradas verdes; o empresas preoperacionales que tengan 100% de sus ingresos esperados originados de actividades que contribuyan a la economía verde.

Efectivamente, a partir de 2023 también las acciones pasaron a encontrar calificadores para sus esfuerzos respecto a la transición climática. Sin embargo, dado el escenario de sequía de emisiones de acciones y de nuevas ofertas, pocos mercados han creado el segmento de Acciones Verdes en el mundo.

LV. II - DIAGNÓSTICO REGIONAL

En los países cuyas bolsas son miembros de la FIAB, varios mercados han implementado los productos con sello ASG.

La metodología de trabajo involucró encuesta de investigación preparado por la Consultora, a la que participaron solamente 10 bolsas miembros de la FIAB. Por encontrar baja representatividad en las respuestas, y conociendo el historial de algunas bolsas que no contestaron la encuesta, la Consultora también consideró informaciones públicas de algunas bolsas y mercados de la región.

A la encuesta de investigación, se obtuvo participación de 11 bolsas miembros de la FIAB de 8 países de la región iberoamericana: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), MAE (Argentina), BBV (Bolivia), BEC (Chile), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), Latinex (Panamá) y BEVSA (Uruguay).

En tanto, se buscó considerar un mínimo de informaciones públicas de algunos mercados, específicamente B3 (Brasil), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BMV (México).

Para el análisis de ESG, se consideraron informaciones de 15 Bolsas de 11 Países: BYMA (Argentina), MAV/BCR (Argentina), MAE (Argentina), BBV (Bolivia), B3 (Brasil), BEC (Chile), Nuam – BCS (Chile), Nuam – BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVG (Ecuador), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BMV (México), Latinex (Panamá) y BEVSA (Uruguay).

Entre las bolsas que contestaron a la encuesta, la mayor parte – 82% de las bolsas - confirma que la entrega de informaciones ASG por parte de las empresas existe y es voluntaria, sin obligatoriedad o requisito por parte de los reguladores.

Entre las bolsas que indican que el reporte es por fuerza de requisito, hay una división entre que estos requerimientos de reporte sean originados por el regulador de mercado y por la Bolsa.

En todo caso, un 100% de los respondientes indica que hay información de ASG entregada por las empresas, sea de manera voluntaria o como requisito. Y esto efectivamente muestra un compromiso importante por parte de las empresas con estos temas, con medidas e iniciativas en este sentido y el deseo de prestar cuentas a inversionistas y *stakeholders* en ese sentido.

Todas las bolsas también han informado que los reguladores de mercado requieren que las empresas cotizantes en el mercado entreguen una Memoria Anual, en la cual también se entregan informaciones ASG.

En su mayoría, las informaciones ASG se reportan bajo los principios de GRI – muy adaptado a los reportes integrados de memoria anual con estándar GRI – con 45% de los respondientes de la encuesta confirmando esta práctica.

Merece destaque también la adopción del criterio contabilidad del SASB (o el Comité de Estándares Contables de Sostenibilidad), que es una nueva y efectiva manera de corroborar que los datos ASG estén dentro de una taxonomía global de estándares de contabilidad definido por el órgano de acuerdos contables a nivel mundial y que cuenta con la participación de las más importantes firmas de auditoría del mundo.

Tipos de Reportes ESG en las Bolsas Miembro de la FIAB	
GRI Framework	45%
SASB Framework	18%
TCFD Framework (por parte de Instituciones Financieras)	9%
Reporte de Emisiones de CO2 / Gases de Efecto Invernadero	36%
Principles of Responsible Investment (por parte de Gestores de Recursos)	9%
Reportes de Seguimiento de los ODS de la ONU	27%
Reporte del Climate Disclosure Project	9%
Folleto de alguna autoridad regulatoria internacional como ESMA, BIS, FMI.	9%

Fuente: Bolsas Miembro en respuesta a la Encuesta de la Consultora

Entre los productos aprobados para listar en las Bolsas Miembros de la FIAB o que efectivamente estén disponibles para transacción en los mercados de la región, un numero expresivo de las bolsas que contestaron la encuesta confirman tener Bonos Verdes, Bonos Sociales y Bonos Sustentables. Cerca del 80% de las Bolsas tienen estos mercados para bonos, aunque no sean bolsas que prioritariamente negocien bonos, lo que demuestra que se masificaron y son efectivos los principios definidos por la ICMA y que atienden las demandas de inversionistas institucionales en esa materia.

Llama la atención que hay poca penetración de Fondos de Inversión ASG (reportadas solo en respuestas de las bolsas centroamericanas para la encuesta desarrollada) y hay evidencia de desarrollo de sellos de sostenibilidad para emisores de instrumentos monetarios, como los pagarés y cheques diferidos (disponibles en Argentina).

Instrumentos ESG disponibles en las Bolsas Miembros de la FIAB	
Bonos Verdes / Green Bonds	80%
Bonos Sociales / Social Bonds	80%
Bonos Sostenibles / Sustainable Bonds / Blue Bonds	80%
Fondos de Inversión ESG	20%
Instrumentos Monetarios con sello Social, Verde, Sustentable y/o Temático	10%
ETFs ESG	0%
Fondos de Impacto	0%
Green Loans	0%
Bonos de Impacto	0%

Fuente: Respuesta de las Bolsas que contestaron la Encuesta de la Consultora.

Aunque algunas bolsas de expresión no hayan contestado la encuesta, es conocido que mercados como Brasil, Chile y México tienen ETFs ASG, basados especialmente en los índices que esas mismas bolsas desarrollan en esa materia, además de ETFs de otros índices ESG internacionales.

Además, la encuesta confirma que en 100% de los países de las bolsas que contestan las preguntas es requerido que un verificador externo certifique que una emisión es ASG.

Asimismo, casi la totalidad de las bolsas ha contestado que no es requerido que haya áreas ESG en las empresas (a excepción de BEC en Chile), lo que deja claro que independientemente de que haya áreas ASG en las empresas, hay fomento y espacio para que los emisores hagan emisiones de bonos ASG.

Verifícase que 100% de los que contestan a la encuesta informan que en su mercado ni el gobierno ni la regulación requieren que los emisores tengan metas obligatorias de reducción de emisiones o de transición climática, lo que demuestra que todo lo que se divulga y lo que se ha hecho en esa materia es voluntario. Al mismo tiempo, estos datos demuestran que los gobiernos y reguladores de mercado no han, todavía, manejado programas específicos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero o de programas de transición climática.

El 50% de las bolsas participantes de la encuesta confirman que divulgan sus propias informaciones ASG en su calidad de institución de mercado (independiente de que la bolsa sea un emisor de bonos o acciones). Esto demuestra que las bolsas se han involucrado en esta materia actuando como promotor de buenas prácticas y como ejemplo y referente para los emisores del mercado, aunque que las informaciones no sean requeridas en el contexto de que la bolsa no sea un emisor.

De acuerdo con las respuestas de las bolsas miembros de la región que participaron de la encuesta de investigación desarrollada por la consultora, **hay un total de 261 instrumentos ASG listados y disponibles para inversión en las bolsas de la región.**

Presencia de Productos ASG en las Bolsas que Contestaron la Encuesta

Datos a Jun/2024

Instrumentos	% de bolsas con el producto	Núm. de instrumentos listados
Bonos Verdes / Green Bonds	81%	88
Bonos Sostenibles / Sustainable-Linked Bonds / Blue Bonds	81%	72
Bonos Sociales / Social Bonds	75%	51
Fondos de Inversión ASG	19%	47
Instrumentos Monetarios sello Social, Verde, Sustentable, Temático.	6%	2
ETFs ESG	0%	1
Fondos de Impacto	0%	0
Green Loans	0%	0
Bonos de Impacto	0%	0
TOTAL		261

Nota: SLB y Bonos Vinculados a la Sostenibilidad están agregados en Bonos Sostenibles.

Fuente: Respuesta de las Bolsas que contestaron la Encuesta de la Consultora.

La definición de listados, en este sentido, no necesariamente corresponde a activos que estén a disposición para transaccionar. Muchos de ellos, como los bonos, muchas veces son emitidos en ofertas iniciales, pero como hemos visto en la investigación de Renta Fija Corporativa y Renta Fija Pública disponible en este Informe de Liquidez, no hay liquidez en mercados secundarios para negociación.

Es expresiva la presencia de los Bonos Verdes en las bolsas que participaron de la investigación, con casi 90 bonos de esa naturaleza disponibles. Igualmente, es muy relevante la participación de instrumentos monetarios con

sellos ASG, con Cheques de Pago Diferido, Pagarés Bursátiles y Facturas de Crédito Electrónicas de PyMEs en Argentina, lo que demuestra la participación de pequeñas y medianas empresas en temas ASG.

