



“Desafíos para la Implementación del Pasaporte Internacional de Fondos de Inversión en el Mercado Integrado Latinoamericano”

Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener el grado de Maestro en Administración por:

Enzo Renato Barcelli Morales

Luis De La Torre Ugarte Gastañaga

Piero Iriverren León

María Gabriela Portugal Estrada

Programa de Maestría en Administración a Tiempo Parcial 62-1

Lima, 08 de marzo del 2019

CAPITULO I – INTRODUCCIÓN

La región de América Latina, de acuerdo con información publicada por el Banco Mundial¹, ha mantenido niveles de inversión históricamente bajos en comparación con otras regiones del mundo, incluso de aquellas en vías de desarrollo. Al año 2017, mientras que la región² registraba una tasa de inversión de 19.01%, Asia emergente³ alcanzaba un 33.66%.

Existen varios factores que hacen de este un mercado poco atractivo para los partícipes locales y para posibles capitales extranjeros: poca liquidez, inversiones mínimas, estandarización entre los lineamientos normativos y tributarios, así como una regulación insuficiente y altos gastos de administración cobrados por los principales fondos del sistema, son algunas de estas características.

Según un estudio realizado por la Unidad Económica de Inteligencia de PwC (EIU, 2011) el factor más importante para elegir un mercado de inversión es la liquidez. Sin embargo, resaltan también, como factores relevantes en la elección, la cobertura de analistas y el tamaño de las inversiones, el listado de normativas y requisitos legales, así como la infraestructura, entendida como la disponibilidad de proveedores de servicios.

En un esfuerzo por solucionar estas deficiencias a nivel de la región, los ministros de Economía y Finanzas y los supervisores de Valores del Mercado Integrado Latinoamericano suscribieron una Declaratoria de Inversión Colectiva para la implementación de un pasaporte de inversión de fondos común entre los países miembros de la Alianza del Pacífico. En la XV Reunión de Ministros celebrada en Colombia en octubre del 2017, se acordó también la voluntad de las partes por diseñar “una hoja de ruta para identificar los ajustes normativos necesarios que permitan la comercialización regional de los Vehículos de Inversión Colectiva, una vez hayan sido autorizados por cualquier país miembro de la Alianza, conforme al

¹ <https://datos.bancomundial.org/indicador/ny.gns.ictr.zs?view=chart>

² Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú

³ China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka y Tailandia

procedimiento que en su caso se acuerde. Esta medida facilitará la adquisición de estos productos por nuevos clientes y permitirá canalizar de forma más eficiente los recursos de los mercados de capitales hacia proyectos productivos de las economías de la Alianza del Pacífico⁴.

El pasaporte permitirá que el fondo registrado en uno de los países miembros pueda ser comercializado en cualquiera de los otros, sin necesidad de estar domiciliado en este último. Esta propuesta generará múltiples beneficios tanto para las sociedades administradoras de fondos, como para los inversionistas que pueden ser personas naturales y jurídicas.

Esta propuesta aún se encuentra en etapa de desarrollo y se espera que, de ser implementada, genere un incremento en los niveles de inversión del mercado gracias a una serie de beneficios como la reducción de los costos de transacción, la estandarización del marco normativo y regulatorio y el establecimiento de mecanismos de cooperación entre los organismos reguladores de los países miembros de MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), que facilitarían la inversión logrando una mayor captación de fondos.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo General

El presente documento tiene como objetivo analizar la futura implementación del pasaporte de fondos en el MILA señalando los posibles desafíos para lograr dicho trabajo y desarrollar una serie de recomendaciones que debería facilitar la consecución del mismo.

1.2.1 Objetivos específicos

- Estudiar los casos de implementación de pasaportes de inversión de fondos en el mercado asiático y la Unión Europea con el propósito de contrastar la experiencia, dificultades,

⁴ Alianzapacifico.net

resultados y efectos en estos mercados que sirvan de aprendizaje para la futura implementación en el MILA.

- Analizar el sistema de fondos de MILA mediante la descripción y contraste de las características de los mercados participantes, el tamaño, la oferta, la regulación y el marco normativo presente.
- Señalar la contribución relevante del pasaporte en el desarrollo del mercado de inversión.
- Indicar los principales desafíos para lograr la implementación del pasaporte.
- Señalar los efectos e impactos posibles en la reconfiguración del mercado.
- Diseñar recomendaciones para la implementación del pasaporte en el Perú.

1.2 Justificación

Unos de los principales problemas del mercado de fondos de inversión de los países pertenecientes al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es la poca penetración con los potenciales inversionistas ahorristas, lo que se traduce en que los volúmenes administrados por las gestoras de fondos, no siempre permiten alcanzar tickets atractivos para canalizar sus inversiones de una manera más eficiente, y por consiguiente obtener mejores tasas de rentabilidad para los inversionistas. Es por esta razón que un pasaporte de inversión tiene relevancia, ya que, al juntar los mercados de fondos de inversión de los países más representativos de la región Latinoamérica (sin considerar a Brasil), se incrementará el abanico de opciones para los inversionistas, exigiendo a su vez a las gestoras de fondos que sean más competitivas y eficientes para no perder participación de mercado y por último siendo en conjunto un mercado integrado de valores más atractivo para captar inversión extranjera. La siguiente propuesta buscará profundizar sobre la experiencia en Europa y Asia sobre el pasaporte de fondos de inversión, describiendo los antecedentes y la principal

problemática con sus respectivas implementaciones, así como los logros y avances conseguidos, además de los pasos a seguir a futuro para una mejor consolidación de sus respectivos mercados de valores. Luego, se analizará las principales diferencias en el campo normativo, tributario y financiero de los países que integran la propuesta de fondos latinoamericanos, los principales desafíos y recomendaciones para una posible integración de los mercados de fondos de inversión de Chile, Perú, México y Colombia.

1.3 Alcances y limitaciones

El estudio identificará y analizará la problemática para la correcta implementación del pasaporte de inversión en el mercado integrado latinoamericano, enfocado principalmente en el mercado peruano. Principalmente, se analizaron los siguientes puntos críticos: moneda, distribución y mecanismos de liquidación, dejando fuera del espectro de esta investigación factores como idiosincrasia local, incentivos políticos y gobierno corporativo.

Se realizaron entrevistas a diversos actores del mercado local, no obstante, la respuesta formal de la SUNAT y del Banco Central de Reserva no se consiguió, ambos actores importantes en la implementación. El primero por el marco tributario y su efecto en la decisión de los agentes para invertir en un fondo domiciliado fuera de Perú y el segundo por la inclusión de los países miembros del MILA dentro del rubro “inversión local” para los inversionistas institucionales peruanos.

En el marco de la presente investigación sería importante conocer el punto de vista de los bancos locales, que son los principales distribuidores y, a través de sus bancas privadas, los principales consumidores de los fondos desarrollados localmente. Se debe profundizar sobre sus perspectivas desde el punto de vista de la posible competencia y las oportunidades que representan la entrada de fondos del exterior. Es decir, al Banco de Crédito del Perú, con más de 400 agencias a nivel nacional y una participación cercana al 40% del mercado, que

distribuye exclusivamente los productos desarrollados en Credicorp Capital (empresa del mismo grupo), no estaría dispuesto a perder su ventaja competitiva frente a fondos que no tienen acceso a una plataforma de distribución similar.

Además, si bien se consiguió la opinión de importantes administradores de fondos de Chile, no se encontró la misma disposición de sus pares en Colombia y México, que podrían aportar un enfoque más amplio a la investigación.

CAPITULO II – MARCO METODOLÓGICO

En el siguiente capítulo se señala la estructura del trabajo, los objetivos de cada capítulo, así como las fuentes de información empleadas para la investigación. Finalmente, se explica con detalle las herramientas utilizadas para el análisis de las fuentes.

2.1 Estructura

Este trabajo está compuesto por ocho capítulos en los que se describe el tema de investigación, los objetivos del estudio y las herramientas que se aplicarán como metodología de trabajo. Posteriormente se realizará una descripción del mercado de inversiones de MILA, se explicará la propuesta del pasaporte de fondos de inversión en dicho mercado y se mencionarán casos de pasaportes implementados. Finalmente, los desafíos y recomendaciones para que el pasaporte pueda ser implementado con éxito.

Tabla 1

Capítulos y Objetivos

Capítulo	Objetivo	Metodología
I. Introducción	Explicar el tema de investigación y señalar los objetivos del trabajo.	
II. Marco	Detallar la metodología aplicada en	Revisión de fuentes secundarias

Capítulo	Objetivo	Metodología
metodológico	el trabajo.	acerca de la metodología de benchmarking y factores críticos de éxito.
III. Marco teórico	Explicar los conceptos empleados en la tesis (teorías, definiciones, etc.).	Revisión de fuentes secundarias acerca de los mercados de inversión y teorías económicas.
IV. El Mercado Integrado Latinoamericano	Descripción del MILA, objetivo, participantes, tamaño de mercado y análisis del marco regulatorio y tributario.	Revisión de fuentes secundarias acerca del MILA y sus características. Benchmarking comparativo de las economías de la región.
V. El pasaporte de fondos latinoamericano	Descripción del contexto en el que surge la propuesta del pasaporte de fondos, los objetivos y posibles beneficios de su implementación.	Revisión de fuentes secundarias acerca del pasaporte del MILA.
VI. Pasaportes en el mundo	Presentar los casos de pasaportes existentes en el mundo.	Revisión de fuentes secundarias sobre los pasaportes existentes en el mercado.
VII. La Implementación del pasaporte en el MILA.	Señalar los principales desafíos para la implementación del pasaporte en la región.	Análisis cualitativo de la situación de los pasaportes existentes. Análisis cualitativo de las entrevistas realizadas.
VIII. Conclusiones y recomendaciones	Señalar las conclusiones y recomendaciones para la propuesta del pasaporte en MILA como	Factores críticos de éxito Análisis basado en toda la información revisada.

Capítulo	Objetivo	Metodología
	resultado de la tesis.	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

2.2 Fuentes de información

2.2.1 Fuentes primarias

Como parte de la investigación realizada, se aplicaron como fuentes de información primaria, entrevistas a Gerentes Generales de Administradoras de Fondos en el Perú y Chile, expertos en la gestión de fondos para indagar sobre su apreciación acerca de la propuesta, los desafíos y beneficios de la implementación en MILA.

Así mismo, se realizaron entrevistas a miembros de la Superintendencia del Mercado de Valores, reguladora del mercado peruano, además de la Asociación de Fondos Mutuos, para contrastar sus expectativas sobre la propuesta con la de los gestores de fondos.

Tabla 2

Entrevistados

Empresa	Nombre	Cargo	Objetivo de la entrevista
Compass Chile,	Eduardo	Gerente	Determinar, desde la perspectiva de los
SAFI	Aldunce	General	gestores de fondos del mercado chileno,
Larrain Vial, Chile	Moises	Director de	los principales desafíos para la
	Pollak	Desarrollo de	implementación de la propuesta de
		Productos	pasaporte latinoamericano de fondos.
Superintendencia	Alejandro	Asesor del	Determinar, desde la perspectiva del

Empresa	Nombre	Cargo	Objetivo de la entrevista
del Mercado de Valores	Rabanal	Despacho del Superintendente	regulador local peruano, los principales desafíos de la implementación del pasaporte de fondos
Credifondos SAF	Arturo Moran	Gerente General	Determinar, desde la perspectiva de los gestores de fondos del mercado peruano, cuáles son los principales desafíos para la implementación de la propuesta de pasaporte latinoamericano de fondos

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Para cada entrevista se empleó un cuestionario basado en los siguientes aspectos que se consideraban como relevantes para el trabajo:

- Conocimiento acerca de la iniciativa de creación de un Pasaporte de Fondos de Inversión para la región latinoamericana.
- Opinión sobre la importancia del pasaporte.
- Opinión acerca de la factibilidad de dicha propuesta.
- Opinión acerca de los principales desafíos que enfrentaría la industria de concretarse la propuesta.
- Opinión acerca de los principales desafíos que enfrentaría las empresas en caso se concrete la propuesta.
- Opinión acerca de la reconfiguración esperada para los mercados luego de la implementación del pasaporte.

El detalle de las entrevistas se encuentra en el anexo N°1.

2.2.2 Fuentes secundarias

En relación a las fuentes secundarias se recopiló, en primer lugar, información acerca de conceptos y teorías económicas como el ahorro, el desarrollo económico y el funcionamiento de los mercados de inversión. Por otro lado, se utilizaron papers y reportes para obtener información acerca del desarrollo de mercado de inversiones en países desarrollados y las expectativas de los mercados de inversión en los países emergentes.

Se utilizó también información proveniente de papers, informes, estudios y artículos de opinión especializados para analizar el caso del desarrollo de los pasaportes de la región asiática y europea, además de indagar sobre los marcos regulatorios y tributarios de MILA.

Tabla 3

Fuentes Secundarias

Fuente Secundaria	Objetivo
Papers e informes	Indagar sobre conceptos económicos: el ahorro, el desarrollo económico en los países, el rol de los inversionistas institucionales
Papers	Conocer acerca del desarrollo de mercado de inversiones en países desarrollados.
Reportes	Conocer las expectativas sobre el futuro de los mercados de inversión.
Reportes	Determinar los factores más relevantes en la toma de decisión de una inversión.
Reportes	Conocer las principales barreras que impiden a los fondos de países emergentes posicionarse como un destino de inversión.
Papers, informes, estudios y artículos de opinión especializados.	Analizar el caso del desarrollo de los pasaportes de la región Asiática y europea.
Papers, reportes y artículos de opinión.	Identificar los marcos regulatorios y tributarios de MILA.

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Se describe el listado de fuentes secundarias empleadas para la investigación y el objetivo de la revisión de cada fuente.

En base a la metodología de benchmarking con el análisis de la información proveniente de las fuentes secundarias se realizó la determinación de los desafíos para la implementación del pasaporte del MILA.

2.3 Herramientas

2.3.1 Benchmarking

La metodología del Benchmarking es una herramienta de comparación. Consiste en buscar la referencia de los mejores en el mercado, buscar datos y nuevas referencias para adaptarlo a una realidad estudiada u observada para obtener mejores resultados dentro del marco legal de cada mercado.

Según *Spendolini* (1992), en su libro “The Benchmarking Book”, “el benchmarking es un proceso sistemático y continuo para evaluar los productos, servicios y procesos de trabajo de las organizaciones reconocidas como las mejores para luego imitarlas en las nuestras”

Por tanto, el benchmarking es una herramienta que permite establecer un punto de referencia sobre el cual se puede realizar el comparativo de algunos aspectos fundamentales, no se trata de copiar una realidad existente, si no de aprender en base a la experiencia de otros y de esa manera alcanzar altos niveles de competitividad.

Por lo general, las organizaciones realizan un benchmarking por dos motivos. El primero de ellos es mejorar el nivel de calidad de sus productos o servicios, tomando en cuenta todos los atributos del mismo: valor percibido, precio y costeo de fabricación y ventas. El segundo motivo es incrementar la productividad, realizando un comparativo de los niveles de producción y eficiencia en el proceso.

En esa línea, Spendolini menciona que existen tres tipos de Benchmarking en la actualidad: Competitivo (clásico), Interno (Interdepartamental) y Funcional.

- *Benchmarking Competitivo*: También denominado clásico, este proceso permite identificar los productos y/o servicios de los principales competidores en el mercado para realizar un comparativo directo con los propios productos o servicios; de esa manera contribuye a la determinación de ventajas competitivas y oportunidades de mejora. Este tipo de Benchmarking es el que requiere de mayores recursos dado que en casi todos los casos, la empresa sujeta de estudio no querrá colaborar y los datos necesarios serán extraídos por el departamento de investigación de la empresa que realiza el comparativo.
- *Benchmarking Interno*: Se lleva a cabo dentro de la misma empresa y busca comparar las diferentes unidades de la organización para identificar oportunidades comunes, en el que predomina el sistema de búsqueda de patrones modelo para el resto de la organización, es decir se busca dentro de la empresa comportamientos ejemplares para replicarlos a través de toda la compañía, es mucho menos costoso que el anterior dado que la totalidad de la información la manejamos nosotros mismos.
- *Benchmarking Funcional*: Denominado también genérico, es el proceso de identificar una empresa que sea excelente en el área o proceso que se desee mejorar, pudiendo esta ser competidor o no, estar en el mismo sector o no, incluso estar ubicada en otro lugar del mundo. Los costos de ejecución de este tipo de Benchmarking son variables y si la empresa comparativa no es del mismo sector se obtiene predisposición para el estudio.

2.4 Aplicación a la tesis

Para este trabajo, se consideró utilizar el benchmarking funcional, debido a que se analizarán las implementaciones del pasaporte de fondos en mercados como el europeo y el

asiático, así como también comparaciones en torno a los marcos operativos, regulaciones vigentes, oferta y condiciones de mercado de los países del MILA.

Dentro de todo proceso de benchmarking se definen 5 etapas:

1. Planificación: en esta etapa se responden tres preguntas clave ¿Qué se quiere medir?, ¿a quién se va a medir? Y ¿cómo va a realizarse la medición?
2. Recolección de Datos: esta etapa es crítica para asegurar la efectividad del proceso, la calidad de la información de los datos recolectados garantizará la calidad del resultado.
3. Análisis de la información: una vez recolectados todos los datos se identifican los factores claves de los comparativos estudiados y se define oportunidades de mejora para establecer las recomendaciones y planes futuros.
4. Acción: se implementan las acciones correspondientes a las oportunidades detectadas.
5. Seguimiento y Mejora: toda acción debe de ser sostenible en el tiempo por lo que es necesario revisar con periodicidad los resultados de las acciones tomadas.

Las etapas que se aplicaron para esta tesis de investigación son las tres primeras.

2.5 Relación / Recomendaciones acerca de los casos de Europa y Asia a ser tomados en cuenta para la implementación del Pasaporte de Fondos en MILA

Después de haber revisado los casos de implementación del Pasaporte de Fondos de Inversión en Europa y Asia se puede encontrar buenas prácticas que facilitan una correcta implementación, así como también oportunidades de mejora en los procesos, en ambos casos se trató de generar una metodología de implementación acorde a la realidad de cada región, por lo que para el caso de una implementación en MILA (Mercado Integrado

Latinoamericano) esto no será la excepción, pero se podrían tomar los siguientes puntos como catalizadores para asegurar una correcta implementación.

En el caso Europeo lograron incluir la libre circulación de capitales dentro de la agenda de la Comunidad Europea, logrando así que esta sea parte de la agenda de la integración económica de los 28 países que la constituyen, generando así el interés común de todas las partes involucradas, y lo más importante al unificar sus economías dentro de la Comunidad Europea, redujeron la posibilidad que los países de mayor desarrollo en el mercado bursátil presionen para tener mayores beneficios debido al tamaño de sus mercados. Caso contrario sucede en las aplicaciones del pasaporte en el mercado asiático, al no lograr una unidad a nivel continental, tal y como sucede en Europa, se han visto en la obligación de implementar distintos sistemas de libre circulación de capital entre grupos reducidos de países, donde por lo general uno de ellos tiene un mayor desarrollo bursátil, exigiendo así mayores beneficios a la hora de implementar el Pasaporte.

Después del análisis mostrado uno de los factores claves dentro de la implementación del Pasaporte de Fondos de Inversión en Europa fue la unificación de la moneda, el Euro es la moneda oficial de la comunidad Europea, la comparten 19 de los 28 países que la conforman, siendo el Banco Central Europeo y La Comisión Europea los entes regulatorios responsables de velar por su valor en el mercado, manteniendo su estabilidad respecto del resto de monedas mundiales, principalmente el dólar americano (US \$) y el Yen Japonés.

En el caso de las monedas en América Latina, todos los países a tratar en este trabajo de investigación poseen monedas distintas, Perú tiene el Nuevo Sol, en Colombia se maneja el Peso Colombiano, Chile tiene el Peso Chileno y México el Peso Mexicano, lo que podría a simple vista ser una traba para la implementación del Pasaporte de Fondos, sería los diferentes pesos de estas monedas al momento de generar la libre circulación de capitales entre los miembros de MILA.

Tabla 4***Comparativo Entre Monedas del MILA***

País	Valor	Nomenclatura
Monetario		
Perú	1.00	PEN
Chile	197.18	CLP
Colombia	940.85	COP
México	5.80	MXN

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Valores tomando como punto de referencia S/.1 Nuevo Sol (PEN)

Una alternativa que favorecería la implementación del Pasaporte de Fondos es que los países bajo análisis tienen como moneda secundaria el dólar americano (US \$) lo que podría facilitar una homologación de los fondos de inversión o incluso el Pasaporte de Inversión se podría aplicar íntegramente a los fondos colocados en la región en Dólares Americanos. Sin embargo, se debe considerar que en el caso Colombiano, hay una normativa muy estricta para las posiciones en dólares por temas vinculados con el lavado de activos.

Un factor clave dentro del éxito inicial de la implementación del Pasaporte de fondos en el mercado europeo fue la creación de organismos para acordar las reglas y políticas a seguir dentro de la comunidad, así como también la creación de entes de control y regulación.

La comunidad europea creó el Instituto Monetario Europeo (IME) con el fin de generar colaboración entre los Bancos Centrales de los países miembros para garantizar la estabilidad en los precios (1994-1998). En 1999 se creó el Banco Central Europeo con la finalidad de aplicar la política monetaria definida para todos los estados miembros de la comunidad

salvaguardando el poder adquisitivo del Euro en el mercado mundial, por último, la comunidad Europea creó el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), ente virtual que representa la autoridad monetaria en la Unión Europea, pero con incidencia solo en los 19 países que adoptaron el Euro como moneda. Dentro de sus principales funciones tenemos la ejecución de la política monetaria única, realizar operaciones cambiarias de divisas, velar por las reservas oficiales y emitir billetes bancarios en la zona de la Comunidad Europea.

Un aspecto fundamental que la organización de MILA debería tomar en cuenta es la labor del depositario, en el caso europeo podemos observar que la comunidad Europea tiene un gran número de empresas depositarias actuando dentro de la comunidad como por ejemplo Euroclear en Bélgica y Clearstream en Luxemburgo que manejan el 40% de la actividad de fondos Europea, en el caso de MILA tenemos actualmente solo 6 de estas empresas que no se darían abasto para manejar las actividades que genere la implementación del pasaporte de fondos de inversión, debido a su presencia local y falta de integración con sus pares en la región.