Los Bonos Sociales y Sostenibles totalizan 51 en las bolsas participantes de la encuesta.

Es factible imaginar que el número de instrumentos disponibles sea superior al reportado, dado que bolsas de relevancia en materia de productos ASG no participaron de la encuesta y públicamente han divulgado tener todos los tipos de bonos y ETFs ASG. En caso de que se tuvieran datos oficiales de esas bolsas, es esperado que **el número total de instrumentos ASG disponibles entre las Bolsas Miembros de la FIAB podría superar los 300**, incluyendo Bonos Verdes, Sociales y Sostenibles, Fondos, ETFs e instrumentos monetarios con el sello ASG.

Por fin, es significativo reportar que bolsas destacadas de la región se han sumado a otras iniciativas de fomento de iniciativas ESG, integrando iniciativas globales para actualización e intercambio constante de prácticas y negocios que puedan ser incorporados en los mercados de la región iberoamericana.

- Once Bolsas miembros de la FIAB son también signatarias y miembros del Sustainable Stock Exchanges. Son ellas: B3 (Brasil), BYMA (Argentina), Nuam – BCS (Chile), Nuam - BVC (Colombia), BNV (Costa Rica), BVQ (Ecuador), BVES (El Salvador), BME (España), BMV (México), Latinex (Panamá), Nuam – BVL (Perú).
- La Bolsa Mexicana de Valores lidera la primera plataforma de intercambio de bonos de carbono del mundo – MEXICO2 - y es parte de iniciativas del país para la difusión de prácticas y negocios verdes en el país, como el Consejo Consultivo de Finanzas Verdes.
- B3 de Brasil es un mercado referente en prácticas de Gobierno Corporativo y dentro de su marco de reglas especiales de este tema – conocido como Novo Mercado⁴⁶ - desde el año 2022 incorporó prácticas ASG y Diversidad como parte de la evolución de materias en la temática Ambiental y Social. Además de ser la bolsa pionera en crear un índice de sostenibilidad⁴⁷ en el año 2005, B3 es también la primera bolsa de la región a efectivizar la implementación del Segmento de Acciones Verdes (o *Green Equity Principles* de la WFE) en junio de 2024 con la introducción de una de las principales empresas de servicios de agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas de América Latina. Recientemente, comunicó su integración a iniciativas de offset de carbono.

LVI. III - ELEMENTOS INHIBIDORES EN ASG

Es muy positivo que la mayor parte de las bolsas miembros de la FIAB tengan segmentos para la participación de empresas con el enfoque ASG. Que todas las bolsas permitan activos de esa naturaleza genera puntos comunes entre los mercados, sus emisores e inversionistas respecto a la positividad del intercambio para la colocación o mismo la negociación de ese tipo de activos.

Quedó conocido, por medio de la encuesta preparada en ámbito de esta consultoría, que muchas de las bolsas estimulan que las empresas adopten prácticas ASG y entreguen información respecto a sus iniciativas en ese sentido.

Sin embargo, el desafío reside en las diferencias de conceptos y reglas, en dar acceso a los inversionistas de toda la región a acceder a emisores específicas de un mercado y en tener un mecanismo validado por todas las bolsas y reguladores de que es posible tener un mercado integrado de instrumentos ASG en la región iberoamericana.

⁴⁶ El Novo Mercado fue lanzado a fines del año 1999 y creado como apartado especial de negociación para empresas que adoptaran en máximo grupo de prácticas de Gobierno Corporativo. El adherido por 90% de las emisiones (IPO) en el mercado brasileiro desde el año 2004, y tiene sus reglas revisadas con periodicidad. Actualmente, está en consulta pública para revisión de algunas reglas. Material de la consulta pública disponible en [B3.com/Regulacao/Revisao dos Regulamentos dos segmentos especiais de listagem](https://b3.com.br/Regulacao/Revisao%20dos%20Regulamentos%20dos%20segmentos%20especiais%20de%20listagem).

⁴⁷ Índice de Sostenibilidad Empresarial – ISE, con revisión anual. Informaciones disponibles en [b3.com.br/Market Data e Índices/Índices de Sustentabilidade](https://b3.com.br/MarketData/Indices/Indices%20de%20Sustentabilidade)

Para los bonos – sean verdes, sociales o sostenibles – el inhibidor es no tener un marco único de emisión ASG que pueda dar acceso a inversionistas regionales o un marco que permita una oferta de bonos de manera simultánea entre varios mercados, viabilizando de esta manera el acceso de inversionistas regionales.

El mercado de acciones no tiene referente de marco único o algo similar entre las bolsas y mercados de la región. Aunque la mayor parte de las bolsas que contestaron a la encuesta hayan reportado el uso del *framework* de GRI para la divulgación de informaciones ASG de los emisores, no hay un grupo de prácticas uniformes, indicadas en la región que pudieran servir como comparable para todos los emisores. Es posible que las empresas de la región que sean emisores en los EEUU informen sus prácticas y acciones ASG usando el mismo marco de divulgación de información que se les requiere en las bolsas estadounidenses. También es posible que las empresas proveedoras de índices adopten estándares uniformes en materia ASG que se aplican a todas las compañías de la región al momento de revisar las prácticas y avances de los emisores de la región para incorporarlos – o removerlos – de los índices de sostenibilidad globales, regionales o de cada país.

Para el mercado de renta variable, los índices – es decir, ETFs de índices de sostenibilidad – hay inhibidores más relevantes. No hay un marco integrado para fomentar índices regionales, ni tampoco para desarrollar índices de un único mercado y que tengan su ETF disponible en otras bolsas de la región.

Aun así, lo cierto es que todavía no existe una forma estándar de medir a las compañías listadas y tampoco una forma estándar de medir las emisiones de acciones para poder clasificarlas regionalmente como ASG.

El riesgo de no tener un entendimiento único pasa por crear asimetrías regulatorias – aunque sean de buenas prácticas definidas por las mismas bolsas en su rol de entidades de autorregulación que definen reglas para registro y operación de los activos – dejando en descubierto un potencial regional que viene efectivamente desarrollándose del punto de vista de emisiones y montos transados. Y en un espacio que efectivamente podría tener cooperación vía el enlace que estas bolsas y mercados tienen por medio de la Federación de Bolsas de la región.

LVII. IV - RECOMENDACIONES

Hay demanda e interés por activos con características ASG. Las bolsas han sido activas en foros mundiales, dando exposición a sus mercados, e inversionistas institucionales de la región y de todo el mundo han despertado para los resultados medibles en empresas preparadas y resilientes a los cambios ambientales y de sociedad que se generaron ante los desafíos mundiales que vivimos, al mismo tiempo en que tener más claridad sobre el uso de controles para actuar con nuevas prácticas de gobierno corporativo se ha vuelto atractivo como seguimiento y actuar con diligencia en las compañías invertidas.

1. BONOS SOSTENIBLES

En los bonos sostenibles, el hecho de que las bolsas siguen un estándar global para atribuir el sello de bonos verdes y sociales definido por una organización neutral internacional – la ICMA – y adoptado en toda la región da indicios de que el trabajo que se requiere hacer es dar publicidad de las emisiones regionalmente y trabajar para que los inversionistas regionales tengan acceso a estos activos en el momento de su colocación. Dado que los activos de renta fija, característica principal de los bonos, no tienen liquidez en el mercado secundario, idealmente la expansión para el acceso regional que pueda caracterizar una integración estaría en la creación de un marco común – o si es posible una plataforma regional integrada – para la emisión y acceso a la colocación.

En el contexto climático, integrar visibilidad de los instrumentos verdes disponibles en la región y la posible visibilidad coordinada que pueda ofrecer una plataforma con acceso e informaciones de los bonos y/o de los

créditos de carbono – presentes en algunas de las bolsas de la región – podría ser una forma de posicionar globalmente la región y sus emisores como protagonistas de proyectos verdes e iniciativas de compensación de emisiones de carbono, dada la relevancia de varios de los países de Iberoamérica en esa materia.

2. ETFs SOSTENIBLES

Los ETF de Índices Sostenibles se han mostrado una alternativa conocida y comprendida entre inversionistas de todo el mundo. Eso es válido para los índices sostenibles de acciones o de bonos, dada la coyuntura de que algunos mercados de la región tienen más característica de renta fija que de renta variable.

Trabajar junto a empresas proveedoras de índices que puedan evaluar las compañías a nivel regional y crear índices ASG específicos para la región.

Al mismo tiempo, trabajar con instituciones financieras y administradores de recursos que se interesen por crear carteras de ETF que sigan a estos índices y puedan crear un mercado regional de índices y ETFs ASG.

En el caso de los índices, aunque el nivel de liquidez u otros criterios relacionados al nivel de actividad en el mercado de capitales no sean compatibles, sería interesante considerar segmentos sectoriales, abarcando compañías con características similares en su tipo de negocio, servicio o producto.