La implementación en Asia no ha tenido tantos aciertos como la europea, esto debido a dos motivos fundamentales, el primero son las diferentes monedas dentro del continente, y la segunda es la falta de interés entre los países asiáticos, tratando cada uno de los miembros de obtener mayores beneficios que los otros, que sus políticas vigentes prevalezcan sobre la de los otros miembros y en algunos casos dilatando la implementación tanto que las políticas sobre el manejo de fondos de inversión cambiaron, obligando a los promotores de la iniciativa del pasaporte a replantear los procesos y objetivos. Para evitar este problema en Latinoamericana debemos de lograr que el beneficio de la región prevalezca sobre el individual de cada país, definiendo intereses comunes en MILA así como roles y responsabilidades de las entidades financieras participantes.

CAPÍTULO III – MARCO CONCEPTUAL

En este capítulo se explican los conceptos del mercado de fondos de inversión, los participantes del mercado, los tipos de fondos, así como los organismos que supervisan sus actividades. Se describirán las ventajas de este mecanismo de inversión y se explicará brevemente el funcionamiento del mercado.

De otro lado, se expondrán los conceptos que se relacionan con el mercado de inversión como el ahorro externo e interno, a fin de definir la importancia de este para el desarrollo económico de un mercado y que serán de relevancia para comprender en qué medida el pasaporte aporta a este crecimiento.

3.1 Los mercados de inversión

Un mercado financiero es un espacio en el que, por fuerzas de oferta y demanda, se determinan los precios que hacen posible el intercambio de instrumentos financieros. Como cualquier mercado, el objetivo es agrupar a todos los vendedores en un mismo lugar y de esta manera reducir el esfuerzo (y de la misma forma, el costo) de encontrar compradores. En términos generales, una economía basada en la libre interacción entre vendedores (agentes colocadores, distribuidores, intermediarios financieros) y compradores (inversionistas), se considera una economía de mercado mientras los precios e intercambiabilidad son determinados por el estado en una economía planificada.

Al centralizar en un solo espacio a compradores y vendedores y establecer todos aquellos mecanismos que posibiliten la interacción entre la demanda y la oferta, permite fijar los precios a los que se genera el intercambio, reducir los costos de intermediación y con esto facilitar la transacción de instrumentos, y administra los flujos de liquidez de un mercado a otro. De esta manera, ayuda desarrollar el aumento de capital (dentro del mercado de capital), la transferencia de riesgo (dentro de los mercados de derivados) y el comercio internacional (dentro del mercado de divisas).

Dependiendo de lo que se desee analizar, el mercado financiero puede tener varias clasificaciones. Destacan las siguientes:

Según su funcionamiento:

- Mercados intermediarios: existe un especialista entre el comprador y vendedor de un determinado instrumento financiero. Dicho de otro modo, al menos uno de los participantes de cada operación de compra o venta debe ser un intermediario financiero especializado.
- Mercados directos: en algunos casos, se puede designar en un agente especializado la búsqueda de contrapartida, pero en otros, se contactan directamente el vendedor y el comprador de última instancia.

Según la característica de los activos financieros que se negocian:

- Mercado monetario: mercado en el que se negocian principalmente activos de corto plazo (menor a 18 meses). Entre las principales características se encuentran su bajo riesgo y gran liquidez, en gran medida por el tamaño y la solvencia de los emisores. Los activos que se negocian suelen ser títulos de deuda emitidos por el Estado, entidades supranacionales o empresas privadas. Este mercado comprende el mercado interbancario (operaciones entre bancos), los bonos del Tesoro (en Ministerio de Economía y Finanzas para el caso peruano), los certificados de depósito emitidos por el Banco Central), letras de cambio, entre otros activos de corto plazo.
- Mercado de capitales: negocian activos de largo plazo. Según la OECD, son aquellos que comprenden las operaciones de colocación y financiación a largo plazo. Dentro de este mercado se encuentran el mercado de renta variable y el mercado de renta fija. En general, es el mercado en el que el ahorro de largo plazo de las personas y aquellos proyectos que necesitan financiamiento se relacionan.

En adelante, por fines prácticos, se considerará la última clasificación.

3.1.1 El mercado de capitales:

En el mercado de renta variable, los agentes adquieren títulos de valor y son propietarios con derechos económicos y, en la mayoría de casos, derechos políticos. Los derechos económicos incluyen la participación directa de la distribución de dividendos, el derecho de suscripción preferente, en caso se realice una ampliación de capital, y, en caso de la liquidación de la compañía, lo que le corresponda luego de cumplir con los obligacionistas con un mayor orden de prelación. Entre los derechos políticos más relevantes están el derecho de participar de la junta general de accionistas y en la mayoría de los casos ejercer un derecho a voto.

El mercado de renta fija está constituido por todos los instrumentos de deuda que generan una obligación en forma de capital y tasa de interés y que pueden ser intercambiables entre distintos inversionistas por un valor de mercado.

Hay dos formas para una persona natural o jurídica de invertir en el mercado de capitales: a través de posiciones directas o comprando cuotas de un fondo.

En el primer caso, lo usual es recurrir donde un intermediario financiero (una casa de bolsa) y adquirir directamente una posición, ya sea de una acción de una compañía (o cualquier instrumento de renta variable) o un instrumento de deuda. En el segundo, se compra una canasta de instrumentos, la que denominamos fondos, ya sea bajo administración activa o pasiva, que ofrecen exposición a distintos activos financieros con los beneficios de la diversificación. Al ser, por tanto, menos riesgosos, son la alternativa más recomendable de ahorro (inversión) para agentes menos calificados.

3.2 El mercado de fondos mutuos

Los Fondos Mutuos o Fondos de Inversión son mecanismos de ahorro colectivo, que forman parte del mercado de capitales. Consisten en reunir fondos de inversionistas naturales y/o jurídicos para ser invertidos en distintos instrumentos financieros (instrumentos de deuda, participación del patrimonio, productos estructurados, entre otros) por una sociedad administradora (banco, institución financiera) a la que se le delegó la responsabilidad.

El artículo 1 de la ley de fondos de inversión define un fondo de inversión como:

Un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad administradora constituida para tal fin, por cuenta y riesgo de los partícipes del Fondo. La denominación “Sociedad Administradora de Fondos de Inversión” es exclusiva de aquellas sociedades administradoras que cuenten con autorización de funcionamiento de la SMV. Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión en Valores a las que se refiere la Ley del Mercado de Valores pueden también gestionar Fondos de Inversión. En adelante toda mención a “Fondo” debe entenderse referida a Fondo de Inversión”⁵

3.2.1 El funcionamiento del mercado

A manera de ejemplo el siguiente cuadro detalla el proceso de inversión y sus actores.

⁵ LEY DE FONDOS DE INVERSION Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS- Fuente SMV

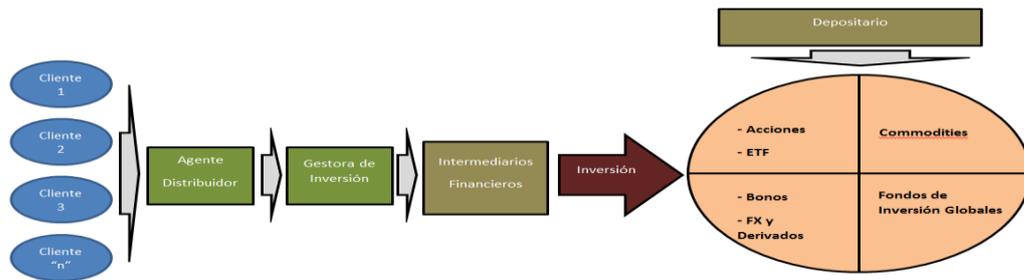


Grafico 1. Proceso de Inversión y Actores

3.2.2 Los participantes

Los aportantes se consideran partícipes del fondo y con sus cuotas conforman el patrimonio del fondo. Estos pueden ser personas naturales o jurídicas. La tabla siguiente detalla los tipos de participantes.

Tabla 5

Tipos de Participantes

Tipos	Definición
Persona Natural	Ejerce derecho y cumple obligaciones a título personal
Persona Jurídica	Entidad conformada por una o más personas que ejercen derechos y obligaciones a nombre de una organización

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

3.2.3 Tipos de Fondos

Según el reglamento de fondos mutuos de inversión en valores y sociedades administradoras de fondos del Perú, los fondos mutuos deberán clasificarse en alguno de los siguientes tipos, según tipología, en alguna de las categorías que se muestra en la Tabla 6

Por otro lado, según la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos del Perú, propone otras categorías, las cuales se detallan en la tabla siguiente:

Tabla 6***Tipología de Fondos Mutuos según el reglamento de Fondos Mutuos del Perú***

Definición de fondos	Características
Fondo Mutuo de Instrumento de Deuda	Aquel que establezca en su política de inversiones como porcentaje mínimo en la inversión en instrumentos representativos de deuda o pasivos el cien por ciento (100%). Sobre la base de la duración promedio de los instrumentos representativos de deuda que conforman la cartera, este tipo de fondo se debe clasificar en: Muy Corto Plazo: Aquel fondo mutuo de instrumentos de deuda cuya duración del portafolio es de hasta noventa (90) días y el vencimiento de cada uno de los instrumentos no exceda los trescientos sesenta (360) días. Corto Plazo: Aquel fondo mutuo de instrumentos de deuda cuya duración promedio es mayor a noventa (90) días y hasta trescientos sesenta (360) días. Mediano Plazo: Aquel fondo mutuo de instrumentos de deuda cuya duración promedio es mayor a trescientos sesenta (360) días y hasta mil ochenta (1080) días Largo Plazo: Aquel fondo mutuo de instrumentos de deuda cuya duración promedio es mayor a mil ochenta (1080) días.
Fondo Mutuo Mixto Moderado	Aquel que establezca en su política de inversiones como porcentaje mínimo de inversión en instrumentos de deuda de 75% y como porcentaje máximo en renta variable de 25%.
Fondo Mutuo Mixto Balanceado	Aquel que establezca en su política de inversiones como porcentaje mínimo de inversión en instrumentos de deuda de 50% y como porcentaje mínimo en renta variable de 25%. En consecuencia, los porcentajes máximos son de 75% y 50% para instrumentos de deuda y renta variable, respectivamente.

Definición de fondos	Características
Fondo Mutuo Mixto Crecimiento	Aquel que establezca en su política de inversiones como porcentaje mínimo de inversión en instrumentos de deuda de 25% y como porcentaje mínimo en renta variable de 50%. En consecuencia, los porcentajes máximos son de 50% y 75% para instrumentos de deuda y renta variable, respectivamente.
Fondo Mutuo de Renta Variable	Aquel que establezca en su política de inversiones como porcentaje mínimo de 75% en renta variable.
Fondo Mutuo Garantizado Parcial	Aquel que garantiza por lo menos el 75% del capital y ofrece una rentabilidad variable en función a un indicador de referencia.
Fondo Mutuo Garantizado de Rendimiento Fijo	Aquel que garantiza el 100% del capital más una rentabilidad fija mínima y, de ser el caso, adicionalmente una rentabilidad variable en función a un indicador de referencia.
Fondo Mutuo Garantizado	Aquel que garantiza el 100% del capital y ofrece una rentabilidad variable en función de un indicador de referencia.
Fondo Mutuo Estructurado	Aquel que busca recuperar el capital y/o obtener una rentabilidad fija o variable, en base a una política de inversiones estructurada específicamente para dicha finalidad.
Fondo Mutuo Internacional	Aquel fondo mutuo que invierte como mínimo un 51% de la cartera en instrumentos extranjeros. Los otros fondos mutuos que no cumplan este parámetro son considerados como fondos nacionales o locales.

Definición de fondos	Características
Fondo de Fondos	Aquel fondo mutuo que establece en su política de inversiones la inversión de al menos 75% de su patrimonio en otros fondos abiertos, pudiendo invertir exclusivamente en un solo fondo mutuo.
Fondo Mutuo Flexible	Aquel fondo que no encaje dentro de los criterios anteriores.

Fuente: Reglamento de fondos mutuos de inversión en valores y sociedad administradoras de fondos

Tabla 7

Tipología de Fondos Mutuos según la Asociación de Fondos Mutuos del Perú

Definición de fondos	Características
Fondos Mutuos de Deuda	Este tipo de fondos mutuos buscan invertir en instrumentos de deuda como bonos, papeles comerciales o certificados de depósitos. La característica más resaltante de estas inversiones es que son las de menor volatilidad o riesgo.
Fondos Mutuos de Acciones	Buscan invertir de manera exclusiva en acciones y están orientados hacia el largo plazo. Estos fondos ofrecen una rentabilidad superior a comparación de otros fondos, sin embargo también se asume un mayor riesgo debido a la volatilidad del precio de las acciones y del mercado.
Fondos de Renta Mixta	Los fondos de renta mixta invierten tanto en instrumentos de renta fija (bonos, papeles comerciales, certificados de depósito, etc.) como en renta variable (acciones). El nivel de riesgo es compensando por la combinación de inversiones y un horizonte de inversión mayor al corto plazo para no exponer la rentabilidad a las

Definición de fondos	Características
	fluctuaciones de mercado.
Fondos Mutuos Internacionales	Son fondos que invierten en su mayoría en el extranjero, ya que debe tener al menos 51% de sus inversiones en el exterior. Las inversiones pueden darse a nivel regional o global así como en instrumentos de deuda o participación.
Fondos Mutuos Estructurados	Los fondos mutuos estructurados buscan la recuperación del capital invertido o un porcentaje del mismo (no menor al 75%) a su vencimiento, y de ser el caso obtener una rentabilidad previamente establecida fija o variable. Presenta una política de inversiones estructurada específicamente para conseguir el objetivo.
Fondos de Fondos	La política de inversiones de este tipo de fondo mutuo implica invertir al menos el 75% de su patrimonio en otros fondos mutuos. Este fondo puede invertir en un solo fondo mutuo o más.
Fondos Mutuos Flexibles	Por definición, los fondos mutuos flexibles son aquellos que no encajan completamente en las definiciones antes mencionadas.

Fuente: Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Perú

3.2.4 Organismos de Supervisión

Para el adecuado funcionamiento del sistema de fondos mutuos y su operativa, se requiere la existencia de entes reguladores y de control.

Tabla 8

Organizamos de Supervisión en el Perú

Organismo de supervisión	Concepto
Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)	Institución pública cuya finalidad es promover el desarrollo del mercado de valores, velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados financieros y su regulación.
Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Sociedad anónima cuyo objetivo es facilitar la negociación de valores inscritos, a través de un mecanismo centralizado de negociación, que garantice la intermediación justa, competitiva, ordenada, continúa y transparente.
Caja de Valores y Liquidación (CAVALI)	Sociedad anónima cuya finalidad es registrar valores que han sido convertidos en registros computarizados o anotaciones en cuenta y realizar la liquidación de operaciones efectuadas en la BVL.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

3.2.5 Ventajas y desventajas de la invertir en el mercado de capitales a través de fondos

Existen una serie de ventajas de la inversión a través de fondos mutuos. Señalaremos algunas de las más resaltantes desde el punto de vista del inversionista y desde el punto de vista de los agentes que buscan financiamiento.

3.2.5.1 Para el inversionista:

Mayor diversificación:

Las inversiones en fondo mutuos ofrecen una alternativa importante a una persona natural para diversificar su riesgo. Dentro de los estudios de Behavioral Finance, uno de los principales vías es el home bias, que señala que las personas tenderán a invertir una porción

de su portafolio mayor a la recomendada en su país, ya sea por motivos legales⁶ como por miedo a lo desconocido. Es usual que una persona vinculada al sector minero invierta en minería, o un doctor en productos relacionados con su campo.

Riff y Yagi (2016) demostraron que los inversionistas son más propensos a tomar mayor riesgo en aquellos nombres que son locales, conocidos y “fáciles de pronunciar” y son menos propensos a invertir cuando no se cumplen estas tres características y además se encuentra en un mercado a la baja (que es cuando la diversificación se vuelve particularmente importante). Si bien esto hace sentido pues la persona invierte sus recursos en aquello que conoce, no lo hace desde la perspectiva de un análisis riesgo retorno: ¿es razonable invertir mis ahorros en mi fuente de ingresos? Las inversiones en fondos mutuos ofrecen esta diversificación a un bajo costo. No es necesario pagar demasiado para tener a profesionales diversificando mi inversión.

Del mismo modo Deepthi, Klapper, Sulla y Demitri (2003)⁷, mencionan que entre los principales atributos de la industria de fondos mutuos se encuentran la diversificación del ahorro y el manejo profesional de las inversiones a un costo relativamente bajo, todo en un entorno más transparente que otras alternativas como seguros, bancos o inversiones en sistemas de pensiones. En esa línea, un marco regulatorio sólido resulta fundamental para delinear su crecimiento, como menciona Reid (2000), tomando como base el desarrollo de la industria de fondos en Estados Unidos.

Por tanto, los fondos mutuos además de ofrecer una alternativa de mayor diversificación que la inversión directa en acciones, al necesitar de la administración del fondo brinda la seguridad de una asesoría especializada.

⁶ Por ejemplo, en el caso del Perú, el BCR mantiene a la fecha un límite operativo de inversión en el exterior para las Administradoras privadas del fondo de pensiones. Como ejemplo, el 29 de Julio del 2018 el Banco Central del Perú, en su nota informativa, incrementó el límite de inversión para las AFP de 49.5% a 50%. La misma nota refleja que, si bien el máximo invertible ha ido subiendo en los últimos años, las AFP continuamente están cerca del máximo permitido, lo que sugiere que la asignación destinada al mercado local está más cerca de ser una imposición que el resultado de una asignación eficiente de recursos.

⁷ The Global Growth of Mutual Funds, Banco Mundial

Disponibilidad de los fondos puede recuperarse

La ley peruana especifica que las administradoras de fondos tienen, a menos que se trate de un rescate significativo, la obligación de cumplir con los rescates establecidos en un plazo no mayor a 5 días hábiles en el caso de los fondos más riesgosos, pero puede ser incluso menos a un día en el caso de los fondos más conservadores.

Flexibilidad para nuevos aportes

Al estar permanentemente invertido, el fondo puede, a menos que se estipule lo contrario, recibir inversiones adicionales cada vez que las personas tengan un excedente de liquidez. En mayoría de casos, la inversión requerida suele ser además muy baja, por lo que con un poco monto se puede acceder a inversiones que no se podrían tener de otra manera⁸. Esta política permite que las personas puedan diversificar inter temporalmente sus ahorros y así reducir la probabilidad de pérdidas en el corto y mediano plazo⁹.

Supervisión y regulación

Todas las sociedades administradoras de fondos y todos los fondos mutuos se encuentran supervisadas y reguladas. Como ya se mencionó con anterioridad, en Perú esta función es llevada por la SMV. El regulador vela por los intereses de todos los partícipes del fondo, asegurándose de que las administradoras realicen sus actividades con diligencia, transparencia, imparcialidad y priorizando siempre al inversionista incluso por encima de los intereses propios de la compañía. Adicionalmente, exige que cada administradora contar con funcionarios de control interno que certifiquen que las suscripciones y la información entregada a los partícipes del fondo esté siempre en cumplimiento con lo que exige la ley y las normas internas de conducta. Además, exige que las SAF cuenten con un reglamento de participación que detalla toda la información sobre el fondo.

⁸ Las empresas distribuidoras de fondos mutuos reciben aportes desde US\$ 20 o S/. 50 e invierten en instrumentos financieros que pueden tener tickets mínimos de más de US\$ 1 millón.

⁹ Tomando como referencia información extraída del portal de la SMV, la probabilidad de tener pérdidas en un portafolio global con inversiones periódicas es mas baja que invirtiendo en un punto específico.

3.2.5.2 Para los agentes que buscan financiamiento:

Los fondos mutuos son una importante fuente de financiamiento tanto para el gobierno como para las empresas privadas. En términos generales, un inversionista institucional puede acceder a estructuras de financiamiento más complejas con las que los bancos o personas naturales no podrían sentirse cómodos.

Desde la perspectiva del inversionista, sin embargo, existen diferencias marcadas. Como gestores del portafolio, los administradores de la inversión buscarán, en línea con el deber fiduciario con las inversionistas a los que representan, la estructura más acorde con el riesgo de su cartera, pero también, con el plazo al que deben realizar la inversión. Los sistemas de pensiones buscarán una duración entre diez y doce años, las empresas de seguros de vida lo harán buscando un plazo mayor a doce años, mientras que los fondos mutuos buscarán un plazo entre uno y siete años. Es necesario desarrollar los tres grupos para tener una estructura de financiamiento óptima.

Por tanto, la inversión en fondos mutuos ofrece la posibilidad tanto a los agentes en búsqueda de financiamiento como a los inversionistas institucionales de estructurar un mecanismo de inversión según sus necesidades de plazo.

3.2.6 Una nota a las inversiones

Según SAAD (2012) el bono demográfico es el periodo en el que existe un mayor peso de la población en edad productiva (jóvenes y adultos) en relación con la población dependiente (niños y personas mayores). En ese sentido, estudios de CEPAL (2012)¹⁰ sugieren que es en este período que se genera una ventana de oportunidades para incrementar las tasas de crecimiento económico. Específicamente para el caso de Latinoamérica, el bono

¹⁰ Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2012: las políticas ante las adversidades de la economía internacional

demográfico indica que existe una fuerte masa de población en capacidad de generar producción, consumo y ahorro.

En esa misma línea, cifras recopiladas por CEPAL (2015)¹¹ muestran que la población entre los cero a diecinueve años empezó a descender a fines de 1960 y las proyecciones de señalan que seguirán en descenso. Así mismo, las proyecciones indican que el porcentaje de la población en edad mayor (sesenta y cinco años o más) se mantendrá por debajo del porcentaje de población económicamente activa (40% - 50%) por los próximos noventa años, lo que representa un amplio periodo de bono demográfico en la región.

Sin embargo, a pesar de contar con población en capacidad de generar ahorro e inversión, sorprende la falta de participación de estos en el mercado de capitales. Entre las razones que explican esta poca participación destacan: la poca promoción de instrumentos financieros de ahorro e inversión, las tendencias y costumbres de la población y la dificultad de convertir en líquidos los activos en el mercado. En ese contexto, ¿cómo se puede generar un cambio? ¿Cómo lograr romper el oligopolio de las empresas proveedoras de activos financieros y, dentro de ese ecosistema más competitivo, reducir los costos financieros y, a su vez, generar mejores alternativas y profesionalizar la industria?

En ese sentido, una mayor competencia en el mercado brindaría, tal vez, la oportunidad de una oferta que resulte atractiva para la inversión.

3.3 El ahorro

Una decisión que compete a todas las personas, desde amas de casa, empresarios, trabajadores dependientes, entre otros, es cómo y cuándo distribuir nuestros ingresos. La elección entre consumo presente y ahorro (consumo futuro) es una de las decisiones que mayor impacto tienen sobre los habitantes de un país.

¹¹ Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015: desafíos para impulsar el ciclo de inversión con miras a reactivar el crecimiento

A nivel macroeconómico, una de las hipótesis más aceptadas es que el ahorro interno de un país constituye un papel preponderante en sus desarrollos económicos ya que contribuye como fuente de recursos para el financiamiento de inversiones internas y reformas tanto económicas como sociales. Del mismo modo, un exagerado consumismo como el de países con reformas populistas genera que los propios países tengan que recurrir al financiamiento externo y/o consumo de reservas internacionales netas, disminución de inversión doméstica o a una mezcla de ambas, llevando a una disminución en la capacidad futura de generar ingresos.

Por otro lado, el ahorro extremo también tiene consecuencias negativas, como por ejemplo sacrificar inversiones presentes con una atractiva tasa de rendimiento hoy versus inversiones en el futuro, cuyo rendimiento podría ser menor al actual, pues no tenemos certeza de lo que va a pasar en años posteriores. Entonces, ya sea consumiendo o ahorrando en exceso, se estarían generando ineficiencias en la distribución de los ingresos.

De lo anterior, podríamos deducir que el ahorro interno determina el crecimiento económico; sin embargo, el tema del ahorro es sumamente complejo y aún no se comprende en su totalidad, incluso, no existe acuerdo sobre si es que el ahorro genera crecimiento o es que de este última deriva el ahorro.

Cualquiera que sea la direccionalidad entre ahorro y crecimiento, la evidencia pasada y resultados económicos tanto de países industrializados como emergentes sugiere que el ahorro tiene una gran importancia sobre la producción y desarrollo de la economía de un país. Pero, ¿Cuáles son los principales determinantes de la decisión de ahorro de los agentes económicos?

Keynes (1936), en su publicación *Teoría General del Empleo, Intereses y Moneda*, encontró una relación positiva entre el nivel absoluto del ingreso corriente y el ahorro: a mayor el ingreso real promedio de las personas, mayor será el nivel ahorro alcanzando por el

país. Bajo este enfoque, concluyó que el impacto de las fluctuaciones de la tasa de interés o su nivel no presentan un efecto significativo sobre las decisiones de ahorro.

Sin embargo, Duesenberry y Samuelson demostraron que el ahorro es una consecuencia de los hábitos de consumo y son estos los que deben de analizarse. Los agentes intentarán mantener estabilidad en su consumo incluso en coyunturas económicas menos favorables, lo que los llevaría a tomar una deuda, pero ahorrarán en aquellas situaciones en las que su nivel de ingreso se incremente por encima de los costos económicos del mercado. Además, demuestran que los gastos de consumo de las personas no dependen tanto de su necesidad de consumo absoluto (necesidades crecientes o decrecientes) sino más bien de la relación de su consumo con el de las personas con las que compite social y económicamente, es decir, una mejor distribución del ingreso en un país debería contribuir a incrementar el ahorro.

Friedman (1985)¹² continuó con la hipótesis Keynesiana de que el consumo corriente y ahorro de las personas dependen más bien de los ingresos permanentes o ingresos futuros esperados y en parte del ingreso transitorio (no esperado) más que de sólo el ingreso corriente. Esto quiere decir que los patrones de ahorro y consumo dependerán de sí las personas esperan que su ingreso crezca permanentemente, y que para determinar si se ahorra las personas compararan su tasa actual de preferencia con la tasa de interés derivada del ahorro y distribuyen uniformemente su consumo para maximizar su utilidad. Bajo este enfoque la tasa de interés es el principal factor por el cual se equilibran ahorro y consumo.

Modigliani, en el desarrollo de su hipótesis de ciclo de la vida, incorporó un concepto inter temporal en las decisiones de ahorro. En su investigación estableció que las personas planean su futuro de tal manera que puedan mantener niveles de consumo a lo largo de sus vidas, es decir, las personas se preocupan por generar ahorros mientras están en etapa activa laboral para que puedan seguir manteniendo sus niveles de consumo cuando pasen a etapa de

¹² “Una Teoría de la Función de Consumo”

retiro. En síntesis, las personas van adecuando sus niveles de consumo y ahorro de acuerdo con las variaciones en sus ingresos que experimentan a lo largo de su vida.

En suma, a pesar de existir indicios de que el ahorro generaría crecimiento en el país, aún se debate si el crecimiento es el que genera el ahorro.

3.3.1 El ahorro interno y el crecimiento económico

Durante los primeros años del siglo pasado, alrededor de 1920, los niveles de ahorro como porcentaje del PBI de países industrializados como EE.UU., Australia, Canadá, Francia, Japón y Reino Unido eran, en comparación con los niveles actuales, muy reducidos, situándose entre 10% y 15%. De acuerdo con datos publicados por el Banco Mundial¹³, con el pasar de las décadas las tasas de ahorro interno se han ido incrementando hasta niveles por encima de 20% para los países industrializados, incluso llegando a niveles superiores al 30% como es el caso de Japón.

Sin embargo, en el caso de economías emergentes, el coeficiente promedio es muy disperso: en Asia Oriental la tasa promedio es de 30%, donde destacan Malasia y China con ratios de 44% y 42.5% respectivamente; en América Latina el promedio se situó alrededor de 21%, con Perú con 22.6%. En contraste, se observa una disminución en la tasa de ahorro de países africanos.

Según las teorías descritas, en la medida que los ingresos per cápita se incrementan por encima de la línea de subsistencia, los agentes generarán excedentes que permitan diversificar inter temporalmente el consumo. Una mayor base de ahorro impulsará el desarrollo de los mercados financieros a través de la intermediación: las entidades bancarias, por ejemplo, deberán ser más activas en buscar colocaciones, mientras que bancos de inversión buscarán alternativas más sofisticadas para aquellos inversionistas (ahorristas) de largo plazo y aquellos

¹³ World Bank Open Data (datos.bancomundial.org)

que requieren financiamiento de proyectos con plazos similares. Si bien en este momento son los países industrializados los principales proveedores de ahorro global por la etapa de ciclo económico en que se encuentran, se espera que la principal fuente de crecimiento en el futuro provenga de las economías emergentes¹⁴.

Depender de los fondos externos (ahorro externo) para cubrir la inversión de un país puede generar problemas que van más allá de un incremento en los niveles de la deuda externa. Una razón importante para fomentar el ahorro interno como fuente de recursos para el financiamiento de inversiones es el carácter inconstante de los fondos externos, pues los mercados de capitales internacionales tienden a ser volátiles; además, existen imperfecciones en la movilidad internacional de capitales. Por esta razón un componente importante de ahorro nacional hace que la economía de un país sea menos volátil.

3.4 El desarrollo del sistema financiero

El ahorro interno resulta importante para el desarrollo de una economía, sin embargo, el desarrollo del sistema financiero de un país determina en qué medida este ahorro puede incrementarse.

Los fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos son probablemente los inversionistas institucionales más importantes para los mercados financieros. No solo concentran el ahorro de inversionistas naturales y son un mecanismo de estabilización y crecimiento de ingresos, si no también, colaboran activamente con el desarrollo del país, financiando tanto proyectos públicos como privados.

Mientras que, en países miembros de la OECD, el ahorro promedio de las personas durante su etapa de trabajador está por encima del 20% de sus ingresos, en Perú la cifra es

¹⁴ Según PwC (PwC 2011) existirá una demanda incremental por las inversiones proveniente de las empresas multinacionales de los mercados emergentes.

significativamente menor: solo el 10% es destinado a un sistema de jubilación, mientras que el ahorro a través de fuentes como fondos mutuos es, en términos relativos con el PBI local, muy por debajo de estándares internacionales. En promedio, los fondos de pensiones pueden ser equivalentes al 60% del PBI de un país (según cifras publicadas por la OECD). Por eso, resulta fundamental idear mecanismos que no se limiten a alentar la disposición de las personas a incrementar sus inversiones si no que, además, incrementen la oferta, a fin de que puedan encontrar una alternativa acorde con perfil de riesgo y sus expectativas.

Holzmann y Hinz (2005)¹⁵ concluyeron que la presencia de inversionistas institucionales en los mercados financieros era particularmente importante en una economía de mercado, pues movilizan e intermedian capital, asignan eficientemente precio y riesgo, absorben parcialmente shocks¹⁶ globales y empujan el buen gobierno corporativo. En esa línea, Matos y Ferreira (2008) demostraron que la presencia de inversionistas institucionales en una empresa se relaciona no sólo con valorizaciones más altas y mejor gobierno corporativo, sino también con menores gastos en capital.

Huyghebaert y Hule (2004)¹⁷ van un paso más allá y señalan que además de promover buenas prácticas corporativas, las empresas se benefician en una mejora de la liquidez de sus acciones y/o bonos y de una reducción en la asimetría de información del mercado. Como mencionaremos más adelante, para que este último punto sea efectivo se necesita una competencia activa entre inversionistas institucionales.

3.4.1 Requisitos para el desarrollo de los mercados

¹⁵ Old Age Income Support in the 21st Century

¹⁶ FMI (2003). Inversionistas institucionales locales pueden ayudar a controlar un entorno volátil en los flujos de capitales.

¹⁷ Capital Structure and Corporate Financing Decision (2004)

Para lograr un desarrollo óptimo del sistema financiero, es necesario que las operaciones se den en un mercado que garantice tanto su integridad como su liquidez. Integridad hace referencia a que no se pueda obtener beneficios de operar con información confidencial, ni para aquellos dentro de las instituciones como para los inversionistas ni intermediarios financieros. Liquidez hace referencia a que se puedan realizar operaciones a bajo costo sin ocasionar un movimiento adverso en el precio del instrumento que se desea operar.

Timothy F. Geither (2007), ex presidente de la reserva federal de Nueva York, menciona que la liquidez juega un rol fundamental en el desarrollo de los mercados financieros. La asignación de capital depende estrictamente de los activos a disposición, que no es otra cosa que el levantamiento de capital a ser invertido en la economía real mediante la emisión de vehículos financieros. Geither menciona que existen 2 tipos de liquidez: la primera, es la de mercado, que no es otra cosa que el movimiento que se generaría en los precios una determinada venta o compra, y la segunda, llamada también liquidez de fondeo, es la facilidad y el precio con el que un inversionista puede acceder al crédito.

En un mercado en el que todos los participantes son locales es mucho más vulnerable a una crisis de financiamiento: una desconfianza en el sistema local generará una crisis de confianza que ocasionará retiros de dinero de las personas naturales y la capacidad de los fondos mutuos de poder alocar de forma efectiva el dinero. Sin embargo, si existen inversionistas extranjeros, el riesgo de un shock idiosincrático disminuye (shock transitorio), haciendo más barato el crédito y mejorando su acceso. En ese mismo sentido, el desarrollo del sistema de fondos mutuos y la aparición de nuevo jugadores globales generará un mejor manejo de riesgos que se verá reflejado en un menor riesgo de financiamiento: los fondos tradicionales locales son muy adversos al riesgo, por lo que, si un emisor sufre problema de solvencia o flujo de caja, los fondos saldrán a venderlo y la tasa tendrá que ser muy alta para que el mercado pueda absorber esa venta. Sin embargo, internacionalmente existen fondos

especializados en ese tipo de crédito, si existiera un jugador local con esa necesidad, podría demandar el papel a un precio más bajo que el caso inicial, ayudando a la empresa a refinanciarse y evitar, en última instancia, una posible quiebra.

De otro lado, Eugene Fama (1970) en su hipótesis del mercado eficiente, menciona que un mercado será considerado eficiente si se cumplen dos características esenciales: la primera, que la información esté disponible sin ningún coste para el emisor, y la segunda, que dicha información relevante esté reflejada en el precio del activo financiero. En ese sentido, la eficiencia podrá ser débil, semi fuerte o fuerte dependiendo de la cantidad de información que sea correctamente incorporada en los precios y dependiendo si esta es histórica, pública o privada.

Sin embargo, para que lo anterior suceda debe de haber en un primer momento un proceso de formación de precios: debe de coincidir de manera simultánea que un inversionista desee vender un determinado papel a un precio específico y que, por otro lado, otro desee realizar la compra o, dicho de otra forma, que la oferta y la demanda coincidan. En un mercado donde no existen demasiados jugadores, este proceso será ineficiente y puede ocasionar o que los precios no reflejen la incorporación de nueva información lo que podría explicar que las empresas de bolsas de valores pequeñas como la del Perú no retrocedan como el resto de empresas del mundo cuando hay una caída en el precio del mineral que explotan. Así mismo, la falta de jugadores en el mercado podría llevar a movimientos irracionales de los precios: si consideramos únicamente los inversionistas locales de Perú los fondos mutuos de Credicorp Capital concentran el 42.5% de la participación de mercado según datos de la SBS, por lo que, si decidieran comprar algún valor al que las AFPs no tienen acceso lo más probable es que se genere un incremento en el precio (y caerá en caso deseen vender). Esta profecía auto cumplida se genera por el tamaño relativo que tiene la empresa para el mercado local, algo que disminuye aceleradamente con la incorporación de jugadores internacionales:

mientras que el fondo de acciones enfocado en Latino América es de apenas US\$ 50 millones, la firma sudafricana Investec, maneja un fondo de USD 1,000 para la misma estrategia.

De igual manera, una mayor cantidad de inversionistas institucionales reeditarán en un mayor número de operaciones, lo que se verá reflejado en los ingresos que reciben las empresas intermediarias de valores. Groysberg, Healy y Chapman¹⁸, tomando como referencia al mercado de EE.UU. entre 1997 y 2004, demostraron que los analistas del sell side lograban mejores predicciones sobre las utilidades esperadas que los analistas del buy side, entre otras cosas, por el nivel de seniority de los analistas y por el riesgo reputacional de una mala recomendación en el caso de un fondo mutuo, una mala recomendación puede ser filtrada por el administrador del portafolio o, en el peor de los casos, diluirse dentro del resto de decisiones de la cartera, mientras que la recomendación del analista del sell side es mucho más pública, por lo que un error es inmediatamente evidente para todos.

CAPÍTULO IV – EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

En el presente capítulo se describirá la situación actual del mercado de inversiones en la región MILA, se hará una descripción más detallada para la industria de fondos mutuos en el Perú.

4.1 ¿Qué es el MILA?

El Mercado Integrado Latinoamericano o MILA por sus siglas en español es la integración internacional de las Bolsas de Valores de Perú, Chile, México y Colombia, estos países juntos representan el 38% del Producto Bruto Interno de América Latina. El MILA inició operaciones en setiembre del 2009 con el acuerdo entre Perú, Chile y Colombia; México se integró recién en Julio del 2014 y su principal función es la de integrar las Bolsas de Valores para generar mayor exposición de estos mercados creando así productos más

¹⁸ “Do Buy-Side analytics outperform the Sell-side?” (2006)

atractivos para inversionistas globales, permitiendo también a cualquier inversionista en estos países adquirir productos bursátiles en cualquiera de estos mercados, a través de su bróker local y en su propia moneda.

Esta integración de mercados Latinoamericanos tiene también como objetivo incrementar el número de transacciones bursátiles, ofreciendo una plataforma eficiente y competitiva, generando así una adecuada exposición de los mercados asociados y por ende una mayor y mejor oferta de productos, lo que genera el interés de inversionistas locales y extranjeros.

La capitalización bursátil de MILA, producto de a la totalidad de las acciones de cada compañía participante multiplicada por su valor en la bolsa al cierre del 2017 fue de USD \$ 932.722 millones, con un crecimiento de 6.29%, en abril del 2018 ya se encontraba por encima de los USD \$ 990,000, siendo esta región una de los principales mercados en Latinoamérica. La tabla 4.1 detalla la capitalización Bursátil en el MILA a abril 2018.

Todos estos resultados son generados a través de 705 emisores, más de 35 intermediarios en toda la región y más de 1,000 valores disponibles para la negociación.

Tabla 9

Capitalización Bursátil en MILA abril 2018

MARKET CAP	MM USD \$	CIERRE 2017	VARIACIÓN ANUAL %
MILA	991,416,650,129	932,721,870,010	6.29%
CHILE	308,944,689,362	296,286,005,817	4.27%
COLOMBIA	141,466,993,086	121,931,587,495	16.02%
MEXICO	438,972,932,298	415,820,306,148	5.57%
PERÚ	102,032,035,382	98,683,970,550	3.39%

Fuente y Elaboración: Autores de esta tesis

4.2 Funciones

Dentro de las principales funciones del MILA podemos encontrar en primer lugar, generar oportunidades de inversión en renta variable dentro de los países participantes, generando negocios bajo normativa estándar y leyes homologadas entre los cuatro países miembros.

Por otro lado, la integración de los mercados busca también eliminar duplicidad de procesos y reducir la carga burocrática, generando un proceso ágil, seguro y eficiente, minimizando así los costos por operación.

Como siguientes acciones dentro de MILA, se está trabajando para ampliar el alcance de la plataforma de integración y generar una sinergia completa entre los países miembros, llegando a negociar incluso bonos corporativos, ETF's y todo tipo de derivados financieros, pero esto necesita de la buena voluntad de los partícipes en relación a la estandarización de temas tributarios.

4.3 Hitos en la formación del Mercado Integrado Latinoamericano

Desde su formación en el 2009 hasta el día de hoy el MILA ha ido incrementando su fuerza dentro de la región, adaptándose a los constantes requerimientos de los inversionistas, incluyendo a la bolsa mexicana (2014), aquí se plasman los principales hechos relacionados al desarrollo de MILA

- Setiembre del 2009, Inicia MILA, se firma un acuerdo de intención entre las bolsas de Valores de Lima, Santiago y Bogotá para definir un modelo de integración de los mercados que les permita desarrollar sus mercados, a través de la libre comercialización de productos entre los países participantes y de incrementar el peso específico de la región para poder atraer a inversionistas extranjeros.

- Junio 2010, se firma entre las instituciones acuerdo de implementación del Mercado Integrado, con objetivos, estrategias y procesos a implementar claramente definidos, con tiempos establecidos para cada actividad.
- Mayo 2011, se da inicio a la transacción del Mercado Integrado Latinoamericano con las bolsas y depósitos de Chile, Colombia y Perú.
- Julio 2011, se lanza los índices de MILA en asociación con Standard and Poor's (S&P), índice que refleja el movimiento de las 500 principales acciones del mercado accionario de Estados Unidos, destacando el índice de referencia S&P MILA 40.
- Junio 2013, se realiza evento internacional MILA Day en la ciudad de Nueva York, que congregó a representantes de MILA, autoridades Latinoamericanas y más de 200 inversionistas potenciales, que presenciaron las ventajas de invertir en la región.
- Diciembre 2013, se registran el mayor monto de operaciones en la infraestructura MILA desde su apertura en el 2009, totalizando en ese mes transacciones por montos sobre USD \$95 millones.
- Julio 2014, se crean índices MILA Pacific Alliance con Standard and Poor's (S&P), que incluyen por primera vez al mercado mexicano.
- Agosto 2014, se informa modelo para realización de IPOs MILA en Chile, donde inversionistas extranjeros podrán participar de un proceso de apertura en Chile.
- Diciembre 2014, Incorporación de Bolsa Mexicana de Valores e INDEVAL a MILA realizándose la primera transacción sobre un emisor chileno por parte de GBM México, esa operación dentro de MILA le permitió a la integración de países casi duplicar su volumen de Capitalización Bursátil debido al peso específico que México representa

4.4 Características de los Participantes

Las siguientes tablas señalan las características relevantes en relación al tamaño y volumen negociado en los mercados que componen el MILA.

Tabla 10

Tamaño de Mercados

	Número de emisores inscritos	Capitalización bursátil -corte abril 2018
México	142	US \$ 439 mil millones
Chile	212	US \$ 308 mil millones
Colombia	69	US \$ 141 mil millones
Perú	232	US \$ 102 mil millones

Fuente y Elaboración: Autores de esta tesis

Tabla 11

Volumen Negociado Abril 2018 (USD \$)

PAIS	MES ACTUAL	MES ANTERIOR	YTD 2018	Fuente y Elabora ción: Autores de esta tesis
MILA	16,105,249,990	20,414,896,142	73,286,124,081	
CHILE	3,430,813,550	8,718,995,143	26,118,618,500	
COLOMBIA	1,668,745,028	1,360,380,134	5,641,081,260	
MEXICO	10,811,625,549	10,110,592,267	40,399,135,390	
PERÚ	243,794,954	224,928,598	1,127,288,931	

4.4.1 Clasificación de los países pertenecientes al MILA

Cuando un inversionista evalúa alternativas para rentabilizar sus excedentes, busca aquellos activos que presentan una atractiva rentabilidad y que se encuentren alineados con el

nivel de riesgo que se esté dispuesto a asumir, considerando también el horizonte de inversión al que requerirían realizar el rescate o venta de su participación para obtener la utilidad. Por otro lado, por lo general se buscará realizar inversiones en países que posean la categoría de “grado de inversión” por las principales clasificadoras de riesgo a nivel mundial para de alguna forma realizar inversiones más seguras, sin embargo, algunos fondos cuyo origen y destino sea buscar rentabilidades mayores a costa de un riesgo más alto podrían invertir en países que no se encuentren dentro de dicha clasificación.

Tabla 12

Clasificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera

	Clasificaciones		
	Moody's	S&P	Fitch
Chile	A1	A+	A
Perú	A3	BBB+	BBB+
México	A3	BBB+	BBB+
Colombia	Baa2	BBB-	BBB

Fuente: www.standardandpoors.com; www.fitchratings.com ; www.moody's.com

Tabla 13

Escala de clasificaciones

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
Alto grado	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
Grado medio superior	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
Grado medio inferior	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
	Ba1	BB+	BB+
Grado de no inversión especulativo	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
Altamente especulativa	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC+
Riesgo sustancial	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC
			C
A falta de pocas perspectivas de recuperación		SD	RD
Impago	C	D	D
			DD

www.standardandpoors.com; www.fitchratings.com ; www.moodys.com

Como se puede observar los cuatro países pertenecientes al MILA se encuentran clasificados con “Grado de Inversión”, entre los límites y superiores de dicha escala por lo que se podría deducir que México, Colombia, Chile y Perú se encontrarían en igualdad de condiciones para captar inversionistas.

Sin embargo, además de evaluar rentabilidades, plazos de inversión y niveles de riesgo, el marco tributario aplicable en los países destino de la inversión resulta un factor relevante para los agentes de inversión.

4.5 Marco general de tributación en el MILA

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) o Fondos de Inversión son entidades que reúnen bajo un patrimonio común, los aportes de numerosos inversionistas o partícipes cuyo destino es la adquisición de activos financieros. La existencia de un vehículo de inversión colectiva entre el inversor original y los activos adquiridos genera que dos posibles entidades se adjudiquen las ganancias o pérdidas, la misma IIC o los inversionistas; y por lo mismo, dos entidades a las que se le pueden aplicar el Impuesto a la Renta establecido en cada país.