3. ACCIONES SOSTENIBLES

El desarrollo de un marco único de *Green Equity* de la WFE es una forma efectiva para solucionar la dificultad de creación de una taxonomía única que sea válida para toda la región.

Aunque sea relativamente nuevo, los principios de acciones verdes se han mostrado viables y practicables en la región, que ya tiene desde Brasil una de las principales empresas de servicios de aguas tratadas del mundo⁴⁸ utilizando ese marco.

Ofrecer a inversionistas de cada mercado, de la región e incluso inversionistas extranjeros con un segmento regional de acciones verdes puede dar gran visibilidad a las empresas de la región que están no solo en actividades sectoriales de rubros ambientales como posibilitar que las empresas sean destacadas por sus acciones de mitigación de eventos de transición climática. Es conocido que Latinoamérica es uno de los polos mundiales de efectos y soluciones para los temas ambientales y seguramente ofrecer una modalidad de certificación y taxonomía únicas permitirá que desde cada bolsa de valores se pudiera crear un ambiente regional con las mismas reglas para todas las empresas.

Esta es, desde la perspectiva de esta consultoría, la medida que podría ser más efectiva, respetando las estructuras de mercado y de transacción de cada país, las reglas de registro para listar compañías y sus acciones pero dando enfoque al trabajo y el negocio de las empresas con una mirada hacia la sostenibilidad corporativa de proyectos e nivel de involucramiento con transición climática que será de mucha relevancia para el desarrollo económico de los mercados de la región y para promocionar un nivel de integración entre los mercados de capitales de la región Latinoamericana y de España.

LVIII. V - CONCLUSIONES

Es relevante el interés de los inversionistas que son activos en los mercados de capitales de Iberoamérica respecto a los caminos, proyectos y desarrollo de productos ASG.

⁴⁸ SABESP (Saneamento Básico do Estado de São Paulo) fue clasificada como acción verde dentro del marco de los Green Equity Principles de WFE, cuando B3 inauguró ese segmento en junio de 2024. El proceso involucró la colocación subsecuente de acciones de la venta del control de la empresa en su proceso de privatización.

La mayor parte de las bolsas destaca grados relevantes de transparencia de informaciones ASG de los emisores, que voluntariamente se utilizan de la difusión de memorias anuales para hacer relatos integrados con sostenibilidad utilizando el marco de los GRI.

También se identifica una importante adhesión de las bolsas y emisores de la región por las colocaciones de bonos sostenibles, destacadamente los bonos verdes que utilizan los procedimientos definidos por los *Green Bond Principles*, bajo la *Climate Bonds Initiative* de la ICMA.

Sin embargo, hay una laguna de acciones para el camino de la renta variable en la región. Muchas de las compañías emisoras de acciones ya son evaluadas anualmente por sus acciones ASG, con métricas definidas principalmente por gestores y consultores internacionales contratados por inversionistas institucionales globales y empresas proveedoras de índices que se utilizan de metrología única para medir los avances ASG de empresas de todo el mundo. Es positivo el resultado de ese trabajo, ya que varias compañías de la región ya reciben inversiones de los institucionales de la región y de otras partes del mundo y las mismas proveedoras de índices tienen *benchmarks* de sostenibilidad – renta variable o renta fija – que tienen entre sus componentes acciones de empresas latinoamericanas.

Con todo, el espacio disponible en la búsqueda por una taxonomía uniforme para acciones podría adoptar los Principios de Acciones Verdes de la WFE, creados en 2023 con requisitos mínimos para una oferta más activa y que genere un *framework* unificado para las empresas de la región.

Al crear un segmento latinoamericano promocionado por la FIAB utilizando como base los Principios de Acciones Verdes, la Federación y sus bolsas miembros dispondrían de un mercado integrado, con taxonomía regional, respetando reglas de listado y negociación de cada bolsa y ofreciendo visibilidad global a las empresas de la región alineadas con los desafíos climáticos y destacando la región y las bolsas, en su conjunto, como pioneras en la creación de segmentos especiales para empresas con más diligencia en materia ambiental.

LIX. VI - BIBLIOGRAFIA

- Informe “Who Cares Wins”, disponible en https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf
- Reporte “The Global Compact Leaders Summit, United Nations”, June 2004, disponible en https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/news_events%2F8.1%2Fsummit_rep_fin.pdf
- Informe de prensa “The Great Reset, disponible en <https://www.weforum.org/press/2020/06/the-great-reset-a-unique-twin-summit-to-begin-2021/>
- Referencia sobre los *Green Bonds Principles* de la ICMA, actualización 2022. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2021/Spanish-GBP-2021.pdf?vid=2>
- *Social Bond Principles*, 2017, ICMA <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/SocialBondsBrochure-JUNE2017.pdf>
- The Green Equity Principles, 2023, WFE <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/WFE%20Green%20Equity%20Principles.pdf>

- Analise de Mercado, América Latina & Caribe, 2021, Climate Bonds Initiative.
https://greenfinancelac.org/wp-content/uploads/2021/11/CBI_LAC_2020_PT_02C-Final.pdf
- SPGlobal.com

ANEXOS DE GOBIERNO CORPORATIVO



RESPUESTAS DE LAS ADHESIONES A LOS LINEAMIENTOS DE LA OCDE

# del Principio	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Principio 1:	Garantizar las Bases para la Estructura Efectiva de Gobierno Corporativo			
Acción 1A	El ambiente de Gobierno Corporativo debe ser desarrollado con una perspectiva completa de los siguientes aspectos: impacto en el acceso a financiamiento; performance económica y estabilidad financiera; la resiliencia y sostenibilidad de las corporaciones/empresas; integridad del mercado, y los incentivos que el mercado crea para los participantes del mercado y para la promoción de mercados transparentes y que funcionan adecuadamente	80%	20%	0%
Acción 1B	Los requisitos legales y regulatorios que afectan las prácticas de GC deben estar en consistencia con el Estado de Derecho, transparencia y cumplimiento. Los Códigos de GC pueden ofrecer un mecanismo complementario para soportar el desarrollo y evolución de las mejores prácticas, siempre y cuando su condición es regularmente definida	87%	13%	0%
Acción 1C	El reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades y entidades de autorregulación deben estar claramente articuladas y designadas para servir al interés público	93%	7%	0%
Acción 1D	La regulación del mercado de acciones debe soportar el Gobierno Corporativo efectivo	67%	20%	13%
Acción 1E	Las autoridades de supervisión, regulación y responsabilización por el cumplimiento deben tener la autoridad, autonomía, integridad, recursos y capacidad para ejercer sus roles de manera profesional objetiva. Además, su actuación debe ser a tiempo, transparente y bien explicada.	87%	13%	0%
Acción 1F	Las tecnologías digitales pueden aprimorar la supervisión e implementación de los requisitos de GC, pero la supervisión y regulación tiene que estar atenta a los riesgos asociados al uso de esas tecnologías	80%	13%	7%
Acción 1G	La cooperación transfronteriza debe ser ampliada, incluso por acuerdos bilaterales y multilaterales para el intercambio de información	73%	7%	20%
Acción 1H	La estructura regulatoria debe ser clara y garantizar la efectiva supervisión de las compañías listadas/de capital abierto que son parte de grupos empresariales.	93%	7%	0%

Inhibidores Micro al Desarrollo de los Mercados Iberoamericanos y a la Operación Transfronteriza