La identificación de la entidad a la que se aplique el Impuesto a la Renta varía de acuerdo a cada país perteneciente al MILA, dentro de lo que se ha podido identificar los siguientes modelos¹⁹:

- Tributa la IIC: caso aplicable para México para las Sociedades de Inversión cerradas y se computa sobre las rentas y dividendos percibidos.

¹⁹ Fuente: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (www.iimv.org/estudios)

- Tributa la IIC y el Partícipe: No aplicable para ninguno de los cuatro países del MILA, pero sí para países como España o Panamá.
- Tributa el partícipe: caso aplicable para Perú, Chile, Colombia y México para las sociedades de inversión en renta variable y en instrumentos de deuda (sociedades abiertas). Este tributo ocurre cuando el partícipe solicita el rescate de su inversión, la medición al momento del rescate depende de cada país. Por ejemplo: Variación de valor cuota en el caso del Perú.

También existen otros tributos como:

- Impuesto sobre el valor añadido: aplicado a la remuneración por los servicios prestados por las gestoras o administradoras, esto aplica a México y Perú.

4.5.1 Tributación de la Gestora de Fondos de Inversión

Según lo expuesto anteriormente, el Fondo de Inversión está exonerado del pago del Impuesto a la Renta en Chile, Colombia, Perú y México (para sociedades abiertas de inversión), sin embargo, las Gestoras o Administradoras de Fondos de Inversión sí resultan objeto de renta por las utilidades generadas producto de las comisiones que le cobran al fondo por su administración. En este sentido tenemos las siguientes tasas imponibles:

- Chile: 17%
- Perú: 29.5%
- Colombia: 35%
- México: 28%

4.5.2 Esquema de Tributación por parte del Partícipe

Tanto para Perú, Colombia y México las retenciones del impuesto a la renta de los partícipes son efectuadas por las Gestoras de Fondos, incluidas personas naturales y jurídicas,

mientras que en Chile la retención es sólo para personas naturales, teniendo las personas naturales que hacer su propia declaración del pago del IR.

En los cuatro países, el tributo se origina en el momento que el partícipe realiza el rescate de su inversión o cuando percibe dividendos. En cuanto al cálculo de la plusvalía sobre la que se aplicará el tributo, se calcula por diferencia entre el valor de compra y venta (rescate) de la participación, con la única salvedad de Chile, que incluye una actualización conforme a la inflación. La siguiente tabla presenta la relación de tasas de impuestos aplicables para los partícipes en Chile, Perú, México y Colombia.

Tabla 14

Tasas Impositivas en MILA

País	Tasa de impuesto
Chile	Persona Natural: 5%-40%
	Persona Jurídica: 17%
Colombia	Tipo Variable
Perú	Persona Natural: 5%-29.5%
	Persona Jurídica: 29.5%
México	Variable a sí la IIC o partícipe han asumido el impuesto y al activo en el cual se invierte
	Ganancia de capital/Dividendos: 10%
	Para acciones listadas en la Bolsa Mexicana de Valores
	Retenciones provisionales: 0.58% del capital invertido y que luego serán redimidas con las declaraciones de pago al impuesto a la renta tanto de las personas naturales como jurídicas.
	Esto es para Instrumentos de deuda locales o extranjeros y fondos Extranjeros de Renta Variable

4.5.3 Efectos Fiscales en MILA

El Mercado Integrado Latinoamericano, permite a los inversionistas operar sobre inversiones en acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), con intervención de los tres depositarios de valores: CAVALI, el Depósito Central de Valores (DCV) y DECEVAL respectivamente.

Las tablas 4.7, 4.8 y 4.9 muestran los efectos tributarios que se derivan de las operaciones de dividendos y los derivados de la utilidad por venta de acciones transadas en el MILA, de acuerdo a las leyes de los miembros participantes y al convenio de doble imposición suscrito.

Para este ejemplo, partiremos del supuesto de que la inversión será realizada en acciones, se llevará a cabo en los países miembros de MILA, la operación la realizarán personas no domiciliadas en el país de lista de acciones.

Analizaremos las retenciones y otros tributos aplicables a los dividendos recibidos o sobre la utilidad de la venta de estas acciones, así como también enumeraremos las consecuencias de estas operaciones al momento de declarar el impuesto a la renta.

Tabla 15

Inversionista peruano comprando acciones en MILA

Tipo de Ingreso	En Perú	En Chile	En Colombia
	0% a empresas domiciliadas	Renta Compartida	0% sobre dividendos tributados con la sociedad emisora
Dividendo	4.1% a personas naturales residentes	En Chile el impuesto se cobra como retención (35%)	33% sobre dividendos no tributados con la sociedad emisora
Impuestos al realizar la operación	Si es persona natural, Cavali retiene el 5% como pago a cuenta	0% en Acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Chile	0% en Acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia
Venta de Acciones	Persona Jurídica no tiene retención, el imp a la renta se declara y se paga por cada contribuyente El impuesto a la renta es de 6.25% para las personas naturales y de 30% para las personas jurídicas		
	No se computa para el calculo de renta imponible	Si el inversionista es una persona natural se establecen tres escalas: 15%, 21% y 30%	Será considerados renta exenta
Dividendo	Para personas naturales se considera 4.1% (renta de 2da categoría)	Si el inversionista es persona jurídica: 30%	
Efecto al declarar el Impuesto a la Renta	6.25% sobre la ganancia de capital si es una persona natural	6.25% sobre renta de fuente extranjera para persona natural	Será considerados renta exenta
Venta de Acciones	30% sobre la ganancia de capital si es una persona jurídica	30% para persona jurídica sobre la renta de fuente extarngera que se sumará a la renta neta de fuente peruana	

Tabla 16

Inversionista Chileno Comprando Acciones en MILA

Tipo de Ingreso	En Perú	En Chile	En Colombia
Impuestos al realizar la operación	Dividendo	4.1% a no domiciliados	Los dividendos se consideran rentas afectas al impuesto local, que va entre 0% y 40%, tasa determinada por el ingreso
	Venta de Acciones	5% sobre la ganancia de capital neta	0% en Acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Chile
Efecto al declarar el Impuesto a la Renta	Dividendo	Exoneraciones tributarias para personas naturales, dependiendo del monto de ganancia de capital	0% sobre dividendos tributados con la sociedad emisora 33% sobre dividendos no tributados con la sociedad emisora
	Dividendo	17%, 20% ó 18.5% sobre dividendos originados en Perú para personas jurídicas	0% en Acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia
	Venta de Acciones	Entre 0% y 40% de impuesto global Chileno si es percibido por persona natural Chilena	Los dividendos se consideran rentas afectas al impuesto local, que va entre 0% y 40%, tasa determinada por el ingreso
	Venta de Acciones	17%, 20% ó 18.5% sobre venta de acciones domiciliadas en Perú para personas jurídicas	17%, 20% ó 18.5% sobre dividendos originados en Colombia
		Entre 0% y 40% de impuesto global Chileno si es percibido por persona natural Chilena	Entre 0% y 40% de impuesto global Chileno si es percibido por persona natural Chilena
		Será considerados renta exenta	17%, 20% ó 18.5% sobre la venta de la acción domiciliada en Colombia para personas jurídicas
		Entre 0% y 40% de impuesto global Chileno si es percibido por persona natural Chilena	Entre 0% y 40% de impuesto global Chileno si es percibido por persona natural Chilena

Tabla 17

Inversionista Colombiano Comprando Acciones en MILA

Tipo de Ingreso	En Perú	En Chile	En Colombia
Impuestos al realizar la operación	4.1% a no domiciliados	35% de impuesto adicional al de primera categoría: 17%, 20% ó 18.5%	0% sobre dividendos tributados con la sociedad emisora
	Dividendo		33% sobre dividendos no tributados con la sociedad emisora
Efecto al declarar el Impuesto a la Renta	5% sobre la ganancia de capital neta	0% en Acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Chile	0% en Acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia si la venta de acciones no supera el 10% de las acciones en circulación de la sociedad emisora
	Venta de Acciones	Exoneraciones tributarias para personas naturales, dependiendo del monto de ganancia de capital	
Efecto al declarar el Impuesto a la Renta	Los dividendos deben de declararse como ingresos y restarse como renta exenta de impuestos en Colombia	Los dividendos deben ser ingresados como ingresos en Colombia	0% sobre dividendos tributados con la sociedad emisora
	Dividendo		33% sobre dividendos no tributados con la sociedad emisora
Efecto al declarar el Impuesto a la Renta	El ingreso es exonerado de impuestos en Colombia	Si la venta e menor al 10% de acciones en circulación de la sociedad emisora se considera ingreso no constitutivo, si supera este porcentaje de 33%	Si la venta e menor al 10% de acciones en circulación de la sociedad emisora se considera ingreso no constitutivo, si supera este porcentaje se grava con la tarifa de 33%
	Venta de Acciones	Si la operación arroja pérdida no es deducible	Si la operación arroja pérdida no es deducible
	Si la operación arroja pérdida no es deducible	Si la operación arroja pérdida no es deducible	Si la operación arroja pérdida no es deducible

4.6 El mercado local de Fondos Mutuos:

A enero del 2019, según el Informe de Fondos Mutuos publicado por la Asociación el patrimonio administrado asciende a S/ 29,740 millones. En la actualidad, existen ocho administradoras de fondos, con un nivel alto de concentración: las cuatro más importantes administran conjuntamente 92% del total de la industria. Sin embargo, si consideramos que el índice de concentración de Herfindal - Hirschman (HHI por sus siglas en inglés) para la industria de fondos de Perú es de 649 y que el Departamento de Justicia de EE.UU. (que mantiene una fuerte regulación antimonopolios) considera que un mercado con un HHI menor a 1500 puntos como competitivo, no debería generar una preocupación para el regulador local. El gráfico siguiente muestra la distribución de los patrimonios administrados a enero 2019.

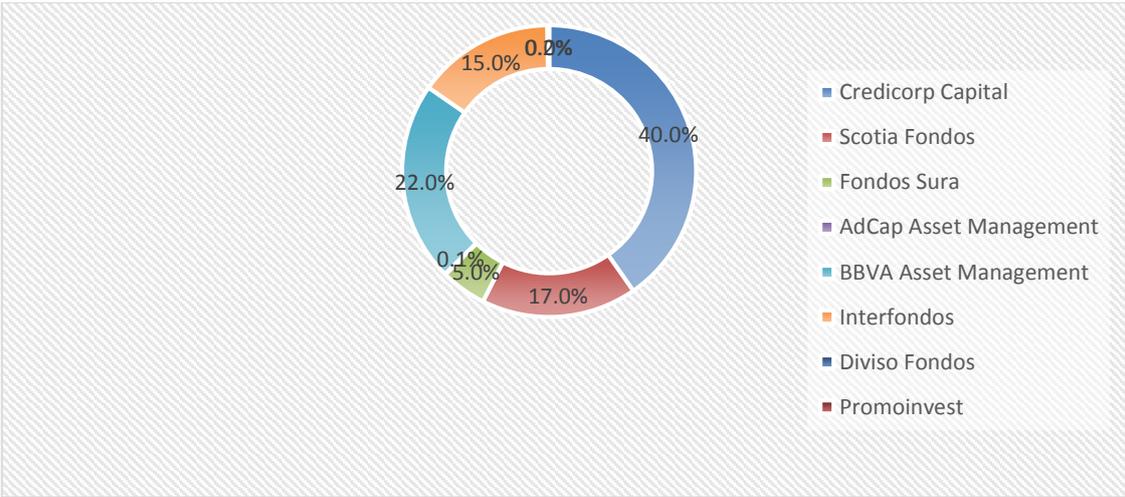


Grafico 2. Distribución de Patrimonio Administrado por Administradora

Fuente: Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos, Boletín Enero 2019

Del total manejado, los fondos de deuda mantienen la mayor participación con 67% del total de la industria. En especial, destaca la alta participación de los fondos de deuda de Corto Plazo, lo que refleja el espíritu conservador de los partícipes de la industria local: el 23% de las inversiones en fondos mutuos son equivalente a una cuenta de ahorros. Por otro lado, el

ahorro de largo plazo también mantiene una participación baja. Vale la pena resaltar el incremento en los montos invertidos en fondos de fondos y productos estructurados, que aportan un componente importante de diversificación a los inversionistas locales. El gráfico siguiente muestra la distribución del patrimonio según la clase de activos.

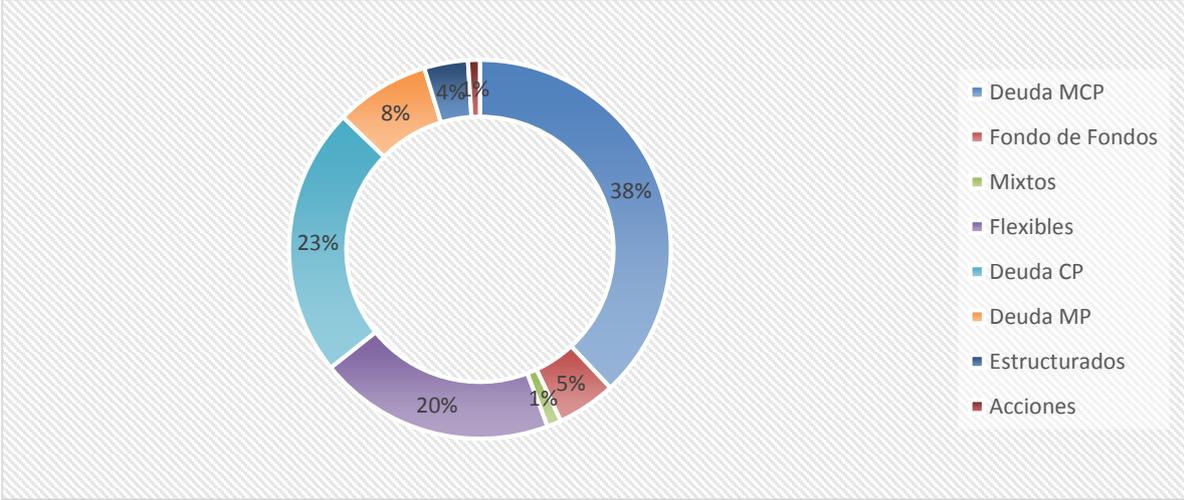


Grafico 3. Distribución de Patrimonio Administrado Según Clase De Activo

Fuente: Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos, Boletín Enero 2019

Por otro lado, las personas naturales representan la parte más importante del total de partícipes, con una participación de 97%. De igual manera que el caso anterior, los fondos de deuda son aquellos que mantiene mayor número de partícipes. En el caso de las personas jurídicas, están invierten principalmente en fondos de bajo riesgo, como una alternativa al manejo de tesorería de su cuenta caja-bancos.

Una característica importante del mercado peruano, única en la región, es la dolarización de la economía. La destrucción de valor fruto del gran periodo inflacionario entre 1987 y 1994, hizo que la moneda local perdiera su característica como refugio de valor y que la gente, y las instituciones financieras buscaran refugio en el Dólar de EE.UU. En ese sentido, la estructura del mercado de fondos mutuos refleja precisamente eso: del total de 166 fondos bajo administración, 115 son en dólares y sólo 51 en moneda local.

CAPÍTULO V – EL PASAPORTE DE FONDOS LATINOAMERICANO

En el presente capítulo se describirá la situación en el que surge la propuesta del pasaporte de fondos, los objetivos de esta propuesta y los posibles beneficios de su implementación.

5.1 El pasaporte de fondos Latinoamericano

En la actualidad, EE.UU. representa el mercado financiero más grande del mundo, la bolsa de NY representa en si misma más del 54% del índice global de acciones. Por otro lado, la apertura de las acciones tipo A de la bolsa China, antiguamente exclusivas para inversionistas locales a inversionistas globales, generará que este mercado represente más del 50% del índice de mercado emergentes. Ningún otro país en el mundo está en condiciones de asimilar flujos importantes de fondos de pensiones globales; como ejemplo, el fondo de pensiones de Noruega, supera el billón de dólares, tomando como referencia el promedio negociado de la bolsa de valores de Lima, tomaría quinientos días asumir el flujo del 1% de sus fondos, lo que lo hace, a todas luces, inviable.

Ante esto, y tratando de alcanzar un tamaño que pueda ser considerado relevante, bloques económicos como la comunidad Europea o Asia Emergente se han visto en la necesidad de integrarse, apareciendo como un alternativa que pueda ser considerada importante para los grandes jugadores globales.

Dentro de los pasos para alcanzar esta integración, quizás el más importante sea la estandarización de condiciones de mercado, generando simplificaciones sustanciales en la normativa de inversión para los grandes inversionistas extranjeros, incrementando la eficiencia en las operaciones realizadas dentro de países asociados, reduciendo los costos relacionados con la emisión y la comercialización de los productos, y desarrollando alternativas conjuntamente que no podrían crearse de forma independiente.

Actualmente, en busca de generar un tamaño más relevante a nivel global, los mercados latinoamericanos crearon la denominación MILA (por sus siglas, Mercado Integrado Latinoamericano). Si bien esto no representa un avance en integración normativa o reducción de costos, permitió el desarrollo de una plataforma regional: desde la bolsa peruana se puede comprar cualquier instrumento financiero (acciones o bonos) de cualquier miembro del grupo económico, y viceversa. Pese a no cumplir con el objetivo de atraer mayores capitales la región, la integración se dio a nivel latinoamericano entre países, aumentando el flujo hacia y desde Perú, por ejemplo, al resto de economías de la región, logrando de manera parcial una asignación de activos más eficientes y ayudar a cubrir tanto las necesidades de inversión como las de financiamiento de los principales agentes económicos de la región.

En esa misma línea, ayudó a incrementar los niveles de liquidez, entendidos como la capacidad de un activo o bien en transformarse en dinero²⁰, factor relevante para que los mercados de capitales puedan desarrollarse y convertir sus activos con facilidad. Esta mejora en los niveles se da a razón del incremento en los flujos de las transacciones de compra y venta de los productos que en ellos se negocian²¹.

Según un estudio realizado por la Unidad Económica de Inteligencia de PwC (EIU, 2011) la liquidez es el factor más relevante en la selección de una bolsa de valores. Mientras que la inestabilidad política no solo es vista como un factor que repercute en la inestabilidad económica del país, sino que se asocia a las normas y regulaciones cambiantes en estos mercados. Por otro lado, el mismo estudio señala que el 55% de las empresas pertenecientes a las primeras economías, considera que el marco regulatorio cambiante es uno de los factores que disminuyen las opciones de la región para ser vista como un mercado atractivo y el 33%

²⁰ El Banco Central de Reserva del Perú define la liquidez como la capacidad de un activo de transformarse en dinero, es decir, la facilidad en la conversión de los activos y bienes en efectivo.

²¹ Dentro de los indicadores de liquidez se encuentran el tamaño de la oferta y la demanda, el número o cantidad de las transacciones que se realicen en estos y el tamaño de las mismas.

señaló a la inestabilidad política como el segundo factor que explicaría la poca inversión de los mercados desarrollados en las bolsas de valores de las economías emergentes.

En este contexto, la creación de un pasaporte de fondos para la región, similar al existente en Europa o Asia, iría un paso más allá de incrementar la liquidez de mercado por los intercambios entre los países de la región pues, al propinar un sistema regulatorio unificado, la escala del mercado podría ser suficiente para la creación de instrumento que sea atractivo para jugadores fuera de la región: ya no sería necesario entender las particularidades de cada país, mejorando la calidad de la oferta. Por otro lado, al ser visualizado como un bloque, podría tener el tamaño relevante para introducir una estrategia pasiva, mejorando el flujo de la demanda.

Para mitigar las deficiencias de los mercados de la región, en octubre del 2017 se suscribe la Declaratoria de Inversión Colectiva para la implementación de un pasaporte de inversión de fondos común entre los países miembros de la Alianza del Pacífico.

5.2 Principales Stakeholders en el pasaporte de fondos Latinoamericano

Es importante identificar a los principales actores que participaran en la implementación y que a la vez serían los potenciales beneficiarios del pasaporte de fondos latinoamericano, una vez puesto en marcha. Hemos identificado a los siguientes:

- **Gobiernos de los países miembros:** quienes buscan los mejores intereses para sus respectivos países, y lógicamente atraer más inversión. Son estos gobiernos los que al final tienen que ponerse de acuerdo para lograr la implementación del pasaporte de fondos.
- **Bancos centrales:** encargados de la política monetaria de los respectivos países y que deberán evaluar el impacto de un mayor influjo de capitales en cuando a inflación, tipos de cambio, etc.

- Entidades regulatorias de los mercados de valores: quienes tendrían que ponerse de acuerdo en cuanto a las condiciones regulatorias que aplicarían para el pasaporte.
- Administradoras de Fondos de Inversión: las cuales tendrían una mayor oportunidad para ofrecer sus fondos en los países del MILA, pero que a la vez tendrían mayor competencia.
- Bancos dueños de las principales Administradoras de Fondos de Inversión: En los cuatro países del MILA, las más grandes administradoras de fondos son parte de grandes bancos comerciales, quienes se encargan de distribuir sus fondos a clientes finales. El pasaporte de inversiones podría comprometer los intereses de los bancos al tener mayor competencia.
- Inversionistas: los que verían aumentadas sus alternativas para rentabilizar sus excedentes.

CAPÍTULO VI – LOS PASAPORTES EN EL MUNDO

En el presente capítulo se describen los casos de pasaportes existentes en el mercado de inversiones global: el pasaporte de la Unión Europea y los pasaportes de la región Asiática.

Se describe el contexto en el cual surgen estos pasaportes, los objetivos y los resultados a la fecha; finalmente se señalan los hitos relevantes de estas experiencias en relación a las complicaciones en su implementación y puesta en marcha.

6.1 El pasaporte de la Unión Europea

En febrero de 1992 se firmó el “Tratado de Maastrich” o también llamado “Tratado de la Unión Europea”, el cual entro en vigencia a partir de 1993 y con el que se creó una nueva estructura institucional basada en tres cimientos, conocidos como los Pilares de la Unión Europea y los que son:

- Comunidades Europeas: en el cual se integraron las disposiciones y acuerdos sobre ciudadanía de la unión, políticas comunitarias, libre circulación de ciudadanos, unión económica y monetaria, entre otras disposiciones, de las tres Comunidades Europeas existentes a esa fecha, “Comunidad Europea del Carbón y del Acero”, “Comunidad Europea de la Energía Atómica” y la “Comunidad Económica Europea”.
- Política exterior y de seguridad común: relacionadas a cuestiones de ámbito militar y defensa común, derechos humanos, democracia, mantenimiento de paz, entre otros.
- Cooperación policial y judicial: relacionado al control del narcotráfico y tráfico de armas, terrorismo, trata de personas, delincuencia organizada, entre otros.