# del Principio	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Principio 2:	Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propriedad			
Acción 2A	Los derechos básicos del accionista deben incluir el derecho a: 1) métodos seguros de registro de propiedad; 2) transferencia de acciones; 3) obtener información relevante y material sobre la empresa a tiempo y de manera regular; 4) participación y voto en las asambleas de accionistas; 5) elegir o destituir miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva; 6) participación en las ganancias de la empresa; 7) elegir, indica o aprobar el auditor externo.	100%	0%	0%
Acción 2B	Accionistas deben estar debidamente informados sobre, y tienen el derecho a, aprobar o participar en las decisiones respecto a cambios corporativos fundamentales, como: 1) cambios al estatuto, artículos de incorporación u otros documentos similares del gobierno de la empresa; 2) autorización para emisión de nuevas acciones; 3) transacciones extraordinarias, como la transferencia de activos de la empresa que, con efecto, resulten en la venta de la empresa.	100%	0%	0%
Acción 2C	Los accionistas deben tener la oportunidad de participar efectivamente y votar en las Asambleas Generales, y deben estar informados de las reglas, incluso de los procedimientos de voto, que gobiernan las asambleas generales o reuniones generales de accionistas:	100%	0%	0%
2C - 1	- Los accionistas deben estar municiados de información suficiente y a tiempo sobre la fecha, formato, ubicación y agenda de las asambleas o reuniones generales de accionistas, y sobre la información en detalle y a tiempo respecto a las materias que serán decididas en la reunión	93%	7%	0%
2C - 2	- Las asambleas / reuniones generales de accionistas deben tener procesos, formatos y procedimientos que ofrezcan el derecho equitativo entre todos los accionistas. Los procedimientos no pueden ser difíciles o caros para que un accionista	87%	7%	7%
2C - 3	- Las asambleas / reuniones generales de accionistas deben permitir el voto remoto para accionistas en otras jurisdicciones de manera a facilitar la involucración del accionista con la empresa y reducir costos de participación. Las reuniones tienen que	67%	27%	7%
2C - 4	- Los accionistas deben tener la oportunidad de hacer preguntas al Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva, incluso respecto a la auditoría externa, de incluir temas a la agenda de la asamblea / reunión general de accionistas y proponer resoluciones, desde que estén sujetas al límite de la razonabilidad.	93%	0%	7%
2C - 5	- La participación efectiva de los accionistas en las decisiones clave del gobierno corporativo, como la indicación y elección de miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva, debe ser facilitada. Accionistas deben poder hacer sus consideraciones, incluso por medio de sus votos en las asambleas/reuniones generales de accionistas respecto a la remuneración del Directorio/Consejo de	73%	13%	13%
2C - 6	- Los accionistas deben poder votar personalmente o en su ausencia (in absentia), y el poder de voto debe ser igual al voto personalmente o en su ausencia (in absentia).	87%	7%	7%
2C - 7	- Impedimentos al voto transfronterizo deben ser eliminados	80%	7%	13%
Acción 2D	Accionistas, incluyendo los inversionistas institucionales, deben poder consultarse entre ellos respecto a las materias básicas de sus derechos como accionistas según lo	79%	7%	14%
Acción 2E	Los accionistas de la misma clase de acciones deben ser tratados igualmente. Todos los accionistas deben tener información sobre los derechos respecto a las series y clases de acciones antes de comprarlas. Cualquier cambio en el derecho económico o derecho de voto sobre las clases y series de acciones deben ser aprobados por	93%	7%	0%
Acción 2F	Las transacciones con partes relacionadas deben ser aprobadas y conducidas de manera que garantice el manejo adecuado de los conflictos de interés y proteja los intereses de la compañía y de sus accionistas	100%	0%	0%
2F - 1	- Los conflictos de interés inherentes en transacciones con partes relacionadas deben ser abordados	100%	0%	0%
2F - 2	- Los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y los Ejecutivos Principales deben divulgar al mismo Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva si tienen interés material en cualquier transacción o tema que afecte la empresa, sea este el interés directo, indirecto o en beneficio de otras partes.	93%	0%	7%
Acción 2G	Accionistas minoritarios deben estar protegidos de actos abusivos o que estén para el interés de accionistas controladores, actuando directamente o indirectamente, y deben tener el derecho a reparación. La autonegociación debe estar prohibida.	73%	13%	13%
Acción 2H	Operaciones en el mercado para el control de empresas deben funcionar de manera eficiente y transparente	100%	0%	0%
2H - 1	- Las reglas y procedimientos que gobiernan la adquisición del control de empresas en mercado de capitales, como las transacciones de fusión, y las ventas de porciones relevantes de los activos de las empresas, deben ser claramente estructuradas y divulgadas para que inversionistas entiendan sus derechos y recursos. Las transacciones deben ser realizadas con transparencia de precios y bajo condiciones justas que protejan el derecho de todos los accionistas según su clase de acciones.	93%	0%	7%
2H - 2	- Mecanismos contra takeovers (compra completa) no deben ser utilizadas para eximir o proteger los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y los Ejecutivos Principales de sus responsabilizaciones.	80%	0%	20%

# del Principio	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Principio 3:	Inversionistas Institucionales, Mercados d Acciones y Otros Intermediarios			
Acción 3A	La estructura de GC debe facilitar y apoyar la involucración de inversionistas institucionales con sus empresas invertidas. Inversionistas institucionales, en su capacidad fiduciaria, deben divulgar sus políticas de GC y de voto respecto a sus inversiones, incluidos procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones sobre el uso de sus derechos de voto.c deben ofrecer mecanismos adicionales para alentar esa participación activa.	60%	27%	13%
Acción 3B	Los votos deben ser emitidos por custodiantes o indicados de acuerdo a las instrucciones de los beneficiarios finales de tales acciones	87%	7%	7%
Acción 3C	Inversionistas institucionales actuando en su capacidad fiduciaria deben divulgar como manejan los conflictos de interés que pueden afectar el ejercicio de los derechos clave sobre sus inversiones.	73%	7%	20%
Acción 3D	La estructura de GC debe requerir que entidades y profesionales que hacen analisis o recomendaciones respecto a decisiones de inversion, como 'proxy advisors', analistas, corredores de bolsa, empresas de rating ESG, empresas de datos, agencias de riesgo de crédito e proveedores de indices, si regulados, deben divulgar y minimizar los conflictos de interés que puedan comprometer la integridad de su analisis o recomendación. Las metodologías utilizadas por agencias de rating ESG y proveedores de datos, agencias de riesgo de crédito, proveedores de indices y 'proxy advisors' deben ser transparentes y disponibles al público.	73%	20%	7%
Acción 3E	La negociación con "insider trading" o manipulación de mercado deben ser prohibidos y las reglas aplicables deben ser aplicadas	100%	0%	0%
Acción 3F	Las compañías listadas en bolsas distintas de su jurisdicción sede deben claramente divulgar las leyes y regulaciones de GC que tienen aplicadas. En caso de listados cruzados - es decir, en más de un mercado - los criterios y procedimiento para reconocimiento de los requisitos para listado para colocación primaria deben ser transparentados y documentados.	67%	13%	20%
Acción 3G	Los mercados de acciones deben proveer mecanismos eficientes y justos de formación de precios como forma de promover el efectivo GC	100%	0%	0%

# del Principio	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Principio 4:	Divulgación y Transparencia			
Acción 4A	Divulgación debe incluir, y no limitarse a, información material a:			
4A - 1	- Los resultados financieros y operacionales de la compañía	93%	0%	7%
4A - 2	- Información sobre los objetivos y sostenibilidad de la compañía	73%	20%	7%
4A - 3	- Estructura de Capital, estructura de grupo empresarial y sus acuerdos de control	93%	7%	0%
4A - 4	- La participación de los mayores detentores del capital de la compañía, incluso sus beneficiarios finales y derechos de voto correspondientes	71%	7%	21%
4A - 5	- Información respecto a la composicion del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y sus miembros, incluyendo sus calificaciones, proceso de selección, participación en directorios de otras empresas y si actúan como consejeros o directores independientes	86%	14%	0%
4A - 6	- Remuneración de los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva y de los Ejecutivos principales	64%	14%	21%
4A - 7	- Transacciones con partes relacionadas	86%	0%	14%
4A - 8	- Factores de riesgo previstos	79%	7%	14%
4A - 9	- Estructuras y políticas de gobierno, incluyendo la extensión del cumplimiento de códigos y políticas nacionales de gobierno corporativo y su proceso de implementación	79%	14%	7%
4A - 10	- Contratos de deuda, incluyendo el riesgo de no cumplimiento de pactos	71%	7%	21%
Acción 4B	La información debe ser preparada y divulgada de acuerdo a prácticas internacionales de contabilidad y divulgación de informaciones	100%	0%	0%
Acción 4C	Una auditoria externa anual debe ser conducida por un auditor independiente, calificado y competente de acuerdo con estándares internacionales de auditoria, ética e independencia, de manera a ofrecer confirmación razonable al Directorio y Accionista sobre la forma en que los reportes financieros son preparados en todos sus temas materiales, de acuerdo con la estructura de reporte financiero.	100%	0%	0%
Acción 4D	Los auditores externos deben rendir cuentas ante los accionistas y tener un deber para con la compañía,	93%	7%	0%
Acción 4E	Los canales de difusión de información deben ofrecer servicios equitativos, oportunos y con costos razonables a los inversionistas	86%	14%	0%

# del Principio	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Principio 5:	Las Responsabilidades del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva			
Acción 5A	Los miembros del Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva deben actuar sobre una base plenamente informada, de buena fe, con la debida diligencia y en el mejor interés de la compañía, bien como de los accionistas, teniendo en cuenta los intereses de las partes interesadas.	92%	8%	0%
5A - 1	- Los miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva deben estar protegidos de eventuales litigancias respecto a decisiones que hayan sido tomadas de buena fé y con la debida diligencia	71%	21%	7%
Acción 5B	Cuando decisiones del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva afecten distintos grupos de accionistas de manera diferente, el El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe tratar todos los accionistas con justicia	100%	0%	0%
Acción 5C	El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe aplicar altos estándares éticos	93%	7%	0%
Acción 5D	El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe actuar en funciones clave, incluyendo:	100%	0%	0%
5D - 1	Revisar y orientar la estrategia corporativa, los principales planes de acción, los presupuestos anuales y los planes de negocios, establecer objetivos de desempeño; monitorear la implementación y el desempeño corporativo y supervisar los principales gastos, adquisiciones y desinversiones	93%	7%	0%
5D - 2	- Revisar y hacer el assessment de las políticas y procedimientos de gestión de	75%	25%	0%
5D - 3	- Monitorear la efectividad de las prácticas de GC de la compañía y hacer cambios cuando sea necesario	86%	14%	0%
5D - 4	- Seleccionar, supervisar y monitorear el desempeño de los Ejecutivos Principales y, cuando necesario, reemplazándolos y supervisando la planificación de la sucesión	64%	36%	0%
5D - 5	- Alinear la remuneración clave de los ejecutivos principales y de los miembros del Directorio, Consejo de Administración o Junta Directiva con los intereses a más largo plazo de la compañía y sus accionistas.	79%	21%	0%
5D - 6	- Garantizar un proceso de elección y nominación formal y transparente de los miembros del directorio, consejo de administración y junta directiva	79%	21%	0%
5D - 7	- Seguimiento y gestión de posibles conflictos de intereses de la administración y los miembros del directorio, consejo de administración o junta directiva y accionistas, incluido el uso indebido de activos corporativos y el abuso en transacciones con partes relacionadas	71%	21%	7%
5D - 8	- Garantizar la integridad de la contabilidad y de divulgación de información de la compañía, incluida la auditoría externa independiente, y que existan sistemas de control adecuados, en cumplimiento con la ley y las normas.	86%	14%	0%
5D - 9	- Supervisar el proceso de divulgación y comunicaciones	79%	21%	0%
Acción 5E	El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe estar apto a ejercer el juicio independiente en temas corporativos	86%	14%	0%
5E - 1	- El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe considerar asignar un número suficiente de miembros independientes, con capacidad de ejercer un juicio independiente en tareas en las que existe potencial conflicto de interés. Ejemplos de tales responsabilidades son garantizar la integridad de los reportes financieros y corporativos, la revisión de transacciones con partes relacionadas y el nombramiento y remuneración de miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva y de los Ejecutivos Principales	86%	14%	0%
5E - 2	- El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe considerar la creación de comités consultivos especializados para apoyar el pleno desempeño de sus funciones, en particular el comité de auditoría para supervisar divulgación, controles internos y asuntos relacionados con la auditoría. Otros comités, como el de remuneraciones, nominación o gestión de riesgos, pueden brindar apoyo dependiendo del tamaño, estructura, complejidad y perfil de riesgo. Su mandato, composición y procedimientos de trabajo deben ser bien definido y divulgado por el Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva, que sigue manteniendo completa responsabilidad de sus actos y decisiones	79%	21%	0%
5E - 3	- Los miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva deben estar aptos a comprometerse efectivamente por sus responsabilidades	93%	7%	0%
5E - 4	- El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe realizar evaluaciones periódicas para valorar su desempeño y evaluar si posee la combinación adecuada de experiencias y competencias, incluso con respecto a género y otras formas de diversidad	79%	14%	7%
Acción 5F	Para el ejercicio pleno de sus responsabilidades, los miembros del Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva deben tener acceso a información correcta, relevante y a tiempo	93%	7%	0%
Acción 5G	Cuando se exige representación de los colaboradores en el Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva, se deben desarrollar mecanismos para el acceso a la información y a la preparación de esos representantes, de modo que la representación se ejerza de manera efectiva y contribuya mejor a la mejora de las habilidades de la junta directiva, información e independencia	64%	14%	21%

# del Principio	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Principio 6:	Sostenibilidad y Resiliencia			
Acción 6A	La divulgación relacionada con la sostenibilidad debe ser consistente, comparable y confiable, e incluir información material retrospectiva y prospectiva que un inversionista razonable consideraría importante al tomar una decisión de inversión o votación	44%	44%	11%
6A - 1	- La información relacionada con la sostenibilidad podría considerarse material si puede influenciar en la evaluación que hace un inversionista respecto al valor, inversión o votación de la compañía	71%	21%	7%
6A - 2	- La estructura de la divulgación de sostenibilidad deben ser consistentes con alta calidad, ser comprensible, aplicables y reconocidas internacionalmente que faciliten la comparabilidad entre empresas y mercados.	50%	43%	7%
6A - 3	- Debe haber conexión entre la divulgación de temas de sostenibilidad, informes financieros y otra información corporativa.	57%	29%	14%
6A - 4	- Si una compañía establece públicamente una meta u objetivo sostenible, la estructura de divulgación debe disponer que métricas fiables con divulgación periódica en formato fácilmente accesible para permitir los inversionistas evaluar la credibilidad y el progreso hacia el cumplimiento de la meta u objetivo anunciado.	57%	29%	14%
6A - 5	- La adopción gradual de requisitos para las certificaciones de aseguramiento anuales por parte de un proveedor de certificación independiente, competente y calificado, reconocido con alta calidad y estándares internacionales con el fin de proporcionar una evaluación externa y objetiva de la divulgación de información de sostenibilidad de la compañía.	43%	29%	29%
Acción 6B	La estructura de GC debe permitir el diálogo entre una empresa, sus accionistas y partes interesadas para intercambiar puntos de vista sobre cuestiones de sostenibilidad relevantes para la estrategia corporativa y evaluación de los asuntos materiales.	56%	33%	11%
6B - 1	- Cuando la estructura de GC permita que las compañías adopte políticas corporativas que incorporen objetivos de lucro como de beneficio público, tales estructuras deben considerar los derechos de los accionistas disidentes.	67%	8%	25%
Acción 6C	La estructura de GC debe garantizar que el Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva considere adecuadamente los riesgos y oportunidades materiales de sostenibilidad al cumplir con sus funciones clave de revisión, monitoreo y orientación de las las prácticas de gobierno de la compañía, divulgación, estrategia, gestión de riesgos y controles internos, incluso con respecto a los riesgos físicos y de transición relacionados con el clima.	45%	45%	9%
6C - 1	- Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva debe garantizar que las actividades de representación por lobby de la compañía son coherentes con sus objetivos y metas de sostenibilidad	50%	21%	29%
6C - 2	- Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva debe evaluar si la estructura de capital de la compañía es compatible con los objetivos estratégicos y su apetito a riesgo de manera a garantizar su resiliencia a distintos escenarios	85%	8%	8%
Acción 6D	La estructura de GC debe considerar derechos, roles e intereses de partes interesadas y promover la cooperación activa entre compañías, accionistas y partes interesadas para la creación de valor, empleos de calidad y compañías sostenibles y resilientes.	80%	10%	10%
6D - 1	- Los derechos de las partes interesadas son definidas por Ley o por acuerdos mutuos que son respetados	71%	21%	7%
6D - 2	- Cuando partes interesadas son prtegidas por Ley, las partes relacionadas deben tener la portunidad de obtener compensación por la violación de los derechos a un costo relacionados y sin demora excesiva.	71%	14%	14%
6D - 3	- Debe ser permitido que los mecanismos para la participación de colaboradores sean desarrollados	62%	8%	31%
6D - 4	- Cuando partes interesadas participan del proceso de GC, ellos deben tener acceso a información relevante, soficiente, confiable en base regular y a tiempo	71%	14%	14%
6D - 5	- Las partes interesadas, incluidos los trabajadores individuales y sus órganos representativos, deberían poder comunicar libremente sus inquietudes sobre prácticas ilegales o poco éticas a Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva o a las autoridades públicas competentes, y sus derechos no deberían verse comprometidos por ello.	64%	36%	0%
6D - 6	- El ejercicio del derecho de los detentores de bonos de compañías listadas debiera ser facilitado	86%	7%	7%
6D - 7	- La estructura de GC debe ser complementada por una efectiva y eficiente estructura de falencias con el efectivo derecho de los acreedores	46%	15%	38%