A la fecha, son veintiocho los estados miembros de la Unión Europea: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta,

Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido (en proceso de desafiliación), República Checa, Rumania y Suecia.

Unión Económica y Monetaria Europea (UEM)

A continuación, se presenta una breve reseña histórica de la Unión Económica y Monetaria Europea:

- 1969: Jefes de Estado definen el primer intento de unión económica y monetaria, estableciendo objetivos para la integración europea en la Cumbre de la Haya en un plan que preveía de diez años para su consecución. La meta era conseguir el libre movimiento de capitales, conversión de monedas de los estados miembros y fijación de tipos de cambio. Sin embargo, a raíz de la caída del sistema Bretton-Woods (acuerdos y reglas para las relaciones comerciales y financieras de corte capitalista y liberal entre los países más desarrollados a nivel mundial tomados en Julio de 1944) durante la Guerra de Vietnam sumado a la decisión de los EEUU de dejar fluctuar libremente al dólar a mediados de 1971 llevaron que el proyecto llegue rápidamente a su fin.
- 1972: En la Cumbre de París se creó el plan “Serpiente en el Túnel”, en un nuevo intento de unión económica y monetaria. Este plan consistía en la fluctuación controlada de las monedas de los estados miembros (Serpiente) frente al Dólar Americano (Túnel). En 1973 se produce la primera crisis del petróleo y consecuente debilidad del Dólar Americano y las diferencias político/económico entre los estados miembros llevaron a que varios países se retirasen, quedando sólo Alemania, Bélgica, Holanda, Luxemburgo y Dinamarca.
- 1978: se crea el Sistema Monetario Europeo (SME) en un nuevo intento de estabilidad monetaria y que tenía como fin tipos de cambio fijos pero ajustables. Los países que suscribieron este acuerdo fueron Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Reino Unido. Es así como se crea el primer mecanismo de

tipos de cambio (MTC I), el cuál consistía en que las monedas de los estados miembros (a excepción de Reino Unido) se basaban en una nueva unidad monetaria, llamada Unidad Europea de Cuenta (ECU por sus siglas en inglés²²), que era una media ponderada de las monedas de los países participantes. Es así que se estableció una tabla de conversión bilateral en la cual las monedas tenían sus equivalencias en ECUs y se estableció que dichas monedas no podían tener una variación mayor a 2.25% con excepción de la Lira Italiana que tenía un límite de 6%.

- 1988: El Consejo Europeo de Hannover creó un comité para evaluar la Unión Económica y Monetaria (UEM), elaborando el Informe Delors, el mismo que contenía un plan de tres fases para lograr dicha unión, haciendo hincapié en la necesidad de mejorar la coordinación de las políticas económicas, creación de normas para regular déficits presupuestales y la implementación de un ente independiente encargado de la política monetaria de los países de la unión, es decir, un banco central europeo.
- 1989: El Consejo Europeo de Estrasburgo convocó una conferencia intergubernamental para determinar qué pasos y cambios se tenían que hacer al tratado para lograr la UEM. Estos esfuerzos terminaron por crear el Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastrich), firmado en 1992.

Este Tratado de la Unión Europea contempló la UEM en tres fases:

- Fase 1 (1 julio 1989 – 31 de diciembre 1993): Estableció la libre circulación de capitales entre los Estados Miembros.
- Fase 2 (1 enero 1994 – 31 de diciembre de 1998): Acuerdos sobre las políticas económicas de los Estados Miembros y cooperación entre los Bancos Centrales de los miembros, creándose para este fin el Instituto Monetario Europeo, el cual también se encargó de realizar las disposiciones y reglas para la adopción de una moneda única.

²² European Currency Unit

- Fase 3 (en marcha desde el 1ro enero de 1999): Se crea el Banco Central Europeo (BCE), ente encargado de aplicar una política monetaria común para los estados miembros que adoptaron el Euro como moneda. Este acuerdo para adoptar al Euro se le conoció como MTC II. Importante recalcar que las reglas de presupuesto pasaron a ser vinculantes e incluso se podría sancionar a los estados miembros que no las cumplieren. Es importante mencionar que también se creó el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el cual está integrado por el BCE y por los Bancos Centrales de cada país de la Unión Europea, hayan adoptado o no el Euro como moneda oficial. Por otro lado, el Euro sistema está formado por el BCE y los Bancos Centrales de los países que sí han adoptado el Euro. El Euro sistema y el SEBC coexistirán mientras no todos los países de la Unión Europea hayan adoptado el Euro como moneda oficial.

Esta tercera fase aún está en vigencia pues no todos los estados miembros cumplen aún con los criterios de convergencia, como por ejemplo Hungría, Bulgaria, República Checa, Polonia, Rumania y Suecia, mientras que Dinamarca y el Reino Unido (que está en proceso de desafiliación) solicitaron voluntariamente no adoptar el Euro.

Informe Lamfalussy

A inicios de siglo, en agosto del 2000 los ministros de finanzas de los países miembros de la comunidad Europea, reunidos en la Convención de Lisboa decretaron como objetivo primordial para la comunidad europea convertir su mercado en “la economía más dinámica del mundo” por encima de la Americana y la Asiática. El mayor obstáculo sería la desintegración del mercado financiero europeo, que para esas fechas se encontraba con tendencia negativa.

En el año 98, en Cardiff, Reino Unido, la comunidad Europea emitió el “Plan de Servicios Financieros” o “FSAP” por sus siglas en inglés que contiene el objetivo y el camino a seguir para lograr la integración de mercado, así como las directivas que tienen como

finalidad ordenar y legislar a cada uno de los miembros participantes dentro de áreas como ahorros, tasaciones, hipotecas, sistemas integrados de pagos, ahorro, emisión de bonos, etc.

En la actualidad ya están aplicadas las siguientes directrices:

1. Transparencia, para regular la información pública, reduciendo la asimetría de información.
2. Abusos e Infracciones de Mercado, para generar normas y leyes contra el mal empleo de cotizaciones y uso de información privilegiada.
3. Emisión de Folletos, para regular los formatos para registrar documentos financieros en los mercados

Por último, todo servicio de inversión dentro de Europa era regulado por la MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) el cual debía de sufrir algunas reformas si la comunidad Europea quería que su mercado de inversiones crezca en la misma proporción que economías como la americana y asiática, manteniendo los estándares regulatorios necesarios para el buen desempeño dentro del mercado de la comunidad.

Anexo al MiFID se formó una comisión presidida por el Barón Alexandre de Lamfalussy, economista Húngaro (1929 – 2015), llamada “Comité de los Sabios para regular el Mercado de Valores en Europa” que tomó como premisa inicial que los mercados en Europa sufren cambios con una frecuencia constante (casi diaria) y la regulación vigente no podía alcanzar ese nivel de velocidad, por lo cual fue necesario la creación de reformas legales que permitan tener una correcta plataforma legal para el desarrollo del mercado Europeo.

La misión del proceso Lamfalussy, nombre otorgado debido a su presidente, fue diseñar el desarrollo regulatorio de todo proceso financiero, en los campos de banca, aseguradores y documento de valores. Este proceso está compuesto por cuatro niveles, cada uno enfocado en ciertos aspectos de la legislación financiera

1. Nivel 1: principio de legislación basado en el marco general, contiene los principios organizativos y las directrices normativas para el desarrollo, define también los poderes para llevar acabo la implementación
2. Nivel 2: implementación de medidas tecnológicas y operacionales a ser empleadas, nivel supervisado por la ESC (European Securities Commitee), en este nivel se construyen los detalles técnicos para implementar los principios del nivel 1
3. Nivel 3: encargado de asegurar la correcta implementación de los niveles 1 y 2, entregando a todos los supervisores guidelines y estándares de ejecución
4. Nivel 4: monitoreo y revisión de la legislación entre los países miembros de la comunidad, siendo el caso también se iniciarían procedimientos disciplinarios y aplicarían sanciones pertinentes a través del tribunal europeo de justicia.

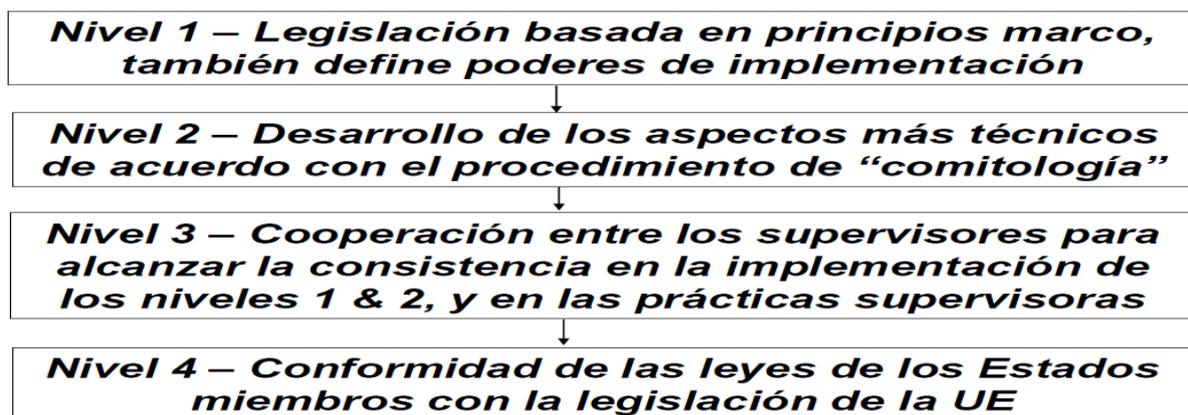


Grafico 4. Niveles

Fuente: Gráfico extraído del Seminario Mercosur del Banco de España, 2005

Luego de la entrega del informe realizado en febrero del 2002 se creó el Comité de Valores Europeo, entidad conformada por los voceros de todos los países participantes, encargado de la definición, redacción y publicación de las leyes y velar por los aspectos técnicos legales. Además, se estableció la creación de otro comité con la finalidad de asistir al primero, conformado este por agentes reguladores de cada país participante. Este Comité

pretende lograr interpretaciones más fidedignas de las leyes de la comunidad Europea, mayor sinergia entre países desde el punto de vista de supervisión y mejorar la calidad de los productos ofertados dentro de la comunidad Europea.

Las conclusiones más importantes que extrajo la comunidad Europea del informe Lamfalussy son las siguientes:

1. Emisión de un Pasaporte único de fondos de inversión para los mercados de los países participantes (UCITS)
2. Implantación de normas de contabilidad únicas en lo referente a los mercados de valores.
3. Modernización de los sistemas de inversión.
4. Elaboración de un folleto único para la emisión de valores dentro de la comunidad.

6.1.1 Implementación del Pasaporte

El 01 de noviembre del 2007, cinco años después del informe que sugería la creación, entró en vigor en los veintisiete países miembros de la comunidad europea y tres estados miembros del área económica Europea a través de la MiFID (Market in Financial Instruments Directive) el Pasaporte de inversión, cuya misión principal es poner las bases para unificar el mercado financiero de la Unión Europea.

Este pasaporte engloba un grupo de leyes con un rango general en la comunidad Europea y afecta a todos los ámbitos del sector financiero relacionados a:

1. Servicios Financieros a clientes Particulares, con las directivas de crédito consumo, hipotecas, créditos de consumo y pagos domésticos.
2. Servicios financieros al por mayor como son los grandes inversores y mercados de capitales, con las directivas de los fondos de inversiones.

3. Directivas que regulen las infraestructuras básicas del sistema financiero o que ayuden a prevenir fraudes o infracciones.

La implementación del pasaporte MiFID se realizó en cuatro fases independientes y autónomas entre sí:

Fase 1 – Directiva 2004/39/EC a Nivel 1

Fase 2 – Directiva de Transparencia (2004/109/CE)

Fase 3 – Directiva sobre el abuso de mercado (2003/6/CE)

Fase 4 – Directiva sobre folletos (2003/71/CE)

La MiFID a través del pasaporte de inversión busca generar tres aspectos claves:

El primero es dar mayor protección al inversor, obligando a las empresas que presten los servicios de inversión a seguir normas estrictas en defensa de los intereses de los clientes de la unión europea.

El segundo es asegurar la transparencia en la prestación de servicios, estableciendo condiciones y maneras claras para la ejecución de órdenes de manera clara y transparente, informando acerca de todos los trámites previos y posteriores además de los costos que estos generan, esperando así crear transparencia en los precios.

En tercer lugar y, desde nuestro punto de vista, el objetivo más importante del MiFID para con el pasaporte de fondos es la estimulación de la competencia en el sector financiero de la comunidad europea, suprimiendo la obligación de que cada país cancele a través de su mercado local las operaciones realizadas en su territorio, obligando a los participantes a reducir sus costos de operación y generando nuevas alternativas de inversión como son las plataformas electrónicas de inversión privada e incluso operadores que negocien posiciones por cuenta propia de forma frecuente.

Para lograr identificar el alcance del pasaporte y determinar que personas jurídicas estarán afectadas, se procede a definir el tipo de actividades y servicios de inversión afectos,

siendo obligatorio el uso del pasaporte para las actividades principales de inversión denominadas Core services las cuales adicionalmente están reguladas por la normativa MiFID. Además de la clasificación del tipo de actividad el pasaporte MiFID logrará segmentar a los clientes en tres grandes grupos como son:

1. Minoristas – Pequeños inversores, tanto privados como públicos, enfocando el servicio en la protección de estos y el envío claro de la información.
2. Profesionales – Lo comprenden las grandes empresas, empresas inversoras o family offices, esta se caracteriza por la experiencia dentro del mercado bursátil, otorgándoles la capacidad de tomar sus propias decisiones de inversión por lo que la protección sería de nivel medio.
3. Contrapartes Elegibles – Es un anexo de los clientes profesionales pero con un riesgo inversor alto por ende un nivel de protección mínimo.

Una vez que la entidad haya sido evaluada, calificada y autorizada podrá acceder al pasaporte MiFID para proveer cualquiera de los denominados Core Services dentro de los estados miembros de la comunidad Europea. Estos servicios están regulados y auditados por parte del ente regulador del país de origen y no como se realizaba anteriormente por el del país de acogida, es decir que si un producto es aprobado por la autoridad competente dentro de la comunidad europea se puede utilizar para negociarse en mercados de países regulados por la comunidad Europea, esto simplifica en gran proporción, para los emisores del producto la cantidad de trámites administrativos y burocracia, ya que la aprobación y administración se centra directamente en el país emisor, sin necesidad de alineaciones posteriores con el resto de mercados.

Para que una entidad sea autorizada para comercializar sus productos fuera de su país de origen se requieren de los siguientes requisitos:

1. Estado miembro cuyo territorio se propone establecer la sucursal.
2. Nombre y domicilio de la sucursal.
3. Datos del sistema de indemnización acreditado al cual la empresa está afiliada.
4. Servicios y actividades de inversión e instrumentos y/o productos sobre los que se prestarán dichos servicios y actividades.
5. Nombres, Curriculum Vitae y cuestionarios de honor de los responsables de la sucursal.
6. Plan de negocios que incluya Estrategia corporativa, estrategia comercial, estructura organizativa, agentes vinculados, Sistemas de control, datos de auditorías pasadas, proyecciones de estados financieros a un año.

Los requisitos indispensables para poder externalizar los productos de inversión a través del pasaporte son los siguientes:

1. Certificado de aprobación del producto.
2. Copia simple de la aprobación.
3. El resumen del producto traducido al idioma del país donde se comercializará (documento opcional, dado la diversidad de lenguas dentro de la unión Europea).

Este proceso tiene una duración de cuatro días laborables, un día para la aprobación del producto y tres días hábiles para la recepción, análisis y aprobación del país de acogida.

Dentro de la unión europea y para agilizar los trámites se ha establecido un sistema de aprobación vía correo electrónico con formatos de aprobación estandarizados. Mediante este sistema estandarizado la autoridad de origen está informada de la recepción del pasaporte por la autoridad del país de acogida y caso se necesite complementar la información el contacto entre autoridades es de inmediato, teniendo una capacidad de respuesta rápida ante la presencia de dificultades.

6.1.2 Integración del Mercado de Valores Europeo por segmentos

Bancos

La Unión Económica y Monetaria conllevó también a una mayor facilidad de transacción para los valores emitidos por los gobiernos y entidades públicas/privadas dentro de los Estados Miembros. En efecto, luego de la aprobación de la libre movilización de capitales en 1992, la eliminación del riesgo cambiario por la adopción del Euro como única moneda entre la mayoría de los Estados Miembros desde 1999 y sumado a prácticas uniformes en los mercados, como tasas de referencia como el Euribor permitió a la banca ampliar sus fuentes de financiamiento, pues podían utilizar un mayor abanico de valores como garantía para acceder a fondeo como por ejemplo a través del mercado de REPOS²³, el cual implica préstamos temporales contra valores en garantía y con la obligación de recompra de dichos valores por parte del prestatario. Otra fuente de financiamiento procedía de las Cédulas Hipotecarias o Covered Bonds por sus siglas en inglés, instrumentos de Renta Fija respaldados de manera global por la cartera de préstamos hipotecarios del emisor.

Si bien en un principio los bancos fueron los principales actores y beneficiados de la integración del mercado mayorista de valores al financiarse con el ahorro externo, luego de la Crisis Subprime en 2008, hubo un retroceso hacia la dependencia de fuentes nacionales de financiamiento, además los valores se utilizaban principalmente como garantía o colaterales para solicitar fondeo.

Luego de los programas de Flexibilización Cuantitativa o QE²⁴ (por sus siglas en inglés) por parte del BCE se restableció el dinamismo y la confianza entre los bancos para efectuar y tomar préstamos.

Pymes

²³ Repurchase Operations (REPOS):

²⁴ Quantitative Easing

Uno de los objetivos de la integración del mercado de valores en Europa era poder otorgarle una nueva fuente de financiamiento a las Pymes, y que no dependan sólo de bancos, reducir en sí el costo de capital y hacer a zona del Euro más atractiva para la captación de inversiones, lo cual beneficiaba no sólo a las empresas, sino también a los ahorradores, pues derivaría en una nueva alternativa para rentabilizar sus excedentes. De igual manera, en sí toda la economía se vería beneficiada dado el efecto del multiplicador de inversión, ya que cuando una empresa invierte en activos esto desencadena un aumento en la producción e ingresos de las empresas que fabrican dicho activos, contratan mayor personal y/o pueden subir salarios, con lo que los trabajadores dispondrán de mayores ingresos, los cuáles pueden ser destinados para incrementar su consumo, lo cual a su vez beneficiará a las empresas productoras de bienes de consumo y se repetirá el ciclo descrito líneas arriba.

A la fecha la integración del mercado de valores puesto en marcha en Europa aún no ha alcanzado a beneficiar a las Pymes, o por lo menos no en gran medida, pues las Pymes siguen dependiendo del financiamiento bancario en una gran mayoría. Es más, el mercado financiero europeo en sí depende en gran medida del sistema bancario tradicional como fuente de fondeo mientras que en EEUU la mayor parte del financiamiento proviene del mercado de capitales.

Ante esta situación la Comisión Europea, en un comunicado de prensa en mayo de 2018²⁵ propuso nuevas normas a fin de ofrecer a las pequeñas y medianas empresas un mejor acceso al mercado de capitales y con el objetivo de reducir los trámites burocráticos para las Pymes que intentan emitir valores y darles de la oportunidad de cotizar en “Mercados Pymes en expansión”, una nueva categoría destinada a pequeños emisores. De igual manera promoverán la liquidez de las acciones de Pymes que ya cotizan en mercados de valores. En síntesis, estas nuevas normas introducirán una solución más proporcionada para apoyar la cotización de las

²⁵ Comisión Europea, comunicado de prensa (europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3727_es.pdf)

Pymes, pero preservando la protección de los inversionistas y la integridad del mercado. Cabe indicar que en el reporte indican que, de los 20 millones de Pymes en Europa, sólo tres mil cotizan en mercados de valores.

Eurobonos

Los Eurobonos son obligaciones emitidas por grandes corporaciones o instituciones supranacionales europeas para captar financiamiento normalmente a mediano y largo plazo en monedas extranjeras, como por ejemplo en Dólares Americanos (Yankee Bonds), Yenes Japoneses (Samurai Bonds) o Libras Esterlinas (Bulldog Bonds). Este segmento ha presentado una mejor integración pues la normativa aplicable permite la libertad contractual y existe una regulación clara y aplicable, pues los Eurobonos se emiten bajo reglas y condiciones establecidas por la “International Capital Market Association”, organización global con sede en Suiza, y que funge como ente regulador a pesar que estas emisiones son privadas. Por otro lado, los depositarios son solo dos, Euroclear con sede en Bélgica y Clearstream con sede en Luxemburgo, a diferencia de los depositarios para las demás transacciones en los mercados de valores en Europa, dónde existen más de treinta, entre públicos y privados, lo que representa actualmente una de las barreras para una mejor integración del mercado de valores europeo. El hecho que la integración de los Eurobonos haya tenido más éxito reside en el hecho que dicho mercado funciona más como uno global y bien integrado.



Gráfico 5 – Status del Pasaporte Europeo

Elaboración Propia

6.2 Los pasaportes de la región Asiática

En la región Asiática, existen tres diferentes propuestas de “pasaportes”. No obstante, aún no se encuentran consolidadas como se había esperado debido principalmente a la complicación en las reformas fiscales que deben acompañar a cada una de estas iniciativas.

La primera propuesta implementada fue el ASEAN CIS (Plan de inversión colectiva de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático), una propuesta de pasaporte que permite la libre comercialización de fondos de inversión entre Singapur, Malasia y Tailandia. El CIS se encuentra funcionando desde agosto del 2014, luego de seis años de trabajo previo para la implementación, y a la fecha cuenta con seis administradores de fondos que manejan un portafolio de dieciséis fondos. No obstante, según una publicación de Fundselectorasia,

únicamente seis de estos fondos se han colocado en un país destino (5 en Singapur y 1 en Malasia)²⁶.

El segundo pasaporte de fondos, el MRF (Mutual Recognition of Funds) entre China y Hong Kong está vigente en el mercado desde julio del 2015. Así como el CIS, el MRF también presenta ciertos problemas que no se terminan de resolver aún luego de haber sido lanzado el producto al mercado. Dentro de los principales inconvenientes se encuentra el contraste entre la forma de operar de ambas economías participantes: en el caso de los fondos de Hong Kong, su comercialización es más lenta de la esperada en el territorio chino debido a una serie de complicaciones en el sistema de esta economía (dentro de los que destaca el tiempo de las aprobaciones que tardan entre 1 a 1.5 años), problemas relacionados con aspectos técnicos de la comercialización; entre otros. A la fecha solo se han aprobado seis fondos y, en contraste, Hong Kong actualmente maneja cincuenta fondos de origen chino dentro de su economía. Por otro lado, aún se siguen realizando ajustes a las normativas que lo rigen y a los aspectos técnicos de los fondos²⁷.