RESPUESTAS DE LAS ADHESIONES A LOS LINEAMIENTOS DE LA CAF

	I. PROPIEDAD DE LA EMPRESA	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
Lineamiento 1	Acuerdos de socios			
Aclaración respecto al Lineamiento 1	En las fases iniciales de la empresa, es importante que los socios definan los acuerdos de gobierno asociados con, sus interacciones, cómo se valoran sus aportes y participaciones, así como la gestión en los cambios en la estructura de propiedad, entre otros aspectos.	71%	0%	12%
Lineamiento 2	Paridad de trato			
Aclaración respecto al Lineamiento 2	La empresa debe reconocer el principio de igualdad de trato en el relacionamiento con los accionistas, atendiendo las diferencias entre los tipos de accionistas. Esto no puede suponer la obtención de información privilegiada para uno o varios accionistas en detrimento del resto de accionistas que conforman el capital social.	76%	0%	0%
Lineamiento 3	Mecanismos de comunicación con los accionistas e inversores			
Aclaración respecto al Lineamiento 3	En función de su tamaño, necesidades y estructura de capital, la empresa debe implementar mecanismos permanentes de comunicación con los accionistas e inversores, que les permitan acceder a información sobre el desempeño de la	76%	0%	6%
Lineamiento 4	Arbitraje			
Aclaración respecto al Lineamiento 4	Los Estatutos de la empresa deben incluir una cláusula compromisoria que establezca las reglas para dirimir las diferencias entre diferentes actores de gobierno (accionistas y Directorio), para impugnar los acuerdos de la Asamblea o exigir la responsabilidad a los Directores.	59%	18%	6%
Lineamiento 5	Responsabilidades y atribuciones de la Asamblea General de Accionistas			
Aclaración respecto al Lineamiento 5	Los Estatutos de la empresa deben reconocer a la Asamblea General de Accionistas como órgano supremo de gobierno de la empresa; y definir expresamente sus funciones, responsabilidades y atribuciones, especificando aquellas que resulten indelegables.	76%	6%	0%
Lineamiento 6	Reglas de funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas			
Aclaración respecto al Lineamiento 6	La Asamblea General de Accionistas debe contar con un cuerpo de reglas de carácter vinculante (vía Reglamento de la Asamblea General de Accionistas o por lo menos a nivel de Estatutos) en las cuales se definan de manera expresa los lineamientos y disposiciones relativas a su funcionamiento.	65%	12%	6%
Lineamiento 7	Quórum y mayorías especiales			
Aclaración respecto al Lineamiento 7	Los Estatutos deben establecer un quorum y mayorías generales y especiales para la toma de ciertas decisiones asociadas con asuntos sensibles o materiales que impactan a la empresa.	82%	0%	0%
Lineamiento 8	Lineamiento No. 8: Reconocimiento de derechos especiales de los Accionistas			
Aclaración respecto al Lineamiento 8	Los Estatutos Sociales y otros documentos societarios (tipo de acuerdos de accionistas) deben expresamente recoger los derechos que asisten a los accionistas en particular en relación con la toma de ciertas decisiones materiales para la empresa.	76%	0%	6%

	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
	II. DIRECTORIO			
Lineamiento 9	Estructura y conformación del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 9	El Directorio de la empresa debe contar con una estructura que se ajuste al tamaño de la organización, a su realidad de negocio, sus principales desafíos estratégicos, a la vez que le permita cumplir adecuadamente con sus responsabilidades.	76%	6%	0%
Lineamiento 10	Número mínimo de Directores Independientes y definición de independencia			
Aclaración respecto al Lineamiento 10	El Directorio debe contar con miembros independientes, cuyo número corresponda al tamaño y necesidades del cuerpo colegiado, de forma que se aseguren procesos de toma de decisiones con suficiente objetividad para velar por el mejor interés de la empresa.	71%	12%	0%
Lineamiento 11	Proceso de designación de Directores			
Aclaración respecto al Lineamiento 11	La empresa debe contar con un procedimiento aprobado por la Asamblea General de Accionistas, en el cual se definan las reglas y requisitos para la designación y remoción de los Directores. Este proceso debe considerar lineamientos en materia de postulación, verificación de calidades y elección de quienes aspiren a ser parte de cuerpo colegiado.	71%	12%	0%
Lineamiento 12	Comités del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 12	El Directorio, en función de su tamaño y necesidades, puede constituir Comités especializados que le permitan un mejor desempeño de sus funciones.	76%	6%	0%
Lineamiento 13	Responsabilidades del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 13	Los Estatutos Sociales y/o el Reglamento del Directorio deben recoger expresamente las funciones y responsabilidades del Directorio.	71%	12%	0%
Lineamiento 14	Reglamento del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 14	El Directorio debe contar con un Reglamento que recoja las reglas para su funcionamiento y las expectativas de actuación de los Directores, que sea de carácter vinculante para los miembros del cuerpo colegiado.	71%	12%	0%
Lineamiento 15	Sobre la dinámica y efectividad del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 15	Es importante que el Directorio identifique sus diferentes momentos, los componentes que contribuyen a su efectividad, de modo que los gestione adecuadamente en beneficio de procesos de toma de decisiones directivas con calidad.	65%	12%	0%
Lineamiento 16	Causales de cesación de los Directores			
Aclaración respecto al Lineamiento 16	Los Estatutos deben fijar las causales por las que se puede cesar a los Directores, así como su obligación de presentar la dimisión si dejaran de cumplir las condiciones para su designación o puedan causar un daño al prestigio o buen nombre de la empresa.	65%	18%	0%
Lineamiento 17	Remuneración del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 17	La empresa debe formalizar un modelo público de remuneración del Directorio, aprobado por la Asamblea General de Accionistas (vía una Política de Remuneración del Directorio), que considere las condiciones de mercado, las necesidades de tiempo requeridas para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores.	41%	29%	12%
Lineamiento 18	Plan de trabajo y órdenes del día			
Aclaración respecto al Lineamiento 18	Debe existir una adecuada planificación del Directorio mediante la adopción, de un plan de trabajo anual, bajo el liderazgo del Presidente del Directorio. De igual manera el trabajo coordinado entre el Presidente del Directorio con el Ejecutivo Principal en la elaboración del contenido de los órdenes del día para cada sesión.	71%	12%	0%
Lineamiento 19	Evaluación del Directorio y sus Comités			
Aclaración respecto al Lineamiento 19	El Directorio debe realizar anualmente una evaluación de su desempeño, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados.	53%	12%	12%

	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
	III. ALTA GERENCIA			
Líneamiento 20	Nombramiento y cese del Ejecutivo Principal			
Aclaración respecto al Líneamiento 20	Los procesos de nombramiento y cese del Ejecutivo Principal son funciones que le corresponden al Directorio.	82%	0%	18%
Líneamiento 21	Designación y cese de los miembros de la Alta Gerencia			
Aclaración respecto al Líneamiento 21	Los procesos de nombramiento y cese de los miembros de la Alta Gerencia son funciones que le corresponden al Ejecutivo Principal.	71%	0%	24%
Líneamiento 22	Gestión de los riesgos de sucesión a nivel de la Alta Gerencia			
Aclaración respecto al Líneamiento 22	La empresa debe identificar sus principales riesgos de sucesión o transición a nivel de la Alta Gerencia, y adoptar mecanismos para su efectiva administración.	59%	18%	18%
Líneamiento 23	Compromisos con la diversidad			
Aclaración respecto al Líneamiento 23	Los principales tomadores de decisión de la empresa, y en particular el Directorio, debe comprometerse, a través de una Política de Diversidad, con la adopción de medidas efectivas que aseguren condiciones para conformar al equipo de la Alta Gerencia bajo principios de idoneidad y diversidad.	41%	24%	18%
Líneamiento 24	Modelo de incentivos a nivel del equipo de la Alta Gerencia			
Aclaración respecto al Líneamiento 24	La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite una alineación del equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño, la visión de largo plazo y el propósito de la organización.	53%	24%	18%
Líneamiento 25	Evaluación del Ejecutivo Principal y de la Alta Gerencia			
Aclaración respecto al Líneamiento 25	La empresa debe implementar mecanismos de evaluación anual del Ejecutivo Principal y de la Alta Gerencia en aras de asegurar un monitoreo efectivo de su labor y la promoción de una cultura de mejora continua y rendición de cuentas.	65%	12%	18%