Existe una tercera propuesta: el ARFP (pasaporte de fondos de la región asiática). El ARFP se encuentra en etapa de implementación y ha convocado a cinco economías de la región: Japón, Australia, Tailandia, Corea y Nueva Zelanda; su fecha de lanzamiento estimada es febrero del 2019.

6.2.1 Los participantes

Los tres instrumentos han sido desarrollados con la expectativa de facilitar el comercio entre los países que los conforman y, en un largo plazo integrarse con el pasaporte de la región europea. Según una investigación realizada por BNP Paribas Securities Services y

²⁶ <https://fundselectorasia.com/schroders-and-uob-am-join-fund-passport-scheme/>

²⁷ “Las regulaciones a menudo no han considerado completamente el mecanismo operativo de venta de un fondo. Los detalles operativos minuciosos, como las diferencias en los estándares para el período de enfriamiento de la suscripción de fondos entre mercados, pueden disuadir a un distribuidor local de trabajar con un fondo transfronterizo”
<https://securities.bnpparibas.com/insights/broadening-asia-investment-horiz.html>

Cerulli Associates²⁸, se espera que el ARFP contribuya a un incremento del 65% del mercado para el 2022 llegando a USD 3.1 Trillones. Del mismo modo, AT Kearney estimó que el mercado podría incrementarse en más de USD 600 mil millones en el año 2030 con la participación de Australia y Nueva Zelanda.²⁹

Un aspecto importante a resaltar en la implementación de los tres instrumentos mencionados es la lista de participantes que se sumaron a las propuestas. A pesar de que todos los instrumentos trabajan en la misma región (la asiática), ninguno de ellos ha logrado convocar a todos los países de la región con lo que se podría indicar que cada instrumento tiene una debilidad que las diferentes economías, que no se han sumado a las propuestas, encuentran. Caso contrario a lo sucedido con el fondo UCITS que se ha sabido posicionar como la alternativa para la región Europea y no se han visto casos de propuestas de pasaportes que pretendan tomar el mercado que la UCITS busca.

El ASEAN CIS actualmente congrega a las economías de Singapur, Malasia y Tailandia; el MRF es un acuerdo entre China y Hong Kong. Ambas propuestas esperaban congrega un mayor número de economías participantes una vez lanzados los esquemas, no obstante, a la fecha todas mantienen los mismos participantes originales.

El ARFP cuenta hoy con la participación de cinco economías: Japón, Australia, Tailandia, Corea y Nueva Zelanda. Sin embargo, estas no fueron las únicas en mostrar interés en la propuesta. En un principio se convocaron a trece economías de APEC para esta propuesta (Australia, Singapur, Hong Kong, Japón, República de Corea, Tailandia, Malasia, Indonesia, Vietnam, Filipinas, Estados Unidos, Taipei chino y Nueva Zelanda). En el año 2012 Australia, Corea del Sur, Nueva Zelanda, Las Filipinas, Singapur y Tailandia se comprometieron a formar el grupo de trabajo que desarrollaría los detalles del pasaporte.

²⁸ Broadening Asia's investment horizons – Bnp Paribas report: <https://securities.bnpparibas.com/insights/broadening-asia-investment-horiz.html>

²⁹ AT Kearney (September 2015) Asia Region Funds Passport -https://www.rbcits.com/en/insights/2017/05/asia_rising

En el 2015, se firmó un acuerdo para pertenecer al pasaporte. Singapur deja de participar pues manifiesta que no se incluyen todas las normas fiscales acordadas³⁰, especialmente en cuanto a que los tratamientos fiscales de los fondos del pasaporte, deberían ser similares a los manejados en los países locales para no perjudicar al país local³¹. Por su lado, Japón es aceptado como miembro del esquema.

En abril 2016 las Filipinas deja de participar y, los países restantes firman un memorándum de cooperación como economías participantes originales del pasaporte y se comprometen a desarrollar e implementar los acuerdos señalados.

Es así que de los trece invitados solo cinco forman parte final de la implementación: Australia, Corea del Sur, Nueva Zelanda, Tailandia y Japón. De estos, tres se mantuvieron desde el inicio: Australia, Corea del Sur y Nueva Zelanda. Un país se unió a la iniciativa en el transcurso: Japón; y dos se retiraron en el tiempo: Las filipinas y Singapur.

Independiente a ello, el grupo de trabajo convocó por mucho tiempo a reuniones a los que se invita a las demás economías APEC (Australia, Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, República de Corea, Singapur, Taipei Chino, Tailandia, Filipinas y Vietnam) para presentar los avances en relación a la propuesta.

La lista de participantes demuestra que los tres esquemas aún presentan complicaciones para consolidar a las economías de la región, según Chris Blakey, jefe de transacciones de productos servicios de banca de Standard Chartered, estos instrumentos

³⁰ Singapore Pulls Back on Involvement in Asia Region Funds Passport <https://www.wongpartnership.com/index.php/files/download/1945>

³¹ El régimen impositivo de Singapur es comparativamente benigno respecto a los fondos extranjeros y los ingresos recibidos por las personas que invierten en fondos provenientes de fondos extranjeros.

Tiene perfecto sentido desde su perspectiva para salir del tema si la consecuencia es abrir más el mercado de fondos singapur a los gestores de fondos extranjeros sin asegurar ningún beneficio o ventaja al administrador de fondos con sede en Singapur que desea distribuir sus fondos en el extranjero” <https://www.wongpartnership.com/index.php/files/download/1945>

“pueden en un futuro superar el posicionamiento ganado por el pasaporte de fondos de la unión europea o, coexistir con él. Sin embargo, es probable que lo realicen por medio de fusiones entre los tres instrumentos o con la consolidación de alguno de ellos sobre el resto”³².

6.2.2 Motivación de los países para la implementación del pasaporte

Independientemente a los participantes y las diferentes propuestas desarrolladas, el interés para implementar estos esquemas es compartido. La principal motivación para desarrollar los pasaportes es la expectativa de crecimiento económico de la región. En los últimos años, la economía asiática ha demostrado un crecimiento importante impulsado por el incremento de la riqueza individual de sus habitantes y mercados. Así mismo, se espera que el cambio en el comportamiento de la población lleve a un mayor impulso de la economía.

En cuanto al crecimiento de los mercados; los planes de expansión y crecimiento de las empresas generan una necesidad de levantamiento de recursos lo cual constituye un escenario alentador para el mercado de capitales.

Respecto al cambio de comportamiento de la población, según un análisis realizado por PwC (2015) en base a las expectativas de la División de población del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de Naciones Unidas, la tendencia de urbanización por la migración de la población a ciudades se estima en 900 millones de personas para la región Asiática³³, lo que representa una futura masa poblacional de la que se espera surjan nuevos inversionistas.

El mismo estudio señala que la participación en inversiones extranjeras de los fondos de pensión de Asia se incrementó en 19% respecto al 2008³⁴ El incremento de los fondos de

³² <https://www.euromoney.com/article/b12kql4zjljj91/fund-passporting-in-asia-pacific-a-long-journey>

³³ PwC (2015) Asian Passports, the coming of Age

³⁴ PwC (2015) Asian Passports, the coming of Age

pensión se basa en el crecimiento de la fuerza laboral sustentado en el amplio porcentaje de población en edad de trabajo, lo que representa una oportunidad para el mercado de capitales. Del mismo modo, el estudio señala que la tendencia al uso de la información digital y por parte de los Millennials representa una oportunidad para la captación de inversionistas a pesar de las barreras territoriales.

Por último, según una encuesta realizada en el 2018 por Bank of America, los Millennials muestran una mayor capacidad de ahorro que las generaciones predecesoras³⁵. En ese sentido, y debido a estos patrones de comportamiento de la futura fuerza laboral se esperaría que la mayor capacidad de ahorro contribuya al crecimiento del mercado financiero y de capitales favoreciendo también a la demanda de fondos de inversión.

6.2.3 Implementación

A pesar de tener una referencia en el pasaporte europeo, los tres esquemas de fondos mencionados presentaron demoras y complicaciones para su implementación.

El ASEAN CIS, fue la primera propuesta y a pesar de haberse desarrollado años luego de la implementación de la implementación de la UCITS, su implementación tuvo un largo proceso. La primera propuesta para el desarrollo del ASEAN CIS se realizó en el año 2007 en una reunión de la comunidad ASEAN en la que se firmó un acuerdo entre los países miembros para lograr la unificación de los mercados y economías que lo conforman con el objetivo de incrementar la competitividad de la región. En el marco de ese acuerdo, en el año 2008 se iniciaron los trabajos para la creación del CIS, trabajo que tomó seis años para finalmente implementarse en agosto del 2014.

El MRF es un esquema de pasaporte de inversión entre China y Hong Kong. A pesar de esperarse un desarrollo más rápido de la propuesta, por congregarse únicamente a dos

³⁵ Bank of America (2018) 2018 Better Money Habits Millennial Report

economías; el MRF siguió un proceso de dos años y medio. Surgió por iniciativa de la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (SFC) a finales del año 2012; luego de un año de trabajo en conjunto con la Comisión Reguladora de Valores de China (CSRC), en diciembre del 2013 anunciaron que el esquema de inversión conjunta podría ser lanzado en el siguiente año, no obstante, el lanzamiento fue oficial en julio del 2015.

Finalmente, el ARFP, la más reciente propuesta, a pesar de contar con la experiencia de tres implementaciones (la UCITS, el ASEAN CIS y el MRF), es la propuesta que ha demorado mayor tiempo. Fue introducida como una oportunidad para ampliar el mercado de fondos asiático por medio de un informe en el Australian Financial Center Forum, organismo creado en 2008 para promover el desarrollo de Australia como un centro de servicios financieros, en el año 2010 y a la fecha aún no se ha implementado.

La demora en la puesta en marcha del ARFP se debe al mayor detalle y minuciosidad en el desarrollo de la propuesta. Luego de la recomendación realizada en el año 2010, se convocaron diversas reuniones para levantar el interés de las economías en formar parte del proyecto a lo largo de dos años. Después de dos años de revisión, en el año 2012 los ministros de economía de APEC acordaron proporcionar un mayor apoyo a esta propuesta con lo que se estableció el primer grupo de trabajo formal que se encargaría de revisar los detalles necesarios para la implementación (marcos normativos, políticas financieras, etc). En el año 2013, luego de tres años de trabajo, los ministros de finanzas de Australia, Corea del Sur, Nueva Zelanda y Singapur establecen un proceso para buscar la implementación del pasaporte y estiman un tiempo de tres años para este propósito. Se celebraron reuniones de trabajo entre las económicas interesadas en los que se revisaron detalles técnicos de la implementación y sus efectos y, a finales del 2015, luego del trabajo de recopilación sobre las diferencias normativas entre las economías participantes, se acordó realizar una evaluación sobre las

diferencias en materia de impuestos de cada país, el plazo estimado para la presentación de dicho reporte fue abril 2016.

Finalmente se propuso iniciar un piloto de implementación en julio del 2018 con el objetivo de que el pasaporte funcione para agosto de ese mismo año. Luego del piloto se acordó empezar la implementación en febrero del 2019. A pesar de ello, se ha acordado que los operadores contarán con el apoyo del grupo de trabajo del ARFP durante un periodo posterior a la implementación y funcionamiento del pasaporte.

La importancia del ARFP para la región asiática se refleja en el largo tiempo que las economías se han tomado en darle forma a la propuesta. Entender con precisión los problemas a los que los esquemas de fondos presentes en el mercado se han expuesto, ha constituido una ventaja para el desarrollo de esta propuesta; sin embargo, también genera que las economías que lo conforman sean más cautelosas con los detalles técnicos de la propuesta. Es razonable asumir que las economías que conforman el ARFP pretendan que sea este el instrumento que lleve a los fondos de la región asiática a competir con los fondos UCITS, posición que los fondos previos pretendían y a la fecha no han logrado.

La demora en la implementación y desarrollo de estos esquemas se debió a diversos factores. Dentro de los temas que tomaron mayor tiempo de revisión se encuentran:

- El efecto de las leyes de cada país destino en los fondos comercializados a través del pasaporte: si rige la ley local o la del convenio.
- La intención de lograr que las economías que lo conforman logren una homologación de normas y leyes que eliminen la desigualdad de beneficios entre los fondos locales y los que se encontrarían dentro del pasaporte; según BNP Paribas, este sería uno de los principales problemas para el lanzamiento del ARFP aún se observan en la región.³⁶
- El tratamiento fiscal de cada país.

³⁶ Asia Region Funds Passport (ARFP) 2018- Bnp Paribas memo: <https://securities.bnpparibas.com/insights/arfp-regulatory-memo-2018.html>

- Los tiempos del proceso: “Bnp Paribas señala que detalles como el tiempo de enfriamiento de la suscripción de fondos entre mercados puede afectar a la decisión del distribuidor de fondos.
- Las demoras en los plazos y las barreras para lograr las aprobaciones de ventas de fondos del pasaporte en los países locales así como la baja demanda de inversionistas genera aún rechazo por parte de los administradores de fondos a participar del CIS según Andrew Gordon, director para la región Asia de RBC Investor and Treasury Services.
- Aspectos comerciales: Según el memorándum de BNP Paribas existen aspectos comerciales como la facilidad para la transferencia de fondos desde el país de domicilio hacia otras economías que no han sido evaluados en el desarrollo de los pasaportes y que influyen en la decisión de los gestores de fondos al momento de considerar participar en estos esquemas.³⁷
- Diferencias culturales: Otro de los problemas que se mencionan como posibles complicaciones y que explicarían que la región asiática haya desarrollado diferentes instrumentos en lugar a una sola propuesta que congregue a la región, como si sucedió en Europa, es la diferencia de monedas y de culturas de las economías.

6.2.4 Conclusiones sobre el caso Asiático

Según Gordon, de RBC, UCITS sigue siendo popular entre los gestores de fondos de Asia porque es una plataforma única que puede ayudar a construir y dar acceso a múltiples mercados. En contraste con los esquemas de pasaportes regionales, las empresas no necesitan

³⁷ Broadening Asia's investment horizons – Bnp Paribas report: <https://securities.bnpparibas.com/insights/broadening-asia-investment-horiz.html>

establecer un fondo separado domiciliado en una nueva jurisdicción, establecer capacidades de inversión local o emplear proveedores de servicios locales.

Se tiene alta expectativa de los pasaportes de fondos asiáticos por el crecimiento esperado para la región no obstante mientras que no se resuelvan los problemas vigentes en cada uno de los esquemas, es probable que no puedan llegar a ser tan competitivos como el de la UE, pasaporte que es reconocido mundialmente y lleva más de dos décadas en el mercado e incluso en países de la región asiática como Australia.

Sin embargo y, a pesar de ello, parte de los incentivos para seguir con propuestas de pasaportes dentro de la región es el lograr una homogeneización de las regulaciones entre las economías de la región, mejorando de esa manera la fuerza y eficiencia del mercado [según bnp]³⁸

Debido a que existen tres pasaportes compitiendo entre sí por el mismo objetivo, tal vez resultaría de mayor valor para la región enfocar los esfuerzos en uno solo de estos esquemas ya que a pesar de contar con tiempo en el mercado, los distintos esquemas vigentes han encontrado barreras para su consolidación.

El ARFP siendo el más reciente de todos ha tratado de desarrollarse tomando como punto de partidas los aprendizajes de sus predecesores; sin embargo, queda demostrado que, a pesar de contar con la experiencia de estos, el desarrollo del ARFP ha sido complicado e incluso, a la fecha, aún quedan dudas respecto a si con su lanzamiento podrá posicionarse como un futuro par de los fondos UCITS.

³⁸ Broadening Asia's investment horizons – Bnp Paribas report: <https://securities.bnpparibas.com/insights/broadening-asia-investment-horiz.html>

Pasaportes Asiático



Gráfico 6 – Status de los Pasaportes Asiáticos

Elaboración Propia

6.3 Aprendizaje para el MILA

Después de haber revisado los casos de implementación del Pasaporte de Fondos de Inversión en Europa y Asia se puede encontrar buenas prácticas que facilitan una correcta implementación, así como también oportunidades de mejora en los procesos, en ambos casos se trató de generar una metodología de implementación acorde a la realidad de cada región, por lo que para el caso de una implementación en MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) esto no será la excepción, pero se podrían tomar los siguientes puntos como catalizadores para asegurar una correcta implementación

En el caso Europeo lograron incluir la libre circulación de capitales dentro de la agenda de la Comunidad Europea, logrando así que esta sea parte de la agenda de la integración económica de los veintiocho países que la constituyen, generando así el interés común de todas las partes involucradas, y lo más importante al unificar sus economías dentro de la Comunidad Europea, redujeron la posibilidad que los países de mayor desarrollo en el mercado bursátil presionen para tener mayores beneficios debido al tamaño de sus mercados. Caso contrario sucede en las aplicaciones del Pasaporte en el mercado Asiático, al no lograr una unidad a nivel continental, tal y como sucede en Europa, se han visto en la obligación de implementar distintos sistemas de libre circulación de capital entre grupos reducidos de países, donde por lo general uno de ellos tiene un mayor desarrollo bursátil, exigiendo así mayores beneficios a la hora de implementar el Pasaporte.

Después del análisis mostrado uno de los factores claves dentro de la implementación del Pasaporte de Fondos de Inversión en Europa fue la unificación de la moneda, el Euro es la moneda oficial de la comunidad Europea, la comparten 19 de los veintiocho países que la conforman, siendo el Banco Central Europeo y La Comisión Europea los entes regulatorios responsables de velar por su valor en el mercado, manteniendo su estabilidad versus el resto de monedas mundiales, principalmente el dólar americano (US \$) y el Yen Japonés.

En el caso de las monedas en América Latina, todos los países a tratar en este trabajo de investigación poseen monedas distintas, Perú tiene el Nuevo Sol, en Colombia se maneja el Peso Colombiano, Chile tiene el Peso Chileno y México el Peso Mexicano, lo que podría a simple vista ser una traba para la implementación del Pasaporte de Fondos dado los diferentes pesos de estas al momento de generar la libre circulación de capitales entre los miembros de MILA.

Tabla 18***Monedas en MILA***

País	Valor Monetario	Nomenclatura
Perú	1.00	PEN
Chile	197.18	CLP
Colombia	940.85	COP
México	5.80	MXN

Fuentes: Valores tomando como punto de referencia S/.1 Nuevo Sol (PEN)

Una posible alternativa que tendrían los países de Latinoamérica con respecto al tema monetario, la cual podría favorecer en la implementación del Pasaporte de Fondos es que algunos países participantes dentro de esta investigación tienen como moneda secundaria el dólar americano (US \$) lo que podría se podría facilitar una homologación de los fondos de inversión o incluso el Pasaporte de Inversión se podría aplicar íntegramente a los fondos colocados en la región en Dólares Americanos.

Un factor clave dentro del éxito inicial de la implementación del Pasaporte de Fondos en el mercado Europeo fue la creación de organismos para acordar las reglas y políticas a seguir dentro de la comunidad, así como también la creación de entes de control y regulación.

La comunidad Europea creó el Instituto Monetario Europeo (IME) con el fin de generar colaboración entre los Bancos Centrales de los países miembros para garantizar la estabilidad en los precios (1994-1998). En 1999 se creó el Banco Central Europeo con la finalidad de aplicar la política monetaria definida para todos los estados miembros de la comunidad salvaguardando el poder adquisitivo del Euro en el mercado mundial, por último la

comunidad Europea creó el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), ente virtual que representa la autoridad monetaria en la Unión Europea, pero con incidencia solo en los países que adoptaron el Euro como moneda (19 de ellos), dentro de sus principales funciones tenemos la ejecución de la política monetaria única, realizar operaciones cambiarias de divisas, velar por las reservas oficiales y emitir billetes bancarios en la zona de la Comunidad Europea

Un aspecto fundamental que la organización de MILA debería tomar en cuenta es la labor del depositario, en el caso Europeo podemos observar que la comunidad Europea tiene un gran número de empresas depositarias actuando dentro de la comunidad como por ejemplo Euroclear en Bélgica y Clearstream en Luxemburgo que manejan el 40% de la actividad de fondos Europea, en el caso de MILA tenemos actualmente solo 6 de estas empresas que no se darían abasto para manejar las actividades que genere la implementación del pasaporte de fondos de inversión

La implementación en Asia, no ha tenido tantos aciertos como la europea esto debido a dos motivos fundamentales, el primero, las diferentes monedas dentro del continente, y la segunda, la falta de interés entre los países asiáticos, tratando cada uno de los miembros de obtener mayores beneficios que los otros, tratando de que sus políticas vigentes prevalezcan sobre la de los otros miembros y en algunos casos dilatando la implementación tanto que las políticas sobre el manejo de fondos de inversión cambiaron, obligando a los promotores de la iniciativa del pasaporte replantear los procesos y objetivos, por lo que trasponiendo la realidad Asiática en la Latinoamericana debemos de lograr que el beneficio de la región prevalezca sobre el individual de cada país, definiendo intereses comunes en MILA así como roles y responsabilidades de las entidades financieras participantes.

En la comunidad Europea, por ejemplo, pese a la experiencia y al tiempo de funcionamiento del pasaporte, aún quedan muchas cosas por resolver, sobre todo de cara a la posible salida de Inglaterra de la comunidad³⁹.

Para lograr una integración de mercados a todo nivel, es necesario que muchas de las barreras existentes se eliminen y eso depende enteramente de la buena voluntad de los países para encontrar el equilibrio legal necesario.

³⁹ KPMG (2018), *Evolving Asset Management Regulation – Cross-border distribution is key to competition*

CAPITULO VII –LA IMPLEMENTACIÓN DEL PASAPORTE EN EL MILA

En el presente capítulo se señalarán los principales desafíos para la implementación exitosa del pasaporte en el MILA determinados a partir del estudio de los casos de los pasaportes de la región asiática y la Unión Europea, los marcos normativos de la región y del resultado de las entrevistas realizadas.

7.1 Sobre los desafíos

A pesar de la existencia de regiones del mundo como la europea y asiática que buscan facilitar su integración con acuerdos bilaterales que den más apertura a sus mercados financieros, aún existen economías que mantienen un enfoque más proteccionista que busca dar facilidades a la industria local frente a competencia global. Por ejemplo, en la actualidad, en Perú, un inversionista local tiene facilidades tributarias en sus inversiones locales frente a alternativas similares en el exterior.

Luego del análisis realizado, se ha podido determinar que existen algunos desafíos en relación a la estructura y características del mercado peruano, que deberán ser desarrollados para lograr la implementación exitosa del pasaporte: la diferencia de monedas, la figura del depositario, la concentración de los canales de distribución, las preferencias culturales de cada país, clientes cautivos, falta de incentivos para inversionistas institucionales.

7.2 La diferencia de monedas

El dinero tiene cuatro funciones comúnmente aceptadas:

- Medio de pago o de cambio: El dinero facilita el intercambio de bienes y servicios, ofreciendo un medio transable comúnmente aceptado y garantizado por el estado.
- Unidad de cuenta: Permite asignar un valor en unidades para distintos bienes y servicios, de manera que puedan ser comparados entre alternativas similares o relativizar frente a otros bienes distintos, y de poder llevar estados de cuenta.

- Patrón de pago diferidos: dado que el valor del dinero en el tiempo tiende a mantenerse, sirve para poder diferir consumo y pagos a lo largo del tiempo.
- Depósito de valor: la moneda no tiene valor en sí misma, si no, depende de la oferta y la demanda, así como la aceptación y confianza que esta tenga dentro de los distintos actores del mercado. En la medida que las condiciones anteriores se mantengan, la moneda da la posibilidad de trasladar el consumo presente al futuro y permitir el ahorro. Es común que cada país tenga una moneda propia y que su manejo esté bajo la supervisión del Banco Central, de manera que este último puede utilizar herramientas de política monetaria para incentivar el crecimiento económico de largo plazo, garantizando inflación estable y empleabilidad.

En Perú, sin embargo, luego del periodo inflacionario que atravesó el país entre 1987 y 1995, la moneda perdió su función de depósito de valor y patrón de pagos diferidos, lo que llevó al sistema financiero nacional y a las personas naturales a buscar en el USD de EE.UU. una moneda que supla el espacio dejado por la moneda local. Desde entonces, y pese a los avances logrados en desdolarizar la economía, existe aún una penetración importante del dólar en la economía peruana, tanto para operaciones de deuda de largo plazo como para todos los mecanismos de ahorro e inversión, como lo son, por ejemplo, los fondos mutuos

En el caso de Chile y Colombia, si bien el dólar es la moneda comúnmente utilizada para transar con el extranjero, no es utilizada localmente. Incluso en el caso de Chile existe una limitación a las cuentas en dólares

7.2.1 Respecto a la rentabilidad de los activos

Las inversionistas, ya sean personas naturales o jurídicas, incorporan tres factores al momento de tomar una decisión de inversión: rentabilidad esperada, riesgo y diversificación en un contexto de portafolio.

El primer factor, mucho menos predecible, depende de las expectativas que se mantenga sobre una variable económica y su efecto sobre un determinado activo financiero. Sin embargo, cuando se observan las proyecciones de los analistas de mercado, los resultados finales suelen estar muy lejos de las estimaciones iniciales. Por ejemplo, si vemos las proyecciones de los analistas del Sell-Side y lo comparamos con el resultado efectivo de las empresas que cotizan en el S&P500 durante el 2018, vemos que estos resultados estuvieron en promedio 25% por encima del resultado estimado. Por otro lado, los resultados proyectados para los siguientes 12 meses del mismo índice han pasado de un crecimiento proyectado de 18% a 5% en los primeros 3 meses del año⁴⁰.

En líneas generales, la evidencia empírica presenta una relación positiva y decreciente entre el retorno histórico de los activos financieros en el largo plazo y la volatilidad. Es así que, dada la dificultad para estimar los retornos, la asesoría financiera se realiza sobre la tolerancia a la volatilidad esperando que, en un plazo prudente, aquellos activos con un perfil más riesgoso obtengan mayores rentabilidades.

Sin embargo, ¿Qué es la volatilidad? En finanzas se utiliza la volatilidad como una medida del nivel de riesgo de mercado de un determinado activo. Mientras más volátil sea la rentabilidad que muestra, mayor será la probabilidad de tener un retorno negativo. En el caso de fondos mutuos, la volatilidad dependerá de la volatilidad misma y la correlación entre los distintos instrumentos presentes en una cartera de inversión. Sin embargo, sobre todo en aquellos fondos que tienen una concentración de activos de más de una región del mundo, también se toma en cuenta la volatilidad que genera la moneda en la que se publica el valor cuota, independientemente si esta es distinta a la de los subyacentes que se invierten.

⁴⁰ Según datos extraídos de la plataforma Bloomberg al 28 de febrero de 2019.

Por ejemplo, un fondo en pesos chilenos con que tenga como subyacente el S&P, dependiendo de la moneda, la volatilidad puede incrementarse o disminuirse, sin reflejar correctamente el riesgo propio del subyacente en el que se está invirtiendo.

En un periodo en el que la moneda y el fondo se muevan de forma inversamente proporcional, la volatilidad del fondo sería mucho menor a la del subyacente, dando una señal equivocada para un inversionista. Para ejemplificar esta relación se muestra la tabla siguiente.

Tabla 19

La Rentabilidad del Activo y la Moneda – Ejemplo 1

Periodo	Moneda	S&P	Fondo
1	-2.0%	2.0%	-0.04%
2	2.0%	-2.0%	-0.04%
3	-5.0%	5.0%	-0.25%
4	4.0%	-4.0%	-0.16%
5	-5.0%	5.0%	-0.25%
6	-6.0%	6.0%	-0.36%
Volatilidad	20.36%	20.36%	3.58%

Fuente y Elaboración: Autores de esta tesis

Pasará lo contrario con la volatilidad cuando esta tienda a correlacionarse de forma positiva. Para ejemplificar esta relación se muestra la tabla siguiente:

Tabla 20***La Rentabilidad del Activo y la Moneda - Ejemplo 2***

Periodo	Moneda	S&P	Fondo
1	1.0%	2.0%	3.02%
2	-1.0%	-2.0%	-2.98%
3	2.5%	5.0%	7.62%
4	-2.0%	-4.0%	-5.92%
5	2.5%	5.0%	7.62%
6	3.0%	6.0%	9.18%
Volatilidad	14.40%	20.36%	25.03%

Fuente y Elaboración: Autores de esta tesis

En el caso peruano, a diferencia de sus pares en chilenos y colombianos, los fondos que cuentan con activos en dólares, están representados en esa moneda, quitando el efecto de la conversión cambiaria a la volatilidad.

El desafío para que el pasaporte pueda reflejar la rentabilidad adecuada de los fondos radica en la diferencia de las monedas que se manejan en la región, en la medida que cada fondo esté vinculado a la moneda del país origen habrá que crear un mecanismo para aislar este efecto en la rentabilidad y poder reflejar el verdadero valor de la inversión.

7.2.2 Respecto a los costos de transacción

Una ventaja competitiva que tiene Perú es la amplia oferta de fondos de dólares, pues pueden ser ofrecidos de forma mucho más sencilla y, además, reducen la pérdida por convertibilidad. No existe en el mercado bancario una conversión directa entre las monedas de la región. De esta manera, un inversionista peruano que quiera realizar una inversión en pesos chilenos tendrá que comprar dólares y luego venderlos en Chile, perdiendo dos veces

por el spread cambiario. Por otro lado, el inversionista chileno que quiera invertir en Perú, sólo tendrá que hacer una operación cambiaria.

Adicionalmente, al momento de evaluar la selección, como se detalló previamente, la volatilidad y las correlaciones para un portafolio diversificado serán más precisas en aquellos fondos locales, pues permiten incluir la volatilidad de la moneda como una variable más de cartera.

7.3. La figura del depositario

El depositario es aquella entidad o institución que se encarga de salvaguardar los títulos valores que se la han entregado para custodia. Esta entidad es la que se encarga de la administración de los valores, es decir, recibe los mismos cuando son depositados y se encarga de devolverlos cuando el dueño de los valores solicita el rescate de su inversión.

Los depositarios pueden ser tanto entidades públicas como privadas, y pueden fungir como Depositarios Centrales de Valores (CSD por sus siglas en inglés⁴¹), Depositarios Internacionales de Valores (ICSD por sus siglas en inglés⁴²), pero también pueden ser privados ya que el título valor incorpora los derechos que de éste se derivan, por ende, podrían emitirse valores con intermediarios financieros como custodios.

El proceso que sigue es que dicho depositario abre cuentas contables de valores a los inversionistas, sean personas naturales o jurídicas, que han comprado partes de dicho “Certificado” o “Valor”. Sí los compradores de dichos valores son Intermediarios Financieros, esto a su vez abrirán cuentas contables en sus libros a inversionistas posteriores, produciéndose así una cadena de depósitos de valores y anotaciones en cuenta. A lo largo de esta cadena pueden efectuarse una serie de operaciones financieras, como compras/ventas de valores, préstamos de valores, repos, entre otros, teniendo la seguridad que finalmente todas

⁴¹ Central Securities Depository

⁴² International Central Securities Depository

las operaciones estén adecuadamente registradas y se tenga una clara trazabilidad de las operaciones realizadas.

Entre las principales funciones del depositario tenemos:

- Registro y custodia de valores e instrumentos financieros.
- Control de flujos de tesorería.
- Compensación y liquidación de valores.
- Supervisión y verificación del cálculo del “Net Asset Value”.
- Vigilar que se realice el pago de dividendos para los inversionistas.

7.3.1 Importancia del Depositario en la Integración de Mercados de Valores

Caso Europa

Si bien en Europa existen dos depositarios transnacionales, pan-europeos y privados, que son Euroclear con sede en Bélgica y Clearstream con sede en Luxemburgo, y que en conjunto representan cerca al 40% de la actividad de depositarios en la Unión Europea⁴³, existen otros 30 depositarios centrales, entre privados y públicos que realizan la función de creación de valores a través de anotaciones en cuentas contables para el mercado primario de valores, es decir durante la primera emisión de dichos valores y además de abrir cuentas de valores para operadores o gestores en el mercado secundario, es decir las entidades que luego de la primera emisión comercializan dichos valores con otros inversionistas.

El problema radica en que para una verdadera integración del mercado de valores la Unión Europea, la pluralidad actual de depositarios dificultan el flujo natural de capitales entre los países miembros, sumado a intereses nacionales de cada país donde opera determinado Depositario Central. Además, estos depositarios locales funcionan bien el ámbito local, pero al momento de llevar el tráfico de valores al plano internacional, se genera una

⁴³ Según Paper “La Unión de Mercado de Valores: Una nueva frontera para Europa” de A. Sainz de Vicuña Barroso

gran inseguridad jurídica, pues cada país tiene un marco legal y tributario particular. Así mismo, cada país miembro tiene su propia infraestructura, encareciendo y generando ineficiencias al funcionamiento de un mercado europeo integrado, y la opción de una consolidación de infraestructuras podría ser demasiado complicada por intereses nacionales.

Este tema fue abordado en el informe final de 2008 del Grupo de Seguridad Jurídica⁴⁴, quienes recomendaron no modificar las respectivas leyes de cada país para converger en una solución común, sino más bien crear un nuevo marco jurídico europeo que, en síntesis, regule las anotaciones en cuentas de valores, métodos para las transacciones de valores, contenido mínimo para el registro de valores, reglas de solución de conflictos, entre otros.

Finalmente, una última recomendación realizada por el Grupo de Seguridad Jurídica era referente a en qué país miembro se ubicaba el valor, teniendo en cuenta una cadena de depositarios. La recomendación fue que la norma Europea permitiese que un emisor de un Estado miembro pueda emitir en el depositario central de otro Estado miembro, lo que es, terminar con las leyes nacionales que obligan a un emisor a emitir sus valores en el depositario central de dicho país y recíprocamente dar a los depositarios nacionales la capacidad de abrir cuentas a personas naturales y jurídicas no domiciliadas, de modo que cada emisor tenga la libertad de decidir en qué país miembro emite sus valores y a los inversionistas o adquirientes de valores decidir dónde ubicar sus valores, es decir que exista la posibilidad de exportar dichos valores a solicitud del inversionista. Esta recomendación es clave para una mejor integración de infraestructuras entre los países miembros.

Caso Pasaporte de Inversiones MILA

A continuación, se describe cuáles son las estructuras registrales y anotaciones contables en cada país del MILA:

⁴⁴ Grupo de expertos juristas conformado en 2005 para hacer recomendaciones sobre como sobrellevar las diferentes reglas y leyes de cada país miembro de la Unión Europea.

1. Chile: es un sistema de doble escalón, indistintamente del instrumento o emisor. Las empresas de depósito y custodia son las encargadas de llevar el registro de valores mediante anotaciones en cuenta. En la actualidad, la única empresa encargada del depósito y custodia es DCV Depósito Central de Valores S.A. la misma que no cotiza en bolsa. Los inversionistas pueden solicitar a DCV la certificación de todos los datos de su inversión, como cantidad, tipo, clase, emisor, etc. Por otro lado, las Sociedades Agentes de Bolsa, Bolsas de Valores, Bancos o cualquier otro intermediario financiero que mantenga valores por cuenta de terceros, pero a nombre propio deben abrir una cuenta destinada al depósito de dichos valores en DCV. Pero si el dueño final de dicho valor lo requiere, el intermediario deberá abrir una cuenta individual.
2. Colombia: Existen dos entidades administradoras de depósitos, una privada llamada DECEVAL que se encarga de los instrumentos de renta fija y variable y emitidos por empresas privadas y también valores de renta fija emitidos por entidades públicas distintas a la nación. La otra entidad se llama Depósito Central de Valores (DCV), administrado por el Banco Central, y que se encarga de la administración de la administración y custodia de los valores de renta fija emitidos, garantizados o avalados por el Estado o por el propio Banco Central. Ambos depósitos llevan registros individuales de los inversionistas, pero en doble escalón, de manera que se registran en sub cuentas de dentro de las cuentas de los depositantes directos o intermediadores financieros.
3. México: existe un Registro Nacional de Valores (RNV) a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y que se encarga de la actualización, cancelación y/o suspensión de inscripción de valores. De otro lado, también existe la entidad llamada Institución para el Depósito de Valores (S.D. INDEVAL), empresa privada y que se encarga del registro central de valores, depósito, administración, compensación y

liquidación y transferencia de valores. Los registros en S.D. INDEVAL se hacen a nombre de las instituciones depositantes y a través de anotaciones en cuenta. Son éstas entidades financieras las que deberán entregar sus estados de cuenta a los inversionistas finales donde se refleje la propiedad sobre dichos valores.

4. Perú: la entidad encargada de efectuar el registro central único dónde se identifica la propiedad individual de los inversionistas es CAVALI ICLV, la misma que lista en bolsa. El registro contable se lleva a cabo para cualquier valor negociado o no en un mecanismo centralizado, de modo que CAVALI abre cuentas a sus participantes, denominadas cuentas matrices, dentro de las cuales se registran las tenencias de valores de los inversionistas.

7.3.2 El desafío en la figura del depositario para la integración de valores del MILA

Como se explicó en el caso Europa, existen depositarios centrales de valores por cada país, en los países del MILA ocurre lo mismo, por lo que vemos que el principal desafío es determinar cómo se va abordar este tema, como posibles soluciones podríamos tener:

- Depositario único para las inversiones entre los países del MILA, lo que involucraría la creación de una nueva entidad y bajo la cual puedan converger o bien una armonización de las leyes de los cuatro países, o regirse bajo un nuevo marco jurídico para los países MILA.
- Solicitar a una entidad ya existente e internacional que se encargue de la administración, custodia y liquidación y compensación de valores, como por ejemplo Pershing, Euroclear o Brown Brothers Harriman.
- Replicar las recomendaciones del Grupo de Seguridad Jurídica en Europa de, bajo un nuevo marco jurídico para los países del MILA, se de la libertad al emisor de decidir

en qué país emita sus valores y a los inversionistas finales decidir dónde quiere que se encuentren custodiados sus valores.

7.4 La concentración de los canales de distribución

Como se explica en el capítulo tercero, los canales de distribución del mercado de inversiones son personas jurídicas autorizadas por el regulador correspondiente para la colocación de los fondos mutuos en el mercado.

En la actualidad, cada país de la región cuenta con sus propios canales de distribución. Con la implementación de un pasaporte en el MILA, surge la necesidad de creación de distribuidores en cada país que faciliten la colocación de cualquier fondo proveniente de la región y que presente información adecuada sobre las distintas alternativas.

En el Perú, los canales están concentrados exclusivamente en las agencias bancarias; por ello, la proporcionalidad entre el tamaño de los bancos dentro del sistema y su participación dentro del mercado fondos mutuos se mantiene y, hasta cierta medida resulta convenientemente direccionada. Por tanto, en la medida que no se creen estos canales existirá una limitante para que los fondos chilenos, colombianos y mexicanos puedan ser colocados en el mercado peruano. Es muy probable que los clientes más pequeños, sin acceso a una asesoría adecuada, inviertan exclusivamente en los fondos vinculados al banco en el que se encuentran depositados sus ahorros.

El desafío surge en primer lugar, la inversión en la creación este canal deberá sustentarse en la rentabilidad generada de sus operaciones y, a pesar del tamaño de los fondos transfronterizos de MILA, es probable que las ganancias generadas no justifiquen dicha inversión, sobre todo en un mercado como el peruano que cuenta con una baja penetración en la inversión de fondos. Por otro lado, la reducción de los costos transaccionales para los inversionistas es uno de los principales beneficios propuestos del pasaporte. En ese sentido,

los canales de distribución deberán contar con una estructura de costos lo suficientemente eficiente para que resulte más rentable que la opción de invertir, para un peruano, en un fondo domiciliado en el exterior⁴⁵.

7.5 Los clientes cautivos

Al igual que la concentración de los canales de distribución que afectan a los clientes más pequeños, existe un problema similar con los clientes de las distintas Bancas Privadas o Family Offices. En este caso, como el banco que lleva a cabo el trabajo de asesoría de estos clientes no quiere brindarle información a un tercero sobre sus clientes, los “obliga” a invertir en distintos fondos promocionados o administrados por el mismo banco, independientemente si son la mejor oferta para el cliente.

7.6 Falta de incentivos para inversionistas institucionales

Si bien los clientes retail pueden ser, una vez consolidados, un cliente potencial importante, muchas veces la decisión de entrada a un país se justifica dentro del papel que pueden representar los inversionistas institucionales dentro de dicha inversión. Actualmente, en Perú solo el sistema de AFP mantiene inversiones por aproximadamente USD 45 mil millones al cierre del 2018, mientras que en Chile esa cifra es cercana a USD 250 mil millones, y en ambos casos el sistema se encuentra concentrado en pocos actores (cuatro en el caso de Perú y ocho en el caso chileno), por lo que conseguir un ticket de inversión de cualquiera de estos actores puede ser relevante. Sin embargo, como se ha mencionado a lo largo de la presente investigación, la regulación y la facilidad para que esto suceda no es la adecuada.

⁴⁵ En la actualidad, para invertir en un fondo de MILA, un peruano deberá encontrarse físicamente en el país donde se encuentra domiciliado dicho fondo.

Una meta importante impuesta por la Autoridad de Mercado de Valores Europeo (ESMA, por sus siglas en inglés, European Security and Market Authority) es que para que esta iniciativa funcione los inversionistas institucionales y retail deben tener la misma protección, independientemente de su localidad y el país de procedencia de los fondos en los que quiere invertir. Adicionalmente, recomienda incluir lineamientos para el marketing y la publicidad (si se muestra rentabilidad, ¿cuál es el plazo que se debe mostrar?), estándar de publicación de información y uniformización en la publicación de notificaciones.

7.7 Las preferencias culturales

El desarrollo de la industria depende en gran medida de la disposición de los partícipes por tomar riesgo y de su horizonte de inversión.

7.8 Sobre la expectativa de la reducción de las barreras

Si bien hay muchas iniciativas que buscan hacerlo, aún existen problemas pendientes de solución. Por ejemplo, si bien ESMA ha sugerido ampliar el pasaporte europeo a algunas economías adicionales a los miembros de la comunidad, la Comisión Europea aún se muestra en contra de hacerlo, sobre la base de problemas vinculados con tratamiento impositivo y políticas anti lavado de activos.

En Asia, por su parte, no se ha visto un incremento significativo en el flujo entre países luego de firmar los distintos pasaportes que existe en la región. Diferencias culturales y lingüísticas, sumado a distintas monedas y restricciones de capital han evitado que la iniciativa pueda realizarse.

En líneas generales, mientras no existe un regulador supranacional que esté por encima de agencias locales y dependan, en gran medida, de enfoques distintos presentados de manera individual por cada país, los mecanismos de integración no funcionarán en la forma que están

pensados. Peor aún, puede llevar a una sobre regulación que, por un lado, haga que la industria se vuelva muy cara y se concentre (perdiendo así la competencia que se busca generar) y por otro a un arbitraje regulatorio, que termine transformando a la industria más allá de lo que el regulador puede anticipar inicialmente.

CAPITULO VIII – CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

8.1 Recomendaciones:

Tomando en cuenta la investigación realizada y de cara a una investigación posterior, se realizan las siguientes recomendaciones:

- Conseguir la opinión de otros actores claves, como el Banco Central y su rol de estabilidad en la moneda, la SUNAT y las implicancias tributarias (a fin de definir los incentivos del Estado y la recaudación), bancos en su rol de distribución y sus similares en Chile, Colombia y México.
- Analizar el perfil del inversionista local y su compatibilidad con la oferta de fondos en el resto de los países miembros.
- Obtener la opinión de administradores de fondos Europeos y Asiáticos a fin de entender desde su perspectiva las ventajas y desventajas del pasaporte implementado en su región.

8.2 Conclusiones generales:

La iniciativa del MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) buscaba generar eficiencias operativas para los usuarios de los mercados de capitales (intermediarios, inversionistas y emisores) reduciendo costos, mayor transparencia, diversidad y liquidez. Sin embargo, esto no atacaba directamente una problemática en la región: el desarrollo económico de los países miembros requeriría una inversión que no podría ser absorbida por el ahorro interno.

Ante esta necesidad de atraer capitales del exterior, surge la iniciativa del Pasaporte Latinoamericano de Fondos como un mecanismo que, a través simplificación de normas, mejoras operativas y competitividad, así como la conformación de un mercado mucho más atractivo en tamaño, será mucho más visible para grandes inversionistas globales.

Sin embargo, y pese al respaldo de los países miembros en la firma del compromiso para su implementación, existen problemáticas importantes que deben ser atendidas para su correcto funcionamiento.

Por el lado normativo, independientemente de los avances en las normas para la libre distribución de fondos del exterior en la plataforma local realizados por la SMV, se requiere un compromiso del resto de organismos del Estado en su conjunto. Por un lado, la Sunat (así como sus pares a nivel regional) deben uniformizar la tributación de manera que se elimine el sesgo a la inversión local y, al mismo tiempo, otorgar el grado de organismos retenedores a administradoras de fondos extranjeras dentro de los países que componen el MILA. En esa misma línea, una posibilidad que acercaría a las AFP a esta iniciativa, sería que el BCR extienda la categoría de “inversión local” a aquellos países que componen el grupo.