	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
	IV. SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA			
Lineamiento 26	La definición del propósito empresarial y estrategia de sostenibilidad son responsabilidad del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 26	El Directorio debe asegurarse que la empresa está comprometida públicamente con un propósito empresarial que guía sus actuaciones, y está orientada a la creación de valor a largo plazo para sus grupos de interés. De igual manera debe ser responsable de definir el enfoque y estrategia, en los aspectos sociales, ambientales y de cambio climático, considerando los impactos que sobre estas materias tengan las actividades de la empresa. De tal forma que la organización desarrolle herramientas y mecanismos que le permitan gestionar de manera efectiva los riesgos derivados.	59%	18%	6%
Lineamiento 27	El Directorio debe considerar los aspectos ambientales sociales, de gobernanza (ASG) y de cambio climático para la conformación de Comités que le apoyen en abordar de manera más detallada estos			
Aclaración respecto al Lineamiento 27	Las responsabilidades del Directorio asociadas con aspectos ASG y de cambio climático, pueden ser asignadas a uno o varios Comités específicamente creados para el efecto, como lo puede ser un Comité de Sostenibilidad, aunque también pueden atribuirse a otro Comité ya existente, o ser asumidas por el propio Directorio.	53%	12%	18%
Lineamiento 28	Seguimiento al desempeño del sistema ASG - ambiental social y de gobernanza y de cambio climático			
Aclaración respecto al Lineamiento 28	La empresa debe adoptar mecanismos para hacer seguimiento periódico de las estrategias y políticas de la organización en materia ASG y de cambio climático, de tal forma que asegure un oportuno proceso de toma de decisiones.	53%	18%	12%
Lineamiento 29	Gestión de riesgos referentes a la exposición a factores ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) y cambio climático			
Aclaración respecto al Lineamiento 29	La empresa debe considerar en su estrategia, un sistema integral de gestión de riesgos y en su Política de Gestión de Riesgos la identificación, evaluación, gestión y supervisión de riesgos asociados a la exposición a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y cambio climático.	41%	18%	24%
Lineamiento 30	Revelación de información en materia de factores ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) y cambio			
Aclaración respecto al Lineamiento 30	La empresa debe asegurar mecanismos para revelar de manera oportuna y suficiente la información asociada con sus estrategias y cumplimiento de metas ambientales y sociales, así como las relacionadas a la adaptación y mitigación de riesgos asociados al cambio climático.	47%	12%	24%
Lineamiento 31	Composición del Directorio bajo principios de sostenibilidad corporativa			
Aclaración respecto al Lineamiento 31	Con el fin de que el Directorio pueda asumir sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad y genere valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG, deben considerarse aspectos de conformación, remuneración y seguimiento.	25%	13%	44%
Lineamiento 32	Visualización de los derechos, roles e intereses de los stakeholders			
Aclaración respecto al Lineamiento 32	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe considerar los derechos, roles e intereses de los stakeholders, y alentar la cooperación activa entre la empresa, sus accionistas y demás grupos de interés con el objetivo de generar valor para los accionistas, empleos sostenibles y empresas resilientes.	59%	6%	18%
Lineamiento 33	Promoción del diálogo entre Directores, ejecutivos clave, accionistas y stakeholders			
Aclaración respecto al Lineamiento 33	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe promover el diálogo entre Directores, ejecutivos clave, accionistas y stakeholders para intercambiar puntos de vista sobre cuestiones de sostenibilidad identificados como relevantes para la estrategia de la empresa y la evaluación de qué asuntos deben considerarse materialmente significativos.	47%	18%	18%
Lineamiento 34	El gobierno corporativo de la empresa como facilitador del ejercicio de los derechos de los tenedores de			
Aclaración respecto al Lineamiento 34	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe facilitar el ejercicio de los derechos de los tenedores de bonos, en particular los intereses de los tenedores de bonos minoritarios.	47%	6%	18%
Lineamiento 35	Divulgación de la cultura de gobierno corporativo y ética empresarial a sus grupos de interés			
Aclaración respecto al Lineamiento 35	La divulgación de la cultura de gobierno corporativo de la empresa, sus principios éticos y de integridad empresarial, a los diversos grupos de interés, tanto internos como externos, fomenta la efectividad en el cumplimiento de los compromisos y objetivos asumidos por la empresa, y facilita los procesos de rendición de cuentas de sus principales tomadores de decisión.	53%	12%	12%

	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
	V. ARQUITECTURA DE CONTROL			
Lineamiento 36	Principio de autocontrol como pilar de la arquitectura de control de la empresa La empresa debe crear una cultura de control en todos sus niveles.			
Aclaración respecto al Lineamiento 36	El Directorio y la Alta Gerencia son responsables de velar porque todos los empleados de la empresa desarrollen sus actividades bajo el principio de autocontrol y el compromiso con un esquema efectivo de control.	71%	12%	0%
Lineamiento 37	Sistema integral de gestión de riesgos			
Aclaración respecto al Lineamiento 37	El sistema de gobierno corporativo de la empresa debe incorporar estructuras y mecanismos que conformen el sistema integral de gestión de riesgos. De tal forma que la empresa tenga los elementos para identificar, evaluar y administrar las posibles contingencias que puedan impactar su modelo de negocio.	76%	6%	0%
Lineamiento 38	Cultura de gestión de riesgos			
Aclaración respecto al Lineamiento 38	La estructura del sistema de gestión integral de riesgos de la empresa debe permitir la implantación de una cultura de riesgos en todos los niveles de la	76%	6%	0%
Lineamiento 39	Comunicación interna			
Aclaración respecto al Lineamiento 39	El Directorio es responsable que la empresa implemente un sistema de flujo interno de comunicación entre los diferentes niveles de la organización, de la información generada por el proceso de gestión de riesgos y el sistema de control interno.	76%	6%	0%
Lineamiento 40	Gobierno de la información y estrategia de datos			
Aclaración respecto al Lineamiento 40	El Directorio debe velar por la existencia de un adecuado gobierno de la información y una estrategia de datos alineada con la estrategia de la empresa y su modelo de arquitectura de control.	59%	18%	6%
Lineamiento 41	Sobre la gestión de conflictos de interés y operaciones con partes vinculadas			
Aclaración respecto al Lineamiento 41	El Directorio como primer responsable de la cultura ética y de transparencia de la empresa, debe adoptar las políticas y estrategias para la administración de conflictos de interés en todos los niveles de la organización y para la celebración de transacciones con partes relacionadas.	76%	6%	0%
Lineamiento 42	Responsabilidad del Directorio en la arquitectura de control			
Aclaración respecto al Lineamiento 42	El Directorio debe ser el responsable último de definir la arquitectura de control de la empresa (basada en un principio de autocontrol y cumplimiento), y asegurar su efectividad.	71%	12%	0%
Lineamiento 43	Comité de Auditoría del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 43	En función de tamaño del Directorio, y la realidad de la empresa, el cuerpo colegiado debe conformar un Comité de Auditoría que le asista en el seguimiento de la gestión financiera y el desempeño de la empresa, la evaluación de las políticas contables, y la supervisión de la efectividad de los componentes del modelo de control.	71%	6%	6%
Lineamiento 44	Comité de Riesgos del Directorio			
Aclaración respecto al Lineamiento 44	El Directorio es responsable de evaluar, en función del tamaño y realidad de la empresa, la conveniencia de constituir un Comité de Riesgos que lo apoye en el cumplimiento de sus responsabilidades en este frente.	71%	12%	0%
Lineamiento 45	Responsable de la Auditoría Interna de la empresa			
Aclaración respecto al Lineamiento 45	La empresa debe contar con un área o persona responsable de la Auditoría Interna, que sea designado por el Directorio y le reporte directamente a este cuerpo colegiado.	71%	12%	0%
Lineamiento 46	Sobre la Auditoría Externa			
Aclaración respecto al Lineamiento 46	La empresa debe adoptar lineamientos formales para la contratación de la firma de auditoría externa, de forma que se garantice la independencia y autonomía de su rol.	82%	0%	0%

	Detalle	CUMPLE (%)	PA (%)	N/A (%)
	VI. TRANSPARENCIA Y REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA			
Lineamiento 47	Canales y tipo de información a revelar			
Aclaración respecto al Lineamiento 47	En función de su naturaleza, tamaño, complejidad y realidad, la empresa debe definir los canales, qué tipo de información debe revelar, así como las instancias responsables para la revelación de información corporativa hacia los principales grupos de interés.	71%	12%	0%
Lineamiento 48	Política de Revelación de Información			
Aclaración respecto al Lineamiento 48	La empresa debe contar con una Política de Revelación de Información debidamente aprobada por el Directorio, en la cual se recojan los lineamientos y reglas para la divulgación de información a los accionistas y a otros grupos de interés, que debe responder a criterios por encima de los mínimos legalmente establecidos.	59%	24%	0%
Lineamiento 49	Sobre la información financiera de la empresa – los Estados Financieros			
Aclaración respecto al Lineamiento 49	La empresa debe asegurar que sus estados financieros son preparados bajo criterios de seguridad y confiabilidad y ajustándose a los lineamientos recogidos en los estándares internacionales sobre la materia. De tal forma que reflejen de manera precisa la situación económica y financiera de la empresa.	82%	0%	0%
Lineamiento 50	Mecanismos de revelación de información no financiera			
Aclaración respecto al Lineamiento 50	La empresa debe definir el tipo de información no financiera que pondrá a disposición de sus grupos de interés, así como los mecanismos para su revelación	65%	12%	6%

Los Principios y Lineamientos Más Activos			
Principios OCDE		Lineamientos CAF	
La cooperación transfronteriza debe ser ampliada, incluso por acuerdos bilaterales y multilaterales para el intercambio de información	100%	Los Estatutos deben establecer un quorum y mayorías generales y especiales para la toma de ciertas decisiones asociadas con asuntos sensibles o materiales que impactan a la empresa.	82%
La estructura regulatoria debe ser clara y garantizar la efectiva supervisión de las compañías listadas/de capital abierto que son parte de parte de grupos empresariales.	100%	Los procesos de nombramiento y cese del Ejecutivo Principal son funciones que le corresponden al Directorio.	82%
Los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y Funciones Clave de Propiedad	100%	La empresa debe contar con un área o persona responsable de la Auditoría Interna, que sea designado por el Directorio y le reporte directamente a este cuerpo colegiado.	82%
- Impedimentos al voto transfronterizo deben ser eliminados	100%	La empresa debe asegurar que sus estados financieros son preparados bajo criterios de seguridad y confiabilidad y ajustándose a los lineamientos recogidos en los estándares internacionales sobre la materia. De tal forma que reflejen de manera precisa la situación económica y financiera de la empresa.	82%
Accionistas, incluyendo los inversionistas institucionales, deben poder consultarse entre ellos respecto a las materias básicas de sus derechos como accionistas según lo definido en los Principios, sujeto a excepciones de manera a prevenir abusos.	100%	La empresa debe reconocer el principio de igualdad de trato en el relacionamiento con los accionistas, atendiendo las diferencias entre los tipos de accionistas. Esto no puede suponer la obtención de información privilegiada para uno o varios accionistas en detrimento del resto de accionistas que conforman el capital social.	76%
- Los conflictos de interés innerentes en transacciones con partes relacionadas deben ser abordadas	100%	En función de su tamaño, necesidades y estructura de capital, la empresa debe implementar mecanismos permanentes de comunicación con los accionistas e inversores, que les permitan acceder a información sobre el desempeño de la organización.	76%
La negociación con "insider trading" o manipulación de mercado deben ser prohibidos y las reglas aplicables deben ser aplicadas	100%	Los Estatutos Sociales y otros documentos societarios (tipo de acuerdos de accionistas) deben expresamente recoger los derechos que asisten a los accionistas en particular en relación con la toma de ciertas decisiones materiales para la empresa.	76%
Los mercados de acciones deben proveer mecanismos eficientes y justos de formación de precios como forma de promover el efectivo GC	100%	El Directorio de la empresa debe contar con una estructura que se ajuste al tamaño de la organización, a su realidad de negocio, sus principales desafíos estratégicos, a la vez que le permita cumplir adecuadamente con sus responsabilidades.	76%
La información debe ser preparada y divulgada de acuerdo a prácticas internacionales de contabilidad y divulgación de informaciones	100%	El Directorio, en función de su tamaño y necesidades, puede constituir Comités especializados que le permitan un mejor desempeño de sus funciones.	76%
Una auditoría externa anual debe ser conducida por un auditor independiente, calificado y competente de acuerdo con estándares internacionales de auditoría, ética e independencia, de manera a ofrecer confirmación razonable al Directorio y Accionista sobre la forma en que los reportes financieros son preparados en todos sus temas materiales, de acuerdo con la estructura de reporte financiero.	100%	El sistema de gobierno corporativo de la empresa debe incorporar estructuras y mecanismos que conformen el sistema integral de gestión de riesgos. De tal forma que la empresa tenga los elementos para identificar, evaluar y administrar las posibles contingencias que puedan impactar su modelo de negocio.	76%
Cuando decisiones del Directorio / Junta Directiva afecten distintos grupos de accionistas de manera diferente, el El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe tratar todos los accionistas con justicia	100%	El Directorio es responsable que la empresa implemente un sistema de flujo interno de comunicación entre los diferentes niveles de la organización, de la información generada por el proceso de gestión de riesgos y el sistema de control interno.	76%
El Directorio / Consejo de Administración / Junta Directiva debe actuar en funciones clave	100%	El Directorio como primer responsable de la cultura ética y de transparencia de la empresa, debe adoptar las políticas y estrategias para la administración de conflictos de interés en todos los niveles de la organización y para la celebración de transacciones con partes relacionadas.	76%

Los Principios y Lineamientos Menos Adoptados			
Principios OCDE		Lineamientos CAF	
- La adopción gradual de requisitos para las certificaciones de aseguramiento anuales por parte de un proveedor de certificación independiente, competente y calificado, reconocido com alta calidad y estándares internacionales con el fin de proporcionar una evaluación externa y objetiva de la divulgación de información de sostenibilidad de la compañía.	43%	Con el fin de que el Directorio pueda asumir sus responsabilidades bajo principios de sostenibilidad y genere valor en un entorno que le exige mayores responsabilidades en materia ASG , deben considerarse aspectos de conformación, remuneración y seguimiento.	25%
La divulgación relacionada con la sostenibilidad debe ser consistente, comparable y confiable, e incluir información material retrospectiva y prospectiva que un inversionista razonable consideraría importante al tomar una decisión de inversión o votación	44%	La empresa debe formalizar un modelo público de remuneración del Directorio, aprobado por la Asamblea General de Accionistas (vía una Política de Remuneración del Directorio), que considere las condiciones de mercado, las necesidades de tiempo requeridas para ejercer el cargo y el nivel de responsabilidades de los Directores.	41%
La estructura de GC debe garantizar que el Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva considere adecuadamente los riesgos y oportunidades materiales de sostenibilidad al cumplir con sus funciones clave de revisión, monitoreo y orientación de las las prácticas de gobierno de la compañía, divulgación, estrategia, gestión de riesgos y controles internos, incluso con respecto a los riesgos físicos y de transición relacionados con el clima.	45%	Los principales tomadores de decisión de la empresa, y en particular el Directorio, debe comprometerse, a través de una Política de Diversidad , con la adopción de medidas efectivas que aseguren condiciones para conformar al equipo de la Alta Gerencia bajo principios de idoneidad y diversidad.	41%
- La estructura de GC debe ser complementada por una efectiva y eficiente estructura de falencias con el efectivo derecho de los acreedores	46%	La empresa debe asegurar mecanismos para revelar de manera oportuna y suficiente la información asociada con sus estrategias y cumplimiento de metas ambientales y sociales , así como las relacionadas a la adaptación y mitigación de riesgos asociados al cambio climático.	47%
- La estructura de la divulgación de sostenibilidad deben ser consistentes con alta calidad, ser comprensible, aplicables y reconocidas internacionalmente que faciliten la comparabilidad entre empresas y mercados.	50%	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe promover el diálogo entre Directores, ejecutivos clave, accionistas y stakeholders para intercambiar puntos de vista sobre cuestiones de sostenibilidad identificados como relevantes para la estrategia de la empresa y la evaluación de qué asuntos deben considerarse materialmente significativos .	47%
- Directorio/Consejo de Administración/Junta Directiva debe garantizar que las actividades de representación por lobby de la compañía son coherentes con sus objetivos y metas de sostenibilidad	50%	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe facilitar el ejercicio de los derechos de los tenedores de bonos , en particular los intereses de los tenedores de bonos minoritarios.	47%
La estructura de GC debe permitir el diálogo entre una empresa, sus accionistas y partes interesadas para intercambiar puntos de vista sobre cuestiones de sostenibilidad relevantes para la estrategia corporativa y evaluación de los asuntos materiales .	56%	El modelo de gobierno corporativo de la empresa debe facilitar el ejercicio de los derechos de los tenedores de bonos , en particular los intereses de los tenedores de bonos minoritarios.	47%
- Debe haber conexión entre la divulgación de temas de sostenibilidad , informes financieros y otra información corporativa.	57%	El Directorio debe realizar anualmente una evaluación de su desempeño, que incorpore diferentes metodologías (autoevaluación o evaluación con facilitador externo) y que prevea un sistema de seguimientos periódicos de sus resultados .	53%
- Si una compañía establece públicamente una meta u objetivo sostenible , la estructura de divulgación debe disponer que métricas fiables con divulgación periódica en formato fácilmente accesible para permitir los inversionistas evaluar la credibilidad y el progreso hacia el cumplimiento de la meta u objetivo anunciado .	57%	La empresa debe contar con un modelo de incentivos para el equipo de la Alta Gerencia, aprobado por el Directorio, que facilite una alineación del equipo ejecutivo con los objetivos de desempeño, la visión de largo plazo y el propósito de la organización.	53%
La estructura de GC debe facilitar y apoyar la involucración de inversionistas institucionales con sus empresas invertidas. Inversionistas institucionales, en su capacidad fiduciaria, deben divulgar sus políticas de GC y de voto respecto a sus inversiones, incluidos procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones sobre el uso de sus derechos de voto y deben ofrecer mecanismos adicionales para alentar esa participación activa.	60%	La divulgación de la cultura de gobierno corporativo de la empresa, sus principios éticos y de integridad empresarial, a los diversos grupos de interés, tanto internos como externos, fomenta la efectividad en el cumplimiento de los compromisos y objetivos asumidos por la empresa, y facilita los procesos de rendición de cuentas de sus principales tomadores de decisión.	53%