Adicionalmente, facilitar por un lado la creación de sub cuotas con distintas características (que permite diferenciar la comisión de gestión, por ejemplo, como se hace en Chile) o normar la facilidad de reembolso para aquellos inversionistas con aportes significativos, y al mismo tiempo, en el resto de países, permitir que un inversionista local mantenga cuotas en dólares (Chile y Colombia no mantienen abiertamente posiciones bi monedas y existen restricciones para la compra/venta de moneda extranjera). En la medida que la oferta no pueda uniformizarse la libre competencia será limitada.

Otro aspecto importante que se debe trabajar a fin de fomentar la libre competencia es la distribución. Actualmente no existe una plataforma accesible que unifique la oferta de fondos y facilite la inversión. Los principales distribuidores son bancos que cuentan con una banca privada y los usuarios finales de los fondos suelen ser clientes del mismo banco. Si el fin del Pasaporte es fomentar la competencia entre países, se deberá crear un mecanismo que permita que la competencia se desarrolle, como podría ser obligar a instituciones bancarias a autorizar aportes interbancarios a casa de fondos distintas a la propia, incluso, aquellas en el exterior.

En todo caso, si bien es mejor que sea el mismo desarrollo del mercado el que alinee los intereses para fomentar la competencia, es deber del regulador intervenir y brindar una alternativa.

Adicionalmente, y de cara a una implementación efectiva, de acuerdo con los factores de éxito identificados, se proponen las siguientes recomendaciones:

- La creación de una plataforma unificada de liquidación para la suscripción y redención de cuotas para fondos locales y pertenecientes a los países que componen el bloque MILA. Esta iniciativa puede ser privada, como lo son la mayoría bolsas y cámaras de compensación.
- Uniformizar el marco tributario para los fondos ofrecidos localmente por extranjeros y aquellos domiciliados en Perú. En principio, los ahorros son generados de los ingresos netos, es decir, como una parte del remanente que ya pagó impuesto a la renta, por lo que tendría sentido llevar la tributación a cero, al menos para aquellos movimientos poco frecuentes. En todo caso, se puede avanzar mucho en la homologación, extendiendo la capacidad de agente retenedor a las empresas distribuidoras de fondos mutuos extranjeros, o eliminando el impuesto a la toma de ganancias para aquellos inversionistas que rescaten de un fondo con el fin de invertir en otro.
- Forzar a que los bancos permitan la suscripción de cuotas en fondos de la competencia a fin de eliminar las barreras a la entrada y reducir el número de clientes cautivos.
- Flexibilizar las restricciones al uso del dólar en Colombia y Chile y al mismo tiempo incluir dentro de su plataforma una oferta de fondos en dólares, a fin de reducir el costo de operaciones cambiarias y que los fondos muestren de manera directa la volatilidad real del activo que gestionan

Anexo A. Detalle de las Entrevistas

Entrevistado 1

Fecha de la entrevista: 20 de Febrero del 2019

1. ¿Se encuentra al tanto de la iniciativa que propone la creación de un Pasaporte de Fondos de Inversión para la región latinoamericana?

Si hemos hecho un par de entrevistas para algunos clientes así que he buscado lo que se ha querido hacer.

¿Cree que es necesario? ¿Por qué?

Mira lo que nosotros hemos visto es que se está dando un enfoque al modelo que en Luxemburgo o en los países que son hubs financieros y creemos que es una muy buena iniciativa porque en Latinoamérica, digamos los países por separado no tienen mucho volumen para generar una industria de fondos especializada, osea estos países que necesitan unirse a otros países para poder desarrollar su industria de fondos, entonces creemos que es una muy buena iniciativa pero está muy verde todavía, le faltan muchos temas operativos y legales para que pueda realmente despegar.

De implementarse la propuesta, ¿cuáles cree que son los principales desafíos que enfrenta la industria en su país de cara a un pasaporte de Fondos Latinoamericanos?

Lo que ha pasado es que la implementación está siendo a través de las bolsas y los fondos en Latinoamérica no operan como acciones normalmente, lo que normalmente hace un inversionista de un fondo es que hace una cuota y un rescate directo al fondo. Entonces lo que hemos visto es que dificulta la operativa con los clientes operar a través de las bolsas porque hay que conseguirse un vendedor y un comprador cuando el cliente quiere salir y entrar, como que desnaturaliza lo que es un fondo y al final complejiza algo que debería de ser muy simple.

Cuando hemos querido vender a través del pasaporte de fondos hemos tenido que inscribirlo en las bolsas y operarlos a través de las mismas. Eso es por un lado al ser iniciativa de la bolsa y estar tributado en ella ha dificultado la operativa, es más difícil que un fondo normal porque tiene que darse que alguien venda, entonces hay un costo del deal y el up y no es tan simple

¿Esto se solucionaría una vez que se firme los acuerdos de distribución?

Entiendo que esta parte del acuerdo ya está firmado y que ya podemos hacer eso pero para hacerlo hay que inscribir los fondos en la bolsa y la operativa está en transar los fondos en la bolsa. En lo simple sería que un cliente en Peru nos transfiera a nuestra cuenta desde el fondo de Chile. Yendo a la parte operativa lo que falta, que existe en países que son un hub financiero, es un custodio que funcione en todos los países que se encargue de hacer el settlement durante esas operaciones y eso hoy día no existe, cada país tiene un custodio y digamos que los fondos no son custodiables en lugares distintos que no sean su país. Entonces al final el cliente se le complejiza la compra y la venta porque tiene custodiar en un lugar distinto al que está acostumbrado. En Estados Unidos existen las empresas de Post Sales Services (BDH) todas estas empresas grandes que brindan este servicio de custodia de participe digamos que se encargan de hacer la liquidación de las operaciones, por lo menos en Chile y en Perú la liquidación la puede hacer incluso la misma administradora de fondos y eso complejiza mucho tener un estándar único entre ambos países

Eso por el lado operativo, la operativa hoy día, al ser un proyecto impulsado por la bolsa está muy tranzado en fondos cotizados y falta todavía el análisis de los fondos, además tenemos mucho desconocimiento tributario, es un gran tema que la doble tributación asusta a los clientes

¿Si un cliente peruano invierte en un fondo chileno todavía es obligado a fuente de renta extranjera entonces tributaría distinto no?

Ahí empezó la parte más complicada, si un cliente peruano compra un fondo en Chile directamente se le va a considerar como cuenta extranjera y la tributación es muy mala te voy a compartir la tabla. Entonces eso obliga a que se tenga que comprar a través de la bolsa, porque si se compra a través de la bolsa se puede considerar como renta variable nacional. El problema de hacerlo de esa manera es que para que ese beneficio exista hay que vender también a través de la bolsa y para un fondo es muy difícil encontrar un comprador. Entonces la parte tributaria hoy día está siendo muy engorrosa y un gran impedimento si encuentras comprador o no encuentras comprador

¿Primero deberían estandarizar eso también a nivel regional?

Claro lo que habría que hacer es que la tributación debería ser igual que uno invierta en fondos de diferente país que tengan este acuerdo suscrito. Entonces en Luxemburgo se tributa cero, ¿cierto? Y es la única forma porque si es que vas a tributar no tiene ningún sentido el cambiarte de jurisdicción. Los acuerdos de doble tributación al final son muy complejos y la verdad que no he encontrado a nadie que los entienda, tenemos abogados especialistas en doble tributación, pero el simple hecho de tener que hacer un trámite extra asusta a varios clientes y disminuye la posibilidad que usen el pasaporte

¿Y desde el punto de vista del regulador? Debería de haber un regulador común, porque entiendo que lo que el regulador pide en Colombia, Perú y Chile son requisitos distintos para la creación de sociedades de fondos, entonces imagino que eso también se debería estandarizar

Eso es más filosófico, al final el cliente sabe que exige la reguladora de su país y decidirá si está cómodo en cómo funciona la industria en ese país y eso decidirá si invierte o no, lo que se no se está tratando de homologar son los requisitos de cada fondo porque cada país tiene su forma de fiscalizar y es difícil que se pongan de acuerdo, entonces me costaría creer que vamos a tener un fiscalizador común, no creo que sea necesario aquí.

Los temas más importantes para que esto funcione al final es el tema del custodio, o sea tener un servicio de custodio que entienda como se custodia en cada país y actúe como intermediario entre el país de origen y el país donde está el fondo y muy importante homologar los temas tributarios, o sea para que a un peruano le convenga comprar un fondo a través de MILA y del pasaporte en Chile tiene que ser sí o sí a través de la bolsa, entonces al ser de la bolsa es un gran problema encontrar comprador cuando quieras salir y cuando quieras salir también te demoras entonces desnaturalizas tu fondo en una acción, entonces hemos visto que no funciona

¿Si se implementara el pasaporte, solucionando el tema normativo y se creara el custodio, como crees que se reconfiguraría el mercado? ¿Sería positivo?

Yo creo que sí absolutamente, porque naturalmente aumenta la competencia enormemente, entonces en Latinoamérica los clientes normalmente actúan con plataformas cerradas, es decir, los clientes de un banco tienen productos de ese banco, una corredora tiene solo productos de esa corredora, pero creo que hay una tendencia clara a que las instituciones se están abriendo a vender productos de otra compañía y además hay presión por parte de los clientes a que en el banco que esté, se le vendan productos de otras compañías

¿El cliente del banco termina siendo un cliente cautivo de los productos del banco

Claro pero si sigue esta tendencia junto a que te puedo ofrecer un subproducto de otros países claramente se va a reconfigurar la industria, un caso muy específico, nosotros que somos banco de inversión latinoamericano para poder tener clientes en otros países, incluso en Perú, nos convenía crear un fondo en Luxemburgo y nuestros clientes en Perú y en Colombia prefieren comprar nuestro fondo en Luxemburgo en lugar de nuestro fondo en Chile por todo esto, entonces es como ilógico al final tener que crear un fondo en Europa que invierta en Latinoamérica para que un cliente latinoamericano lo compre. Y eso en la realidad no va a cambiar en nada, no va a haber ninguna diferencia, los fondos se irán a comercializar más,

pero como te digo tiene que ir muy de la mano con que los bancos estén dispuestos a ofrecer a su banca privada fondos distintos a los que ellos desarrollan.

¿Se puede implementar? y ¿si se implementa que es lo que pasaría?

Mira, en Perú, yo creo que si se implementa en forma correcta por ejemplo las empresas chilenas que tienen un know-how importante, pues llevan varios años invirtiendo en fondos, yo creo que los clientes peruanos se sentirían muy cómodos invirtiendo en empresas chilenas, quizás en Chile no cambiaría tanto la industria, porque la oferta de los otros países no es tan interesante pero al revés sí, en Colombia, en Perú que la industria de fondos es menos especializada si sería muy interesante poder vender fondos chilenos, va a depender de cuán avanzada está la industria local

¿Cuántos clientes peruanos tienen bajo custodia acciones chilenas? ¿Cuántos clientes chilenos tienen acciones peruanas o colombianas? Eso es muy bajo, prácticamente nulo. Esto sería homologable a la bolsa integrada latinoamericana que en la práctica no ha generado nada, y ya llevamos casi diez años

Claro, lo que pasa es que en la realidad hay cosas que tienen que cambiar, por ejemplo en Perú específicamente si uno compra una acción chilena o una acción colombiana se considera extranjera, si uno quisiera hacer una zonificación real tendría que considerar a Perú, Colombia y Chile como una sola región cosa que un institucional tiene mucho más espacio para moverse y eso le da mucho más liquidez

Como siempre se reduce al tema tributario, mientras la tributación sea de extranjero va a ser imposible, nadie va a comprar algo con impuestos cuando tienes la local sin impuestos por eso como te decía es muy importante la voluntad política de crear un sistema interconectado realmente y no simplemente en la práctica, tiene que ser algo con igual tributación.

Entrevistado 2

Fecha de la entrevista: 5 de Marzo del 2019

¿Se encuentra al tanto de la iniciativa que propone la creación de un Pasaporte de Fondos de Inversión para la región latinoamericana?

Sí. La SMV publicó la Resolución Nro. 022-2018-SMV/01 Reglamento para el Reconocimiento de Fondos del Exterior (vigencia 1ero de noviembre de 2018).

¿Cree que es necesario? ¿Por qué?

Permitirá que los inversionistas de la Alianza del Pacífico (Chile, Colombia, Perú y México, este último país aún falta publicar su normativa), puedan acceder a un mayor número de alternativas de inversión, diversificando su portafolio.

¿Considera posible su implementación? ¿Por qué?

Si bien en el papel el pasaporte de fondos ya existe entre Perú, Chile y Colombia, hay temas que se deben cerrar para lograr su implementación; tales como el rol de los distribuidores de fondos como agentes de retención de impuestos de los partícipes.

De implementarse la propuesta, ¿cuáles cree que son los principales desafíos que enfrenta la industria en su país de cara a un pasaporte de Fondos Latinoamericanos?

El regulador del mercado de capitales ha buscado abrir el mercado de fondos, mejorando la competitividad de las sociedades administradoras con medidas como la reducción del requerimiento de capital adicional, la incorporación del gestor externo y del distribuidor de cuotas, la implementación del prospecto simplificado.

¿Qué desafíos presenta la empresa en la que trabaja?

La SMV se encuentra trabajando en la aprobación de los prospectos simplificados de la industria y en buscar operativizar lo más pronto posible el uso de distribuidores de cuotas, permitiendo que más empresas participen (como cajas municipales, supermercados, etc).

¿Cómo cambiaría la estructura actual de mercado luego de su implementación?

Se esperaría que la industria de fondos mutuos pueda crecer aún más, medido por AuM y número de partícipes. Se busca que el mercado peruano sea un hub regional de fondos mutuos donde empresas de otros países establezcan sus fondos (por menores costos operativos, facilidad de tener fondos denominados en Soles y Dólares) y se distribuyan al resto de países de la Alianza del Pacífico.

¿Cómo se está buscando solucionar las transferencias de moneda y de cuotas? ¿De que forma un inversionista peruano podría invertir, por ejemplo, en pesos Chilenos, y recibir los dividendos que pagan los fondos?

El tema de inversión en moneda local no se ha profundizado. La primera etapa del Pasaporte buscaría que se fomenten los fondos denominados en USD, donde Perú tiene una ventaja por ser una economía bi-moneda vs Chile y Colombia.

¿Se está considerando que inversiones en fondos de la región puedan servir como garantía de préstamos locales?

Dependerá de los productos que los administradores domésticos establezcan. Se espera que ellos comiencen a aceptar como garantías dichos valores cuando sean también distribuidores de fondos extranjeros y puedan establecer controles sobre la libre negociación de los valores.

Un beneficio que existe para miembros de la comunidad Europea de invertir en fondos bajo su pasaporte, es que no se realice la ganancia cuando se rescate de un fondo y se reinvierta en otro fondo de la misma comunidad. ¿S están considerando beneficios similares?

Existen iniciativas de diversos gremios del mercado de capitales al MEF para postergar el pago de impuesto a la renta a la ganancia de capital sobre activos financieros, cuando los inversionistas inviertan en otros activos (fondos mutuos, acciones, depósitos bancarios), y solo cobrar el impuesto cuando obtenga el cash. La entidad que deberá aprobar dicho planteamiento es el MEF.

El rol de los inversionistas institucionales es importante para el desarrollo del segmento, pues son clientes que por su tamaño pueden justificar la entrada de fondos a los que luego personas naturales podrían invertir directamente, sin embargo, existe la limitación de que cualquier fondo de la región sea considerado como renta de fuente extranjera.

¿Están pensando ampliar la clasificación de inversión local a cual inversión en el MILA?

La industria de inversionistas institucionales ha planteado al regulador (SBS) la denominación de inversión local (Perú) a las inversiones en países de la Alianza del Pacífico.

¿Se está considerando formar un mecanismo centralizado (una especie de BBH MILA)?

Se espera que sea el sector privado quien formule la formación de una plataforma centralizada donde las cuotas de fondos puedan registrarse y facilitar la liquidación. Es de esperar que las propias bolsas de valores/agentes custodios de los países puedan diseñar este mecanismo.

Entrevistado 3

Fecha de la entrevista: 7 de Febrero del 2019

¿Se encuentra al tanto de la iniciativa que propone la creación de un Pasaporte de Fondos de Inversión para la región latinoamericana?

Sí. De hecho, los fondos mutuos en Perú han trabajado directamente con distintos actores detrás de las propuestas para la implementación del pasaporte.

¿Cree que es necesario? ¿Por qué?

Permitirá incrementar la competencia dentro de la región, mejorando las condiciones para los partícipes y mejorando la rentabilidad para aquellos que puedan adelantarse a los cambios y tener una propuesta competitiva.

¿Considera posible su implementación? ¿Por qué?

En el papel es posible, en la práctica hay muchos detalles que deben afinarse. El papel de los distribuidores, la estandarización de las reglas tributarias en cada país, el tratamiento de las monedas... en Colombia realizar inversiones en dólares es muy difícil, el regulador es bastante exigente con todas las normas de lavado de activos. En Chile es más tranquilo, pero básicamente lo mismo, todos invierten en pesos.

De implementarse la propuesta, ¿cuáles cree que son los principales desafíos que enfrenta la industria en su país de cara a un pasaporte de Fondos Latinoamericanos?

Como te decía, es un tema de alinear incentivos. Hoy tu puedes vender cuotas de fondos de Chile, por ejemplo, a través de la plataforma MILA, cruzándolas en bolsa. Pero si quieres ser

formalmente un distribuidor de fondos, tendrías que cumplir con la normativa de la SMV, y todos los requisitos que esto genera.

Monedas también es un problema importante. Se podría ver la posibilidad de que las administradoras peruanas abran fondos en Chile que compren directamente cuotas de los fondos en Perú. De esta manera todo el tema de moneda y cambios lo ve la administradora, aunque igual estamos hablando de un costo que el partícipe debe asumir, aunque es lo mismo que el fondo local si este también tiene subyacente en dólares, como son todos los fondos globales, por ejemplo.

El tratamiento tributario también es un factor importante. En Perú se cobra 5% sobre el retorno realizado, que es la tasa mas baja en la región, pero si quieres distribuir en Chile, el local paga 30%, por que mucha gente invierte desde una sociedad creada únicamente con ese fin.

¿Qué desafíos presenta la empresa en la que trabaja?

Credifondo tiene de alguna forma una posición beneficiada, al ser la administradora de fondos mas grande a nivel local, y tener presencia en Chile y Colombia. El desafío es liderar la industria en este contexto.

¿Cómo cambiaría la estructura actual de mercado luego de su implementación?

Es difícil saber. El que mas ha avanzado en términos de simplificar la norma y dar facilidades para el desarrollo de administradoras de fondos y distribución es Perú, por lo que podrían aparecer mayores administradoras que luego busquen colocar sus fondos a nivel regional, pero como te comentaba hay cosas previas que deben de cambiar. En todo caso el que va a ir ganando siempre es el partícipe, pues todos los cambios que se proponen buscan hacer más

eficiente la industria y eso se refleja en los costos que estos deben pagar y las alternativas que van saliendo.

¿Se está considerando que inversiones en fondos de la región puedan servir como garantía de préstamos locales?

Esa es una regulación bancaria que todavía debe conversarse.

Un beneficio que existe para miembros de la comunidad Europea de invertir en fondos bajo su pasaporte, es que no se realice la ganancia cuando se rescate de un fondo y se reinvierta en otro fondo de la misma comunidad. ¿S están considerando beneficios similares?

Eso está en manos del MEF. Pero no olvidemos que las personas ya pagaron un impuesto a la renta a la hora de generar los ahorros que tienen invertidos en los fondos mutuos. Lo que se debería de hacer a nivel región es que las inversiones en fondos mutuos para personas naturales no paguen impuestos.

¿Se está considerando formar un mecanismo centralizado (una especie de BBH MILA)?

Sería lo más fácil y es algo que ya se conversó con el regulador, pero no se ha avanzado mucho en esa línea.

BIBLIOGRAFÍA

BCRP (2011) Glosario de Términos Económicos.

Recuperado de:

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Glosario/Glosario-BCRP.pdf>

CEPAL (2012). Bono demográfico y envejecimiento: impactos sectoriales de la dinámica demográfica.

Recuperado de:

https://www.cepal.org/celade/noticias/documentosdetrabajo/6/48766/clase_psaad.pdf

CEPAL (2015) Panorama social de América Latina 2015.

Recuperado de:

http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/39965/4/S1600175_es.pdf

PWC (2011) Capital Markets in 2025. The future of equity capital markets

PWC (2015) Asian Passports, the coming of Age

Spendolini (1992) The Benchmarking Book

SMV (2014). Reglamento de fondos de inversión y sus sociedades administradoras

Recuperado de:

https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400029%20

[&CTEXTO](#)

BNP Paribas (2017) ASIA REGION FUNDS PASSPORT REGULATORY MEMO Q1 2018

BNP Paribas (2018) Broadening Asia's investment horizons – Bnp Paribas

ATKearney (2014) Asia Region Funds Passport The Case for Greater Integration in Asian Funds Management

Euromoney (2017) Fund passporting in asia pacific, a long journey

Recuperado de:

<https://www.euromoney.com/article/b12kql4zjljj91/fund-passporting-in-asia-pacific-a-long-journey>

Alexandre Lamfalussy (2001) Informe Lamfalussy

A Sainz de Vicuña Barroso (2015) La Unión de Mercado de Valores: Una nueva frontera para Europa

Committee of European Securities Regulators (2010) CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds

Dirk A. Zetsche (2017) Anatomy of European Investment Fund Law

Linette Field / Daniel Pérez (2009) Informe Laroisiere

Stephen Sims (2016) AIFMD Passport: Europe must try harder

Daniel Pérez (2014) Una breve guía sobre la comercialización de fondos de inversión en la UE

Eduardo Blanco, Soledad Castro, Santiago Cuadra, Nieves García, Emilio Ferré, Hugo Gonzales, Eduardo Manhaes, Amparo Marián, Ángel Martínez-Aldama, Carlos Atwell,

Danilo Montero, Antonio Moreno, Vivianne Rodríguez, Gregorio Rubio (2006) Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica

Fernando Manco Galvez (2016) Tratamiento tributario en el impuesto a la renta de los Certificados de Participación en Fondos Mutuos de Inversión en Valores constituidos en el Perú.

Constanza Campos Bastidas (2012) Fondos de Inversión Privados y sus Implicancias Tributarias (Chile)

Carlos Añez, Angel Urbina, Lionar Ojeda (2002) Factores determinantes del ahorro interno en América Latina

Alberto Huidobro Ortega (1995) La importancia del ahorro en la economía

Pagano, M., and A. J. Padilla (2005) Efficiency gains from the integration of exchanges:
lessons from the Euronext “natural experiment